

# STUDY

Nr. 367 · März 2017

## PRIVATE-EQUITY- AKTIVITÄTEN IN DEUTSCHLAND 2014/2015

Eine Analyse von Buyouts, Exits und Private-Equity-Gesellschaften

Christoph Scheuplein und Florian Teetz

Dieser Band erscheint als 367. 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

---

Nr. 367 · März 2017

## PRIVATE-EQUITY- AKTIVITÄTEN IN DEUTSCHLAND 2014/2015

Eine Analyse von Buyouts, Exits und Private-Equity-Gesellschaften

Christoph Scheuplein und Florian Teetz

---

## Die Autoren

**Dr. Christoph Scheuplein** promovierte im Jahr 2005 mit einer Arbeit zu Wirtschaftsklustern an der Europa-Universität Frankfurt (Oder). Er unterrichtete von 2007 bis 2015 als Akademischer Rat an der Westfälischen Wilhelms-Universität Münster Wirtschaftsgeographie. 2015/2016 vertrat er den Lehrstuhl für Kulturgeographie an der Katholischen Universität Eichstätt-Ingolstadt. Derzeit arbeitet er als Research Fellow am Institut Arbeit und Technik der Westfälischen Hochschule Gelsenkirchen Bocholt Recklinghausen. Er forscht u. a. empirisch zu Private Equity (Buyouts und Venture-Capital) in Deutschland.

**Florian Teetz** studierte Geographie an der Philipps-Universität Marburg und an der Westfälischen Wilhelms-Universität Münster. In den Jahren 2014 bis 2016 arbeitete er als wissenschaftlicher Mitarbeiter in Projekten zu Private Equity an der Westfälischen Wilhelms-Universität Münster und an der Katholischen Universität Eichstätt-Ingolstadt.

© Copyright 2016 by Hans-Böckler-Stiftung  
Hans-Böckler-Straße 39, 40476 Düsseldorf  
[www.boeckler.de](http://www.boeckler.de)

ISBN: 978-3-86593-266-2

Satz: DOPPELPUNKT, Stuttgart

Alle Rechte vorbehalten. Dieses Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt.

# INHALT

---

<b>Zusammenfassung</b>	<b>11</b>
<b>1 Einleitung</b>	<b>13</b>
1.1 Private Equity – ein unbekannter Faktor im deutschen Wirtschaftsmodell	13
1.2 Fragestellung und Ziele	14
1.3 Thematische Eingrenzung und Gliederung	15
<b>2 Methodik</b>	<b>19</b>
2.1 Transaktionsdaten	19
2.2 Forschungsdesign	21
2.3 Schätzung des Transaktionsvolumens	23
<b>3 Das Buyout-Geschehen in den Jahren 2014 und 2015</b>	<b>27</b>
3.1 Zielunternehmen von Buyouts	27
3.2 Verkäufer der Zielunternehmen	38
3.3 Private-Equity-Gesellschaften als Investoren	44
<b>4 Das Exit-Geschehen in den Jahren 2014 und 2015</b>	<b>61</b>
4.1 Exits von Zielunternehmen	61
4.2 Die Eigentümer nach dem Exit	68
<b>5 Unternehmensmitbestimmung und Private Equity</b>	<b>80</b>
5.1 Arbeitsrechtliche Rahmenbedingungen	80
5.2 Methodisches Vorgehen	81
5.3 Ergebnisse	82
<b>6 Zusammenfassung und Schlussfolgerungen</b>	<b>84</b>
6.1 Zusammenfassung der Ergebnisse	84
6.2 Fazit: Neue Arrangements im Post-Finanzmarkt-kapitalismus	88

<b>Glossar</b>	<b>91</b>
<b>Literatur</b>	<b>93</b>
<b>Anhang</b>	<b>99</b>
Anhang 1: Einordnung in die Unternehmensgrößenklassen	99
Anhang 2: Konkordanz der Branchenzuordnungen	100
Anhang 3: Ergänzende Tabellen und Abbildungen	104

**Tabellenverzeichnis**

Tabelle 1: Zielunternehmen 2014 und 2015 nach Umsatz- und Beschäftigtengrößenklassen	32
Tabelle 2: Realwirtschaftliche Unternehmen als Verkäufer bei Buyouts in Deutschland 2014/2015 nach der Beschäftigten- und Umsatzgrößenklasse	42
Tabelle 3: Verkäufe von Portfolio-Unternehmen sowie Transaktionsvolumen und Zahl der Beschäftigten in Portfolio-Unternehmen nach Herkunftsland der Verkäufer bei Buyouts 2014/2015	43
Tabelle 4: Private-Equity-Gesellschaften mit dem höchsten Beschäftigtenvolumen in den Zielunternehmen 2014 und 2015	46
Tabelle 5: Die TOP-30-Private-Equity-Gesellschaften in den Jahren 2014/2015	48
Tabelle 6: Private-Equity-Gesellschaften nach dem Unternehmenssitz 2014 und 2015	55
Tabelle 7: Anzahl, Beschäftigte und Transaktionsvolumen nach Branchen – Exits 2014 und 2015	63
Tabelle 8: Exit-Unternehmen nach Umsatzgrößenklassen 2014 und 2015	67
Tabelle 9: Haltedauer der Exit-Unternehmen 2014 und 2015	67
Tabelle 10: Exits nach Käufertypen 2014 und 2015	69
Tabelle 11: Käufer bei Exits nach dem Herkunftsland und Anteile von PEG 2014 und 2015	71
Tabelle 12: Nicht-finanzielle Unternehmen als Käufer von Exit-Unternehmen 2014 und 2015 nach Umsatzgrößenklassen	76
Tabelle 13: Portfolio-Unternehmen mit mehr als 2.000 Beschäftigten und Anteil der Unternehmensmitbestimmung nach Beschäftigtengrößenklassen	83

## Tabellen im Anhang

Tabelle 14: Kriterien zur Einordnung in die Unternehmensgrößenklassen	99
Tabelle 15: Kriterien des HGB zur Einordnung in die Unternehmensgrößenklassen	100
Tabelle 16: Konkordanz der Branchenzuordnungen	100
Tabelle 17: Buyouts und Beschäftigungsvolumen 2011–2015 nach Branchen	104
Tabelle 18: Anzahl der Buyouts und Beschäftigte der Zielunternehmen in Deutschland in den Jahren 2014 und 2015 nach Bundesländern	106
Tabelle 19: Umsatzanteile und Anteile am Transaktionsvolumen nach Branchen bei den Buyouts 2014 und 2015	107
Tabelle 20: Höhe des verwalteten Kapitals der in den Jahren 2014 und 2015 an Unternehmensakquisitionen in Deutschland beteiligten Private-Equity-Gesellschaften nach Klassen	109
Tabelle 21: Herkunftsland der Private-Equity Gesellschaften, die 2014 und 2015 eine Transaktion in Deutschland vorgenommen haben	109
Tabelle 22: Umsatzgrößenklassen der Jahresabschlussdaten des Bundesverbands der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken und der Deutschen Bundesbank im Vergleich mit dem PEMD-Sample	110



**Abbildungsverzeichnis**

Abbildung 1: Verknüpfung der Akteure von Private-Equity-Transaktionen	20
Abbildung 2: Verknüpfung zwischen Datenbanken der Studie und Datenquellen	22
Abbildung 3: Anzahl der Buyouts und Beschäftigte der Zielunternehmen in Deutschland in den Jahren 2011 bis 2015	29
Abbildung 4: Beschäftigungsanteil nach Branchen 2014 und 2015	29
Abbildung 5a: Anzahl der Buyouts der Zielunternehmen in Deutschland nach Branchengruppen 2011–2015	30
Abbildung 5b: Beschäftigtenvolumen der Zielunternehmen in Deutschland nach Branchengruppen 2011–2015	31
Abbildung 6: Zielunternehmen von Buyouts in Deutschland 2014 und 2015 nach der Beschäftigtenzahl (Größenklassen)	34
Abbildung 7: Umsatzanteile der Zielunternehmen nach Branchen 2014 und 2015	35
Abbildung 8: Transaktionsvolumen der Buyouts in Deutschland 2012 bis 2015 (in Mrd. €)	36
Abbildung 9: Anteile am Transaktionsvolumen (min) nach Branchen 2014 und 2015	37
Abbildung 10: Verkäufer bei Buyouts nach dem Eigentümer-typ 2014 und 2015	39
Abbildung 11: Anteil von Secondary Buyouts in Deutschland nach Anzahl, Beschäftigten und Transaktionsvolumen von 2013 bis 2015 (in v. H.)	40
Abbildung 12: Private-Equity-Gesellschaften, die auf dem deutschen Markt aktiv waren, nach Größenklassen des verwalteten Kapitals 2014/2015	50
Abbildung 13: Aktive Private-Equity-Gesellschaften in den Jahren 2012 bis 2015	51

Abbildung 14: Standorte der Private-Equity-Gesellschaften in Deutschland, die 2014/2015 eine Transaktion in Deutschland getätigt haben, nach Anzahl und Beschäftigten	53
Abbildung 15: Unternehmenssitz von Verkäufern und Käufern bei Private-Equity-Transaktionen in Deutschland 2014 und 2015 nach dem Transaktionsvolumen	56
Abbildung 16: Verschiebung der Unternehmenskontrolle bei Private-Equity-Transaktionen in Deutschland 2014 und 2015 nach dem Transaktionsvolumen	58
Abbildung 17: Standorte der Private-Equity-Gesellschaften, die 2014/2015 eine Transaktion in Deutschland getätigt haben, nach d. Transaktionsvolumen (Mio. Euro)	59
Abbildung 18: Anzahl und Beschäftigte bei Exits in 2014 und 2015 in Deutschland	62
Abbildung 19: Anzahl der Exits und Beschäftigte der Exit-Unternehmen in Deutschland nach Branchen-Gruppen 2013 bis 2015	64
Abbildung 20: Transaktionsvolumen (Minimum-Multiplikator) der Exit-Unternehmen in Deutschland nach Branchen-Gruppen 2013 bis 2015 (in Prozent)	66
Abbildung 21: Verkäufer und Käufer bei Exits 2014 und 2015 nach den Herkunftsländern (Transaktionsvolumen in v. H.)	72
Abbildung 22: Verschiebung der Unternehmenskontrolle nach Herkunftsländern bei Exits 2014 und 2015 (Transaktionsvolumen in Prozent)	75
Abbildung 23: Anteile der PEG als Verkäufer und Käufer von Exit-Unternehmen 2014/2015 nach Größenklassen des verwalteten Kapitals	77
Abbildung 24: Anteile der PEG als Verkäufer und Käufer von Exit-Unternehmen 2014/2015 am Transaktionsvolumen	78

## ZUSAMMENFASSUNG

---

Private Equity hat sich in Deutschland wie in allen Industrieländern als relevante Finanzierungsform etabliert. In dieser Studie werden die Aktivitäten von Finanzinvestoren in Deutschland für die Jahre 2014 und 2015 untersucht. Dabei werden die Übernahmen von Unternehmen (Buyouts), die Wiederverkäufe durch einen Finanzinvestor (Exit) und die Private-Equity-Gesellschaften selbst betrachtet. Es wird danach gefragt, ob Private Equity sich im Umfeld des wieder konsolidierten Wirtschafts- und Sozialmodells Deutschlands behaupten konnte.

Methodisch beruht die Studie auf der Auswertung von Transaktionsdaten aus der Quelle verschiedener Informationsdienstleister (Bureau van Dijk, Majunke Consulting, Preqin), die mit Angaben aus weiteren Unternehmensdatenbanken ergänzt werden. Das Transaktionsvolumen der erworbenen Unternehmen wurde, sofern der Kaufpreis nicht publiziert wurde, mit einem Multiple-Verfahren geschätzt.

Die Ergebnisse zeigen, dass sich der Buyout-Markt in Deutschland in den Jahren 2014 und 2015 auf einem gleichbleibenden Niveau behauptet hat. Während die Zahl der Transaktionen in diesen zwei Jahren gegenüber dem Jahr 2013 um 8 Prozent auf 206 gestiegen ist, ist das Beschäftigungsvolumen der erworbenen Unternehmen um 9 Prozent auf 106 Tausend Beschäftigte gesunken. Für das Jahr 2015 konnte das Transaktionsvolumen auf eine Spannweite von 19,1 Mrd. Euro bis 24,7 Mrd. Euro geschätzt werden. Die meisten Übernahmen haben wiederum im industriellen Kernsektor (Chemie, Elektro, Fahrzeug- und Maschinenbau) stattgefunden; hier waren 30 Prozent aller Beschäftigten angestellt.

Für das erste Quartal 2016 konnte ein Bestand von 52 Unternehmen mit mehr als 2.000 Beschäftigten in Deutschland und mit einem signifikanten Eigentumsanteil von Finanzinvestoren identifiziert werden. Nur 40 Prozent dieser Unternehmen hatte einen paritätisch besetzten Aufsichtsrat.

Die Zahl der Exits von Unternehmen hat sich im Jahr 2014 gegenüber 2013 um ein Drittel reduziert und sich im Jahr 2015 bei 81 Exits stabilisiert. Das Beschäftigtensvolumen beider Jahre lag im Jahr 2014 bei 76 Tausend Personen und im Jahr 2015 bei 83 Tausend Personen.

Die Buyouts wurden in den Jahren 2014/2015 von knapp 240 Private-Equity-Gesellschaften getätigt. Große Gesellschaften mit dem Sitz in Großbritannien und den Vereinigten Staaten besetzen im PEMD-Ranking sechs

der ersten acht Plätze. Mittelständische deutsche Gesellschaften haben an Bedeutung gewonnen und weisen erstmals auch das höchste Transaktionsvolumen auf.

Die Bedeutung von Übernahmen zwischen Finanzinvestoren, d.h. sogenannte Secondary Buyouts, hat leicht nachgelassen, lag aber mit einem Fünftel aller Buyouts und fast der Hälfte aller Beschäftigten noch immer hoch. Bezogen auf die Exits hat die Bedeutung der Secondary Buyouts sogar weiter zugenommen.

Insgesamt konnte gezeigt werden, dass Private Equity weiterhin ein relevanter Akteur auf dem Markt für Unternehmenskontrolle in Deutschland war. Trotz seines großen finanziellen Potenzials konnte es jedoch seine Aktivitäten nicht ausdehnen.

# 1 EINLEITUNG

---

## 1.1 Private Equity – ein unbekannter Faktor im deutschen Wirtschaftsmodell

Um Private Equity ist es in der öffentlichen Diskussion ruhiger geworden, dennoch gab es auch in den vergangenen zwei Jahren eine Reihe bemerkenswerter Übernahmen durch Finanzinvestoren, z. B. der Kauf der Median-Kliniken mit rund 7.500 Beschäftigten durch Waterland Private Equity Investments im Oktober 2014 und der Erwerb der Douglas Holding AG mit ca. 14.000 Beschäftigten durch CVC Capital Partners vom Finanzinvestor Advent International im Juni 2015. Derartige Deals erhalten einige Publizität (vgl. Berliner Morgenpost [2014], Handelsblatt [2014 und 2015], Manager-Magazin [2015]), die große Masse an Übernahmen mit weniger als 1.000 Beschäftigten findet jedoch unterhalb der öffentlichen Wahrnehmung statt. Auch die Studien der einschlägigen Branchenverbände bzw. branchennaher Dienstleister beziehen häufig nur partielle Datenbasen ein und zeichnen dann entsprechend konträre Bilder (BVK 2016, EVCA 2015, EY 2015; PwC 2016). Während zum Jahresende 2015 einerseits von einem „Ausverkauf“ der deutschen Unternehmen an Finanzinvestoren gesprochen wird (Smolka 2015), wird andererseits von einer „Seitwärtsbewegung“ des Marktes berichtet (PwC 2016, S. 22; vgl. auch FAZ [2014 a und b]; Köhler/Landgraf [2014]).

Das Geschäftsmodell der Finanzinvestoren beruht auf dem Kaufen und Verkaufen von Unternehmen, üblicherweise mit dem Kapital eines geschlossenen Fonds. Aus Arbeitnehmersicht ist diese Finanzierungsform umstritten, weil damit ein doppelter Eigentümerwechsel und häufig wachsende Renditeansprüche verbunden sind. Die Umverteilung von Werten zu Lasten u. a. der Beschäftigten wurde früh vermutet (Lowenstein 1985, Shleifer/Summers 1988), die ausgedehnte empirische Literatur u. a. über die Arbeitsbedingungen, die Löhne und den Beschäftigungsstand in den **Portfolio-Unternehmen** ist jedoch uneinheitlich (Watt 2008, Cumming 2012, Haves u. a. 2013). Für Deutschland liegt nur eine geringe Literatur zum Thema vor (Kamp/Krieger 2005, Faber 2006, Böttger 2006, Huffschmid/Köppen/Rhode 2007, Willke u. a. 2009, Haves/Vitols/Wittke 2014), dies gilt insbesondere für Hinweise auf die Wirkungen in der betrieblichen und in der Unternehmensmitbestimmung (vgl. aber Lippert/Jürgens 2012; Haves u. a. 2013, S. 56f.). Insgesamt bestehen aus arbeitnehmerorientierter Sicht vielfältige Anlässe für eine genauere Beobachtung der Ausdehnung von Private Equity und dessen Wirkungen.

Der „Private Equity Monitor Deutschland 2013“ hat erstmals wissenschaftlich die ganze Breite von Übernahmen und Exits in Deutschland dokumentiert (Scheuplein/Teetz 2015a, Scheuplein 2015; vgl. Scheuplein 2013a und 2013b als Vorarbeiten). Der Ansatz beruht auf Daten über die Transaktion einzelner Unternehmen, auf deren Grundlage ein Verfahren zur Schätzung des (häufig unbekannt) Transaktionswertes angewandt wurde. Damit konnten die Übernahmeziele sektoral und regional, nach Unternehmensgrößenklassen und weiteren Merkmalen differenziert und darüber hinaus die Finanzinvestoren nach ihrer Größe, ihrem Hauptsitz und ihren Eigentümern typisiert werden. Durch diesen Ansatz wird die Transparenz in Bezug auf die Finanzinvestoren in Deutschland erhöht. Zudem konnten spezielle Aspekte wie der hohe Grad an Internationalität der **Private-Equity-Gesellschaften** (Scheuplein/Teetz 2015b) herausgearbeitet werden.

Mit dieser Studie wird die Berichterstattung auf die Jahre 2014 und 2015 ausgedehnt, wobei sich in diesem Zeitraum ein optimistischer Blick auf die deutsche Volkswirtschaft durchgesetzt hat (Horn u.a. 2015; Gornig/Schiersch 2015). Die Tendenzen der „Finanzialisierung“ oder des „Finanzmarktkapitalismus“ werden inzwischen als weniger bedrohlich angesehen (Heires/Nölke 2014; Faust/Thamm 2015). Deren Auswirkungen wie eine wachsende Ungleichheit oder ein polarisierter Arbeitsmarkt sind nicht verschwunden, werden aber als aktuell stillgestellt betrachtet (Rehm/Schmid/Wang 2014; Schreiber 2015). In diesem Kontext fragt es sich, wie sich diese wirtschaftliche Konsolidierung auf das Geschäftsmodell der Finanzinvestoren ausgewirkt hat. Fällt es Private Equity als einer der Speerspitzen der Finanzialisierung generell schwerer sich in diesem wirtschaftlichen Umfeld zu bewegen?

## 1.2 Fragestellung und Ziele

Das Hauptziel dieser Neuauflage des „Private Equity Monitor“ bleibt es, die aktuellen Aktivitäten von Finanzinvestoren in Deutschland fortlaufend zu dokumentieren. Im Mittelpunkt stehen weiter diese drei Darstellungsziele:

- Die valide und quantitativ umfassende Datenbasis zu **Buyouts** und Exits von Unternehmen in Deutschland durch Private Equity soll fortgeschrieben werden.
- Die Strukturen der von Übernahmen betroffenen Belegschaften soll dargestellt werden, d.h. ihre Verteilung auf Branchen, Unternehmensgrößenklassen und Regionen.

- Die Veränderungen durch den Eingriff der Finanzinvestoren sollen aufgezeigt werden: Von welchen ursprünglichen Typen an Eigentümern stammen die Zielunternehmen, welchen Bedingungen unterliegen sie während des Erwerbszeitraums, und an welche Typen an Eigentümern werden sie beim Exit des Finanzinvestors veräußert?

Neben der bereits erprobten Darstellung des Übernahmegeschehens und der Strukturmerkmale der übernommenen Unternehmen, der Verkäuferseite, der Private-Equity-Gesellschaften und der Käuferseite bei Exits werden in dieser Ausgabe zusätzlich einige zeitliche Vergleiche und Disaggregationen angestellt. Zudem werden die potenziell mitbestimmungspflichtigen Unternehmen (mit mehr als 2.000 Beschäftigten) gesondert betrachtet werden.

### 1.3 Thematische Eingrenzung und Gliederung

Private Equity entstand in der Mitte der 1970er in den USA als Geschäftsmodell des „Leveraged Buyout“, bei dem Finanzdienstleister zeitlich befristet Unternehmen übernahmen, wobei das eingesetzte Kapital aus Fonds stammte, in die private und institutionelle Investoren eingezahlt hatten (Talmor/Vasvari 2011: 5). Durch die begrenzte Laufzeit der Fonds setzte sich dieses Geschäftsmodell ab von den Beteiligungsgesellschaften der Banken, Versicherungen und Pensionsfonds, die einen weniger limitierten Zeithorizont besaßen.

In dieser Studie wird unter Private Equity der temporäre Eigentumserwerb an Unternehmen verstanden (vgl. Eilers u. a. 2012, Cumming 2012, Caselli 2010, Stowell 2010 und Talmor/Vasvari 2011). Dabei muss das Kaufen und Verkaufen von Unternehmen den eigentlichen Kern der Geschäftstätigkeit ausmachen. Besitzt der Erwerber ein hauptsächliches Interesse am wirtschaftlichen Inhalt des Unternehmens, würde man ihn dagegen als **strategischen Investor** klassifizieren. Nicht gemeint ist der Erwerb innerhalb eines regulierten Kapitalmarktes wie einer Börse. Während die Kapitalanlage an der Börse einen hohen Grad an Liquidität ermöglicht, aber häufig nur ein begrenzter Eigentumsanteil erworben wird bzw. Einfluss ausgeübt wird, zielen Private-Equity-Gesellschaften auf einen bestimmenden Einfluss und übernehmen meist relevante Anteile an Unternehmen im direkten Kontakt. Geschieht dies noch an der Börse, folgt dem meist ein Delisting des Unternehmens.

Die Finanzierung der Unternehmensübernahmen über Fonds mit einer begrenzten Laufzeit (meist zehn Jahre) stellt nicht die einzige Finanzierungs-

möglichkeit dar. Zusätzlich wird häufig Fremdkapital bei Banken aufgenommen, wobei dieses nach der Übernahme oft auf die übernommenen Unternehmen überwältigt wird. Die häufige Charakterisierung von Private Equity als „Eigenkapital“ greift also zu kurz. Weiterhin wichtig für das Verständnis ist, dass die Private-Equity-Gesellschaft meist weniger auf Renditen während der Haltedauer eines übernommenen Unternehmens zielen, sondern einen relevanten Profit mit dem Verkauf erzielen möchten. Daher werden üblicherweise das operative Geschäft und die strategischen Ziele des übernommenen Unternehmens – im Folgenden auch als Portfolio-Unternehmen bezeichnet – auf den Prüfstand gestellt und meist verändert. Private-Equity-Gesellschaften verstehen sich nicht als „Couponschneider“, sondern als aktivistische Eigentümer und sehen in ihrem Wissen über Unternehmensführung ihre zentrale Kompetenz. Hieraus ergibt sich auch das Streben nach einer möglichst weitgehenden Kontrolle des Unternehmens, weshalb zumeist die Mehrheit der Eigentumsanteile übernommen wird. Durch den unternehmerisch gestaltenden Ansatz sind Private-Equity-Gesellschaften auch gegenüber Hedgefonds abgegrenzt. Letztere erwerben gelegentlich temporäre Unternehmensanteile, insbesondere in Situationen der Restrukturierung, behandeln diese jedoch ohne spezifisches Verständnis für die betrieblichen und marktspezifischen Strukturen.

Schließlich ist in diesem Beitrag eine Abgrenzung nach der Phase des Lebenszyklus wichtig. Private Equity kann bereits vor oder während der Gründung oder auch in der ersten Wachstumsphase eines Unternehmens tätig werden. In diesem Fall spricht man von Wagniskapital oder **Venture Capital**. Bei allen weiteren Phasen, seien sie durch die weitere Expansion, durch Stagnation oder Restrukturierung des Unternehmens gekennzeichnet, spricht man von einem Buyout. In dieser Studie ist Private Equity nur in diesem letzteren Sinne der Übernahme etablierter Unternehmen angesprochen.

Im Rahmen dieser Abgrenzung von Private Equity werden die Gesellschaften unterschiedlicher Eigentümer berücksichtigt. Auch die Beteiligungsgesellschaften von Banken und Versicherungen werden eingeschlossen, insofern sie das befristete und aktivistische Geschäftsmodell übernommen haben.

Bei der Definition einer Transaktion wird nicht auf den unmittelbaren Erwerber abgestellt. Wenn eine Private-Equity-Gesellschaft über ein Plattformunternehmen den Erwerb mehrerer branchengleicher Firmen mit dem Ziel betreibt, diese in einer größeren Unternehmenseinheit zu verschmelzen („buy-and-build-Strategie“), dann gilt dies als eine Aktion einer Private-Equity-Gesellschaft. Mit einer kurzen zeitlichen Verzögerung werden die Maß-



nahmen des Managements im neu erworbenen Unternehmen üblicherweise so gestaltet, als ob die Private-Equity-Gesellschaft der direkte Eigentümer wäre.

Die räumliche Eingrenzung dieser Studie wird über das Headquarter des erworbenen Unternehmens vorgenommen. Erfasst werden sollen alle Unternehmen, deren Hauptstandort zum Zeitpunkt des Erwerbs in Deutschland lag; damit werden zunächst alle im Ausland angesiedelten Standorte in die Betrachtung inkludiert. In Bezug auf die Beschäftigten sollen nur die in Deutschland tätigen Arbeitnehmer einbezogen werden, sofern dies die häufig schwierige Datenlage zulässt. Diese Eingrenzung auf den nationalen Wirtschaftsraum bei den Übernahmezielen bedeutet zugleich, dass die übernehmenden Investoren möglichst aus allen Herkunftsländern erfasst werden sollen; hier wird also gerade auf die globale Verflechtung des Private-Equity-Marktes abgestellt. So sollen auch diejenigen Private-Equity-Gesellschaften, die über keine Niederlassung in Deutschland verfügen und nur gelegentliche, aber teilweise bedeutende Transaktionen vornehmen, einbezogen werden.

Im folgenden [Kapitel 2](#) wird zunächst die Methodik dieser Studie dargestellt, wobei auch die neueren Elemente der Darstellung diskutiert werden. Es schließen sich die empirischen Darstellungen in den [Kapiteln 3 bis 5](#) an. In [Kapitel 3](#) werden die Übernahmen dargestellt mit einer Perspektive auf die Zielunternehmen, die Verkäufer und die Private-Equity-Gesellschaften als Investoren. In [Kapitel 4](#) folgt die Untersuchung zu den Exits, wiederum mit einem Blick auf die Zielunternehmen, die Käufer und die Rolle der Private-Equity-Gesellschaften als Verkäufer. Im nächsten Schritt wird die Gesamtzahl der Unternehmen im Eigentum von Private Equity in Deutschland abgeschätzt und dabei der Anteil an mitbestimmungspflichtigen Unternehmen bestimmt ([Kapitel 5](#)). Abschließend werden die Ergebnisse zusammengefasst und Schlussfolgerungen für den derzeitigen Stand des Engagements von Private Equity in Deutschland vor dem Hintergrund der Finanzmarktkapitalismus-These gezogen ([Kapitel 6](#)). Die Dokumentation einiger methodischer Schritte und einige deskriptive Statistiken befinden sich im Anhang.

Dieses Projekt wurde durch eine Finanzierung der Hans-Böckler-Stiftung ermöglicht. Wir möchten uns bei Alexander Sekanina von der Hans-Böckler-Stiftung für die kompetente Begleitung des Projektes bedanken. Die Mitglieder des Projektbeirates bei der Hans-Böckler-Stiftung haben uns viele hilfreiche Anregungen gegeben. Sandra Sigl hat uns am Lehrstuhl für Kulturgeographie der Katholischen Universität Eichstätt-Ingolstadt kenntnisreich bei der Verwaltung assistiert, Alexandra Kaiser hat zeitnah die aussagefähigen

Karten erstellt und Reinhard Geißler hat uns mit frischer Literatur versorgt. Die studentischen Hilfskräfte Stefan Demmelmeier, Maximilian Karl, Katharina Kimmich und Dominik Pommer haben mit hoher Eigenverantwortung und hoher Qualität dem Projekt zugearbeitet. Einer gut eingebürgerten Sitte folgend sei angefügt, dass nur die beiden Autoren für die Fehler in diesem Text verantwortlich sind.

## 2 METHODIK

### 2.1 Transaktionsdaten

Die Datengrundlage besteht zunächst aus Transaktionsdaten, die den Verkauf von Unternehmen und üblicherweise Informationen zum Zielunternehmen, zum Käufer und zum Verkäufer enthalten. Sie werden seit dem Beginn der 1990er Jahre auch genutzt, um Merger&Acquisition im Bereich von Private Equity zu beschreiben (Kaplan 1992; Strömberg 2008; Wood/Wright 2009). Für Deutschland werden Transaktionsdaten seit langem zur Beschreibung einzelner Aspekte von Zielunternehmen oder Private-Equity-Gesellschaften genutzt (vgl. als Überblick zur Diskussion Knauer/May/Sommer 2013).

Die Daten über wirtschaftliche Transaktionen werden von den Marktteilnehmern aus Gründen der Geschäftspolitik in vielen Fällen nicht veröffentlicht. Teilweise wird jedoch auch die Öffentlichkeit des Kapitalmarktes gesucht bzw. Vorschriften für börsennotierte Unternehmen (speziell auch börsennotierte Private-Equity-Gesellschaften) sorgen für Publizität. Der Umfang der Daten wird somit stark vom Eigentumstyp der Verkäufer, der Größe der Portfolio-Unternehmen und vom Dienstleister-Umfeld mitbestimmt. Eine Vollständigkeit aller Übernahmen, an denen Private Equity beteiligt ist, kann kaum erreicht werden. Um ein möglichst umfassendes Sample zu erhalten, werden in dieser Studie verschiedene Datenquellen von Transaktionsdaten miteinander kombiniert:

- „Zephyr“ (Bureau van Dijk) ist eine auf Mergers&Acquisitions weltweit spezialisierte Datenbank, mit der sich auch Private-Equity-Daten recherchieren lassen.
- „Buyout Deal Analyst“ (Preqin) ist eine globale Datenbank eines Dienstleisters mit Sitz in London, der seit seiner Gründung im Jahr 2003 auf Private Equity spezialisiert ist. Er registriert auch Meldungen zu angelsächsischen Gesellschaften, die im deutschsprachigen Raum kaum publiziert werden.
- „Deal News“ (Majunke Consulting) ist ein seit dem Jahr 2005 erscheinender Informationsdienst für die DACH-Region (Deutschland, Österreich und die Schweiz); er erhöht die Wahrscheinlichkeit, dass auch kleinere Übernahmen einbezogen werden.

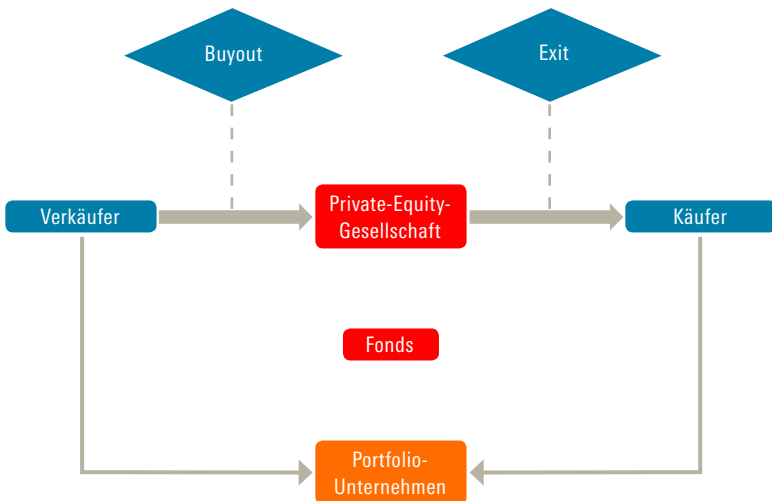
Mit ihrem unterschiedlichen Bezug dieser drei Dienstleister zu den Märkten von Private-Equity-Transaktionen und somit zu unterschiedlichen Kunden-

stämmen wird zum einen die Zahl der Transaktionen im Sample erhöht. Damit wird das Problem von Studien, die sich nur auf eine Datenbasis stützen und deswegen kaum miteinander vergleichbar sind, minimiert. Zudem wird die Datentiefe bezogen auf die einzelnen Transaktionen verbessert.

Die Transaktionen können nach der Rolle von Private Equity im Übernahmeprozess unterschieden werden („Dealtyp“). Entweder ist ein Finanzinvestor als Käufer beteiligt („Buyout“) oder als Verkäufer („Exit“). Treten Private-Equity-Gesellschaften auf beiden Seiten des Verkaufsprozesses auf, bezeichnet man dies als „Secondary Buyout“. Die Transaktionsdaten bieten daher nicht nur die Möglichkeit, die beiden Seiten eines Übernahmeprozesses miteinander zu verknüpfen, sondern auch die Akteure verschiedener aufeinander folgender Transaktionsprozesse eines Portfolio-Unternehmens. Ebenso können die verschiedenen Geschäftspartner eines Akteurs, z.B. alle Portfolio-Unternehmen einer Private-Equity-Gesellschaft innerhalb eines bestimmten Zeitraums, erfasst werden.

Abbildung 1

### Verknüpfung der Akteure von Private-Equity-Transaktionen



Quelle: eigene Darstellung

Die Transaktionsdaten zeigen zunächst die möglichen Verbindungen auf, denen nachgegangen werden kann. Da die Informationen zu den jeweiligen Akteure bzw. Transaktionen in diesem Datentyp teilweise unvollständig sind, wurden sie durch Recherchen in der Unternehmensdatenbank Dafne (Bureau van Dijk), in den Geschäftsberichten bzw. auf den Homepages der Ziel-Unternehmen Daten ergänzt – insbesondere in folgender Hinsicht:

- Gründungsjahr der Unternehmen
- Beschäftigtenzahl im Jahr der Transaktion
- Umsatz in den beiden der Transaktion vorangegangenen Jahren
- EBIT in den beiden der Transaktion vorangegangenen Jahren
- Angaben zum verkaufenden Unternehmen (Umsatz, Beschäftigte, Hauptsitz) bzw. bei einem Exit Angaben zum erwerbenden Unternehmen.

## 2.2 Forschungsdesign

Auf Basis des skizzierten empirischen Zugangs wurden alle Unternehmenstransaktionen der Jahre 2014 und 2015, bei denen ein Unternehmen einen Hauptsitz in Deutschland hatte und an denen eine Private-Equity-Gesellschaft beteiligt war, in zunächst zwei Datenbanken dargestellt:

- Datenbank der Buyouts: Buyouts sind definiert als die Übernahme eines etablierten Unternehmens (Alter >7 Jahre) mit Zugriffsrechten auf die Unternehmensführung durch eine Private-Equity-Gesellschaft (oder deren Tochtergesellschaft).
- Datenbank der Exits: Exits sind definiert als die Herauslösung von Unternehmen aus dem (vollständigen) Eigentum einer Private-Equity-Gesellschaft, wobei dies auch den Fall der Insolvenz betrifft.

Als Merkmale der Portfolio-Unternehmen in beiden Datenbanken wurden u. a. die Umsatz- und Beschäftigtengröße, der EBIT, die Branche, die Adresse des Hauptsitzes und der erworbene bzw. veräußerte Eigentumsanteil erhoben. In beiden Datenbanken wurde das finanzielle Volumen der Transaktion, wo es nicht öffentlich bekannt geworden ist, geschätzt. Das Schätzverfahren wird in Kapitel 2.3 dargestellt.

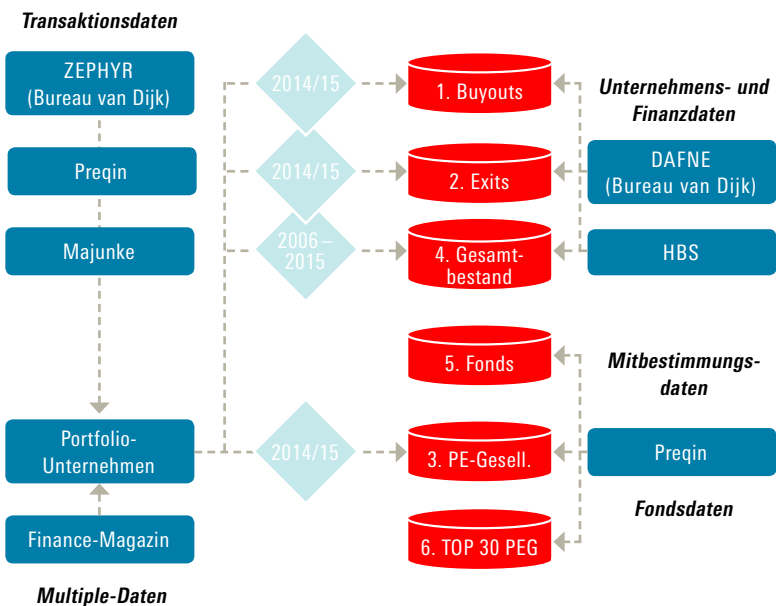
Im nächsten Schritt wurden alle an den Transaktionen beteiligten Private-Equity-Gesellschaften in einer dritten Datenbank zusammengeführt. Es wurden zusätzliche Informationen zur Größe des verwalteten Kapitals, zur Zahl der Investmentmanager, zum Hauptsitz und zu den Niederlassungen in Deutschland zusammengestellt. Dabei wurde auf die Tools „Fund Manager

Profiles“ und „Funds in Marktes“ des Dienstleisters Preqin zurückgegriffen; ggf. wurde auf den Homepages der Private-Equity-Gesellschaften recherchiert.

Da der Unternehmensmitbestimmung in dieser Studie ein besonderes Augenmerk gilt, wurde eine vierte Datenbank „Mitbestimmungs-Unternehmen“ angelegt. Sie enthält möglichst umfassend die Unternehmen mit mehr als 2 Tausend Beschäftigten in Deutschland, die somit potentiell dem Mitbestimmungsgesetz aus dem Jahre 1976 unterliegen. Die Datenbasis hierfür ist die Datenbank 1 „Buyouts“ ergänzt um die Daten zu Buyouts der Jahre 2006 bis 2013. Zwar kann nicht ausgeschlossen werden, dass weitere Unternehmen mit mindestens 2 Tausend Beschäftigten in Deutschland im Eigentum von Private-Equity-Gesellschaften sind, die vor 2006 einen Buyout erlebt haben. Da letztere jedoch zumeist nur eine Haltezeit von maximal zehn Jahren

Abbildung 2

**Verknüpfung zwischen Datenbanken der Studie und Datenquellen**



Quelle: eigene Darstellung

für ihre Portfolio-Unternehmen vorsehen, dürften fast alle Ziel-Unternehmen in den vergangenen zehn Jahren einen Verkauf durchlaufen haben und so annähernd der Gesamtbestand an Ziel-Unternehmen erhoben worden sein. Aufgrund von Angaben der Hans-Böckler-Stiftung über die Anwendung des Mitbestimmungsgesetzes in den Unternehmen konnte abgeschätzt werden, wie hoch der Anteil der tatsächlich mitbestimmten Unternehmen im Gesamtsample ist.

Da die Fonds der Private-Equity-Gesellschaften eigene Rechtseinheiten bilden, wurde für sie eine fünfte Datenbank angelegt und diese für die Analyse der Private-Equity-Gesellschaften genutzt. Die Top-30 der besonders aktiven Private-Equity-Gesellschaften wurden in einer sechsten Datenbank der Private-Equity-Gesellschaften charakterisiert. Sie beruht auf einem Ranking, in dem zu gleichen Anteilen die Anzahl der Buyouts, das Transaktionsvolumen und das Beschäftigungsvolumen in den Portfolio-Unternehmen des jeweiligen Berichtsjahres gewichtet wurde (vgl. Kap.3). Für diese 30 Private-Equity-Gesellschaften wurden im Rahmen des zugrundeliegenden Projekts Profile erstellt (u. a. zu regionalen und sektoralen Schwerpunkten, Zahl und Struktur der Fonds), die jedoch im Rahmen dieser Publikation nicht abgedruckt werden können. In [Abbildung 2](#) wird der Bezug zwischen den gerade erläuterten sechs Datenbanken und den Datenquellen aufgeführt.

### 2.3 Schätzung des Transaktionsvolumens

Daten zur Finanzierung von Übernahmen bzw. Daten zu den Kaufpreisen der Unternehmen finden sich in den Transaktionsdaten nur in einer Minderzahl von Fällen. Da dort jedoch teilweise Angaben zum Umfang und Ertrag der wirtschaftlichen Tätigkeit der Portfolio-Unternehmen enthalten sind bzw. diese für das Jahr der Übernahme oder die Vorjahre ergänzt werden können, bietet sich die Möglichkeit, die Kaufpreise in einem Schätzverfahren zu bestimmen (vgl. zum Folgenden ausführlicher Sommer [2014 und 2015]). Geschätzt werden muss in diesem Fall nur der reale, d. h. der objektiv nachvollziehbare Kaufpreis, und dies kann durch den Rückgriff auf die Marktpreise vergleichbarer Unternehmen geschehen. Hierfür wird häufig ein [Multiplikator](#)-Verfahren angewandt; auch in der Private-Equity-Branche ist dies im Falle einer Kaufpreisabschätzung ohne interne Informationen gängig (Ballwieser/Hachmeister 2013, S.223).

Die Leistungsfähigkeit von Multiplikatorverfahren wurde für unterschiedliche Ausprägungen empirisch vergleichend getestet (vgl. Hinweise bei

Sommer 2012 und Sommer/Rose/Wöhrmann 2014). Im Vergleich mit Methoden, die auf internen Unternehmensinformationen aufsetzten und methodisch elaboriert vorgehen, lag die Prognosegüte von Multiplikatorverfahren nicht signifikant schlechter (vgl. Kaplan/Ruback 1995). Insgesamt ermöglichen Multiplikatorverfahren relativ gute Prognosen und ihre Verwendung zur Marktpreisprognose wird als fundiert angesehen (vgl. Sommer 2012, S. 160–162).

Üblicherweise ist die Anwendung eines Multiplikatorverfahrens mit komplexen Entscheidungen über die Auswahl der Vergleichsunternehmen, die Bezugsgröße, den Zeitbezug und die Aggregation von Informationen mehrerer Unternehmen verbunden (Mandl/Rabel 2012, Löhnert/Böckmann 2012, Sommer/Rose/Wöhrmann 2014, S. 5–7). Im Fall dieser Studie, in der für mehrere hundert Unternehmen jeweils ein einzelner Multiplikator gefunden werden musste, würde dies zu einem unverhältnismäßig hohen Aufwand führen. Es stehen jedoch auch Multiplikatoren zur Verfügung, die branchendifferenziert und zeitnah durch marktnahe Experten erstellt und publiziert werden, so dass ihre Anwendung auch für Massedaten geeignet ist. Bei der Multiplikatormethode auf Basis von Erfahrungswerten wird der Multiplikator aus zumeist branchenspezifischen Erfahrungssätzen bzw. „Daumenregeln“ abgeleitet (Mandl/Rabel 2012, S. 81 f.). Kritisch wird in der Literatur die Subjektivität des Verfahrens, dessen Ergebnisse erheblich von Branchen- und Transaktionserfahrungen des Bewerter abhängen, gewürdigt (Sommer 2012, S. 129). In der vorliegenden Studie wird zurückgegriffen auf die Multiplikatoren der finanzwirtschaftlichen Zeitschrift „Finance“, die vierteljährlich Umsatz- und EBIT-Multiplikatoren für 16 Branchen sowie jeweils drei Größenklassen publiziert (Finance Magazin 2014a und b). Diese Multiplikatoren werden auf der Basis von Markteinschätzungen von Experten aus insgesamt 16 Mergers & Acquisitions-Beratungsgesellschaften erstellt. (Im Folgenden werden der Begriff Multiplikator und der u. a. von der Zeitschrift Finance verwendete Begriff **Multiple** synonym verwendet.)

Bei den Multiplikatoren des Finance-Magazins handelt es sich um Multiplikatoren, die auf tatsächlichen Transaktionen, der Beobachtung des Marktes sowie den Erfahrungswerten von Experten namhafter Beratungshäuser beruhen. Insgesamt kann davon ausgegangen werden, dass die Finance-Multiplikatoren als recht zuverlässige adjustierte Transaktionsmultiplikatoren eingeschätzt werden können. Wenn unterstellt wird, dass die Bewerter ihr Urteil branchenindividuell und unter Berücksichtigung der Lage am Kapitalmarkt sowie am M&A-Markt bilden, kann dieses Vorgehen als überlegen gegenüber den Verfahren eingestuft werden, bei denen die Entscheidungen



über die Vergleichsgruppe etc. selbständig getroffen werden muss. Bei der Nutzung der Finance-Multiplikatoren entfallen somit Entscheidungen, die ansonsten bei Anwendung einer Multiplikator-Methode auftreten und Ursachen für fehlerhafte Abweichungen darstellen können:

- In die Expertenschätzungen des Finance-Multiplikators fließen bereits Annahmen über die mutmaßliche Peer Group ein, so dass diese nicht gesondert bestimmt werden muss.
- Es werden die ergebnisorientierten Größen Umsatz und EBIT als Bezugsgrößen bedient; damit besteht eine Alternative bei ungenügender Datenlage.
- Die Finance-Multiplikatoren werden über eine von Experten vorgenommene Aggregation gewonnen, so dass eine ansonsten anstehende Aggregation von Daten nicht notwendig erscheint.

Eine Kontrollprämie wird bei der vorliegenden Form der Multiplikatoren berücksichtigt. Dies bedeutet, dass bei einer vollständigen Transaktion eines Unternehmens die Kontrollprämie konzeptionell zutreffend abgebildet wäre, auch wenn Private-Equity-Investoren im Rahmen eines vollständigen Eigentumsübergangs lediglich einen bestimmten Anteil übernehmen. Wenn sich hingegen Private-Equity-Investoren in ein Unternehmen einkaufen, jedoch die restlichen Eigentumsanteile nicht von weiteren Investor übernommen werden, wäre die Kontrollprämie in der Tendenz zu hoch ausgewiesen, da bei einer vollständigen Übernahme die höchsten Kaufpreise pro Eigentumsanteil zu entrichten sind (Barthel 1996, S. 1352).

Aufgrund einer geringen Fungibilität (Austauschbarkeit) der Unternehmen enthalten die Finance-Multiplikatoren einen preislichen Abschlag. Dies ist aus dem Vergleich mit den ebenfalls von Finance erstellten Börsenmultiples zu erkennen. Die Experten-Multiples sind deutlich geringer, wobei ihr Wert sachgerecht mit zunehmender Unternehmensgröße ansteigt.

Vor diesem Hintergrund wird das Multiplikator-Verfahren in folgender Weise angewandt: Als Multiplikator werden die von Finance vierteljährlich neu berechneten und publizierten Umsatz- und EBIT-Multiplikatoren verwendet, die für den gesamten Untersuchungszeitraum vorliegen. Die Transaktionsvolumina sollten für die beiden Bezugsgrößen Umsatz und EBIT – wenn verfügbar – berechnet werden. Bei der Darstellung der Ergebnisse wird stärkeres Gewicht auf den EBIT-Multiplikator gelegt werden, da dieser in der Literatur als die aussagekräftigere Kennzahl gilt. Eine Ausnahme bildet der Telekommunikationssektor, in der der Umsatz-Multiplikator als überlegen angesehen wird (Sommer 2012, S. 250).

Um bei der Bewertung die Sondereffekte im Geschäftsjahr vor der Übernahme zu glätten, werden nach Möglichkeit die Daten zu den zwei Jahren vor der Transaktion herangezogen und diese gemittelt. Dies steht im Einklang mit der vom Finance-Magazin empfohlenen Durchschnittsbildung (Finance Magazin 2014c). Eine Ausreißerbereinigung erfolgt nicht, da dies in der Aggregation der Multiplikatoren durch den Finance-Expertenkreis vorgenommen wird. Da die Multiplikatoren für drei Größenklassen angeboten werden (Small-Cap, Mid-Cap und Large-Cap), werden alle Unternehmen mit Hilfe der Umsatzwerte der beiden vorvergangenen Jahre in eine Größenklasse eingeordnet. Bei Handelsunternehmen und Banken wird ergänzend die Beschäftigtenzahl herangezogen (vgl. zu den Kriterien [Anhang 1](#)). Durch die Anwendung des entsprechenden Multiplikators wird dann der Unternehmenswert (*Enterprise Value*) berechnet, der definiert ist als Wert des Eigenkapitals und des Fremdkapitals abzüglich des Finanzvermögens.

Die Schätzungen des Unternehmenswertes werden nicht als Punktschätzung vorgenommen, da Prognosefehler in empirischen Untersuchungen häufig stark gestreut sind. Stattdessen wird eine Bandbreite angegeben, die bereits durch die Bandbreite der Finance-Multiplikatoren mit einem maximalen und einem minimalen Wert unterstützt wird.

Entsprechend werden für beide Wertgrößen ein unteres und ein oberes Transaktionsvolumen berechnet. Beide Transaktionsvolumina werden hier formelmäßig für die Wertgröße Umsatz ausgedrückt und bereits auf den Eigentumsanteil des Finanzinvestors bezogen:

*Transaktionsvolumen<sub>u</sub>*

$$= \text{Umsatz} \times \text{Multiple}_{\min} \times \text{erworbener Anteil am Unternehmen}$$

(Dieses untere Transaktionsvolumen wird im Folgenden abgekürzt als „TV min“.)

*Transaktionsvolumen<sub>o</sub>*

$$= \text{Umsatz} \times \text{Multiple}_{\max} \times \text{erworbener Anteil am Unternehmen}$$

(Dieses obere Transaktionsvolumen wird im Folgenden abgekürzt als „TV max“.)

Eine Darstellung der geschätzten Unternehmenswerte wird auf der Basis dieses Korridors vorgenommen. Sofern nur Punktschätzungen verwendet werden können – wie bei den kartographischen Darstellungen –, wird der Minimalwert genutzt werden, um eine bewusst konservative Darstellung des Übernahmegeschehens vorzunehmen.

## 3 DAS BUYOUT-GESCHEHEN IN DEN JAHREN 2014 UND 2015

---

Das folgende Kapitel stellt das Transaktionsgeschehen für Zielunternehmen mit dem Hauptsitz in Deutschland sowie die beteiligten Verkäufer und Käufer der Unternehmensanteile für die Jahre 2014 und 2015 dar. Hierbei wurden alle Private-Equity-Transaktionen aus den in [Kapitel 2](#) vorgestellten Datenquellen (Zephyr/Bureau van Dijk, Buyout Deal Analyst/Preqin und Deals News/Majunke) berücksichtigt und die in ihnen enthaltenen Angaben bezüglich einzelner Attribute wie Beschäftigtenzahl oder Transaktionsvolumen ggf. miteinander verschnitten. Die Datenlücken hinsichtlich Umsatz, EBIT und Beschäftigtenzahl der Portfolio-Unternehmen konnten zu einem großen Teil unter Verwendung der Datenbank Dafne des Anbieters Bureau van Dijk, über die auf Bundesanzeiger.de publizierten Geschäftsberichte sowie durch Recherchen auf den Firmen-Homepages geschlossen werden.

An einigen Stellen greift die Darstellung auch auf die im letzten Private-Equity Monitor recherchierten Transaktionsdaten aus den Jahren 2011 bis 2013 zurück (Scheuplein/Teetz 2015a). Da sich die Datenlage hinsichtlich der in das Schätzverfahren mit einfließenden Attribute Umsatz bzw. EBIT mit größerem zeitlichen Abstand verbessert, wurden die Daten diesbezüglich im Rahmen der Arbeit zum vorliegenden Monitor aktualisiert, so dass sich ggf. kleinere Abweichungen zum Bericht 2013 ergeben.

### 3.1 Zielunternehmen von Buyouts

Das Buyout-Geschehen der Jahre 2014 und 2015 zeigt vor allem eine Seitwärtsbewegung. Die Zahl der in Deutschland durch Private-Equity-Gesellschaften übernommen Unternehmen erhöhte sich in 2014 im Vergleich zum Vorjahr um 9 Prozent auf 209 und sank in 2015 geringfügig auf 206 Übernahmen (-1 Prozent). Die Zahl der Beschäftigten verringerte sich in beiden Jahren, d. h. im Jahr 2014 auf 110.000 (-6 Prozent zum Vorjahr) und in 2015 auf 106.000 (-2 Prozent). Während die Zahl der Buyouts von 2013 bis 2015 also leicht zunahm, verringerte sich die Zahl der Beschäftigten in den Portfolio-Unternehmen.

In einer zeitlich längerfristigen Perspektive seit dem Ende der Weltwirtschaftskrise 2008–2010 konnten in den fünf Untersuchungsjahren 1.057 Buy-

outs mit einem Beschäftigtenvolumen von etwa 579 Tausend<sup>1</sup> registriert werden (Abb. 3)<sup>2</sup>. Während das Beschäftigtenvolumen im Vergleich zum Höchststand 2012 um fast ein Viertel abgenommen hat, stagnierte die Anzahl der Transaktionen seit dem Jahr 2012 (siehe Tab. 17).

Die sektorale Struktur des Übernahmegeschehens wird hier zunächst für 16 Branchen für die Jahre 2014 und 2015 dargestellt und erfolgt dann mit einer höheren Branchenaggregation für den Zeitraum ab dem Jahr 2011. In den Jahren 2014/15 fanden die meisten Buyouts in den Branchen Maschinen-/Anlagenbau (54 Buyouts von 415 Buyouts bzw. 13 Prozent), Handel (45 Buyouts/11 Prozent) und Chemie/Kunststoff (43 Buyouts/10 Prozent) statt. Unterschiede zwischen den beiden Jahren zeigen sich vor allem bei den Traditionellen Industrien<sup>3</sup>, bei denen es im Jahr 2014 nur wenige Buyouts gab (13 Buyouts von 209 Buyouts bzw. 6 Prozent), während im Jahr 2015 mit 25 Buyouts (von 206 Buyouts bzw. 12 Prozent) wieder annähernd so viele Übernahmen wie in den Jahren 2011–2013 registriert wurden. Die Branche Handel verzeichnete im Jahr 2015 mit 28 Buyouts von 206 Buyouts bzw. 14 Prozent deutlich mehr Übernahmen als im Jahr 2014 (17 Buyouts von 206 Buyouts bzw. 8 Prozent). Die Daten für die einzelnen Jahre sind in Tabelle 17 detailliert aufgeführt.

Diese Branchenreihung fällt bei den Beschäftigten deutlich verändert aus (siehe Abb. 4 und Tab. 17). Insgesamt konnte die Zahl der Beschäftigten im Buyout-Jahr für 98 Prozent aller Zielunternehmen ermittelt werden. Im Betrachtungszeitraum 2014 und 2015 wiesen die Handelsunternehmen die meisten Beschäftigten auf (38 Tausend von 216 Tausend Beschäftigten bzw. 18 Prozent). Danach waren die Traditionellen Industrien (32 Tausend Beschäftigte/15 Prozent) und der Dienstleistungsbereich<sup>4</sup> (26 Tausend Beschäftigte/12 Prozent) platziert.

---

1 Durch mögliche Zweitverkäufe (Secondary Buyouts) an einen weiteren Finanzinvestor innerhalb des Untersuchungszeitraums treten bei der Berechnung ggf. Doppelungen auf, die nicht heraus gerechnet wurden.

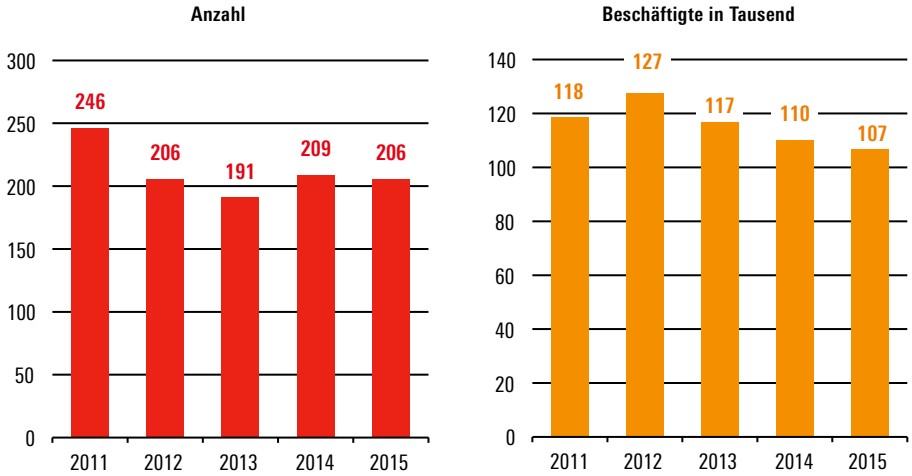
2 Im Unterschied zum Private Equity Monitor 2013 (Scheuplein 2015) wird hier die Übernahme des Unternehmens Bilfinger Berger mit 58 Tausend Beschäftigten im vierten Quartal 2011 nicht berücksichtigt, da es sich nur um eine Minderheitsbeteiligung handelte.

3 Hierzu zählen wir die Holz- und Möbelindustrie, Metallgewinnung und -bearbeitung, Druckindustrie, Textil- und Bekleidungsindustrie, Nahrungs- und Genussmittel und sonstige Bereiche des produzierenden Gewerbes, die nicht separat aufgeführt werden (vgl. Anhang 2).

4 Die Kategorie umfasst die Unternehmens- und Personalberatung, Steuer- und Rechtsberatung, Wirtschaftsprüfung, Unternehmensverwaltung, PR- und Werbeagenturen, Marktforschung; zusätzlich wurde hier die Touristik eingeordnet.

Abbildung 3

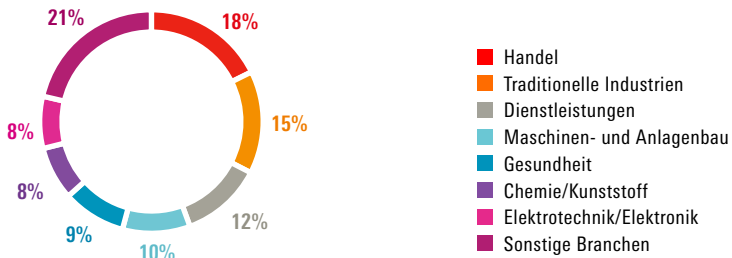
**Anzahl der Buyouts und Beschäftigte der Zielunternehmen in Deutschland in den Jahren 2011 bis 2015**



Quelle: eigene Darstellung auf Basis von Majunke Consulting, Bureau van Dijk (Dafne, Zephyr), Preqin und eigenen Recherchen, n = 1.057 (Zahl der Buyouts)

Abbildung 4

**Beschäftigungsanteil nach Branchen 2014 und 2015**

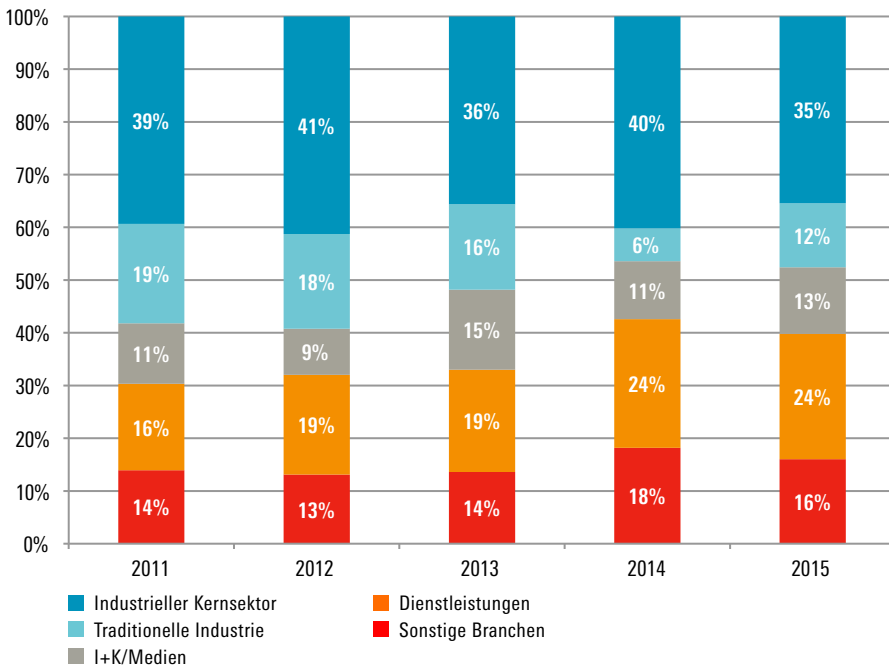


Quelle: eigene Darstellung auf Basis von Majunke Consulting, Bureau van Dijk (Dafne, Zephyr), Preqin und eigenen Recherchen, n = 406 Buyouts

Im Folgenden werden die betrachteten Branchen zu Gruppen zusammengefasst, mit denen sich längerfristige Trends abbilden lassen. Dabei sind die vier export- und innovationsstarken Branchen der deutschen Industrie – Chemie/Kunststoff, Elektrotechnik/Elektronik, Fahrzeugbau und Maschinen-/Anlagenbau – zum industriellen Kernsektor aggregiert. Er vereinigte seit 2011 immer mehr als ein Drittel aller Buyouts auf sich (Abb. 5a). In 2014 und 2015 nahm er mit 38 Prozent der 415 Übernahmen die erste Position ein, wobei 62 Tausend der 216 Tausend Beschäftigten bzw. ein Anteil von knapp 30 Prozent der Beschäftigten in diesem Sektor angestellt waren. Die zweitmeisten Übernahmen verzeichneten die Dienstleistungen (24 Prozent), die mit 34 Prozent die meisten Beschäftigten auf sich vereinigten (hierzu zählen Han-

Abbildung 5a

Anzahl der Buyouts der Zielunternehmen in Deutschland nach Branchengruppen 2011–2015

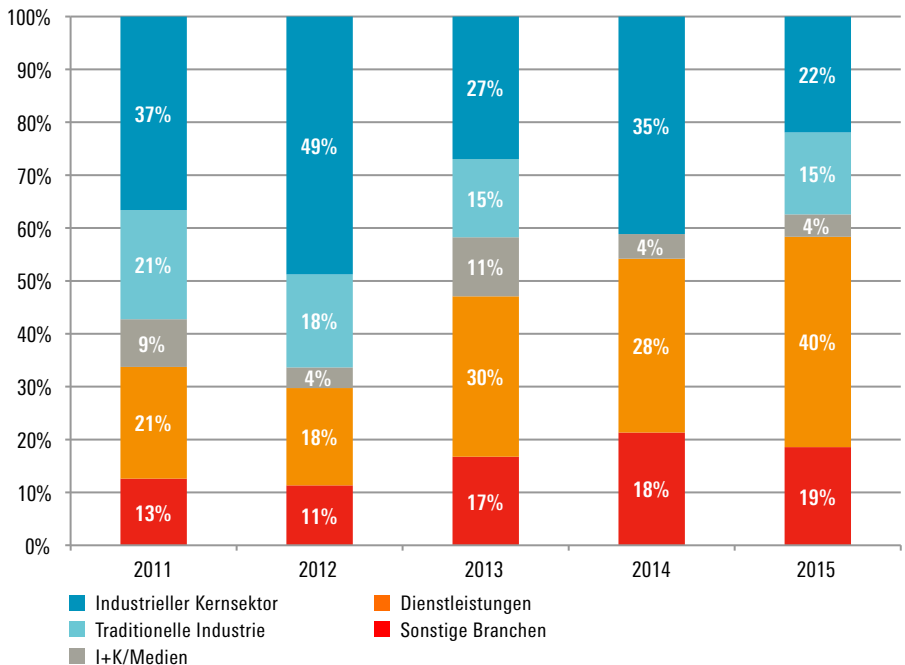


Quelle: eigene Darstellung auf Basis von Majunke Consulting, Bureau van Dijk (Dafne, Zephyr), Preqin und eigenen Recherchen, n = 1.057 (Zahl der Buyouts)

del, Transport/Logistik, Finanzdienstleistungen und die sonstigen Dienstleistungen). Danach folgten die sonstigen Branchen (Bau/Handwerk, Pharma, Energie/Umwelt, Gesundheit) mit knapp 17 Prozent der Übernahmen und 18 Prozent der Beschäftigten, sowie die Branchengruppe Software, Telekommunikation und Medien mit knapp 12 Prozent der Übernahmen und 4 Prozent der Beschäftigten. Eine separate Betrachtung der beiden Jahre zeigt, dass der Beschäftigtenanteil der Dienstleistungen im Jahr 2015 mit 40 Prozent (43 Tausend Beschäftigte) besonders hoch ausfiel, während der industrielle Kernsektor im gleichen Jahr eine deutlich niedrigere Zahl der Beschäftigten aufwies (23 Tausend Beschäftigte bzw. 22 Prozent) (vgl. Abb. 5b).

Abbildung 5b

### Beschäftigtenvolumen der Zielunternehmen in Deutschland nach Branchengruppen 2011–2015



Quelle: eigene Darstellung auf Basis von Majunke Consulting, Bureau van Dijk (Dafne, Zephyr), Preqin und eigenen Recherchen, n = 1.057 (Zahl der Buyouts)

Die durchschnittliche Beschäftigtengröße der Unternehmen lag im Jahr 2014 bei 585 Beschäftigten und im Jahr 2015 bei 537 Beschäftigten. Sie ist damit gegenüber dem Jahr 2013 mit durchschnittlich 623 Beschäftigten signifikant gefallen. (Diese Zahl bezieht sich auf die globale Beschäftigtenzahl, nicht nur auf die in Deutschland tätigen Mitarbeiter.). Der Median hat sich dagegen im Jahr 2014 mit 160 Beschäftigten gegenüber dem Jahr 2013 verringert (180 Beschäftigte), seitdem hat er sich jedoch wieder auf 196 Beschäftigte im Jahr 2015 erhöht.

Werden die Zielunternehmen nach Größenklassen des Umsatzes und der Beschäftigtenzahl untersucht, dann wird deutlich, dass ein Großteil der Firmen, an denen sich Finanzinvestoren in Deutschland beteiligten, kleine und mittelständische Unternehmen waren. Jeweils rund zwei Drittel der **Targets** in den Jahren 2014/2015 wiesen einen Umsatz unter 50 Mio. Euro auf und hatten bis zu 249 Mitarbeiter. Weitere ca. 30 Prozent entfielen auf Unternehmen mit 50 bis 500 Mio. Euro bzw. 4 Prozent hatten einen Umsatz von mehr als 500 Mio. Euro vorzuweisen. Nach der Beschäftigung ragten im Berichtszeitraum nur fünf Unternehmen mit 5.000 bis 9999 Beschäftigten (alle in 2014) und ein Unternehmen mit mehr als 10.000 Beschäftigten (in 2015) heraus.

Tabelle 1

## Zielunternehmen 2014 und 2015 nach Umsatz- und Beschäftigtengrößenklassen

2014							
Umsatz			Beschäftigte				
Klasse	Anzahl	Anteil	Klasse	Anzahl	Anteil		
1	0 bis < 1 Mio. €	8	4%	1	1 bis 99	72	37%
2	1 bis < 10 Mio. €	48	24%	2	100 bis 249	67	32%
3	10 bis < 50 Mio. €	72	37%	3	250 bis 499	28	14%
4	50 bis < 100 Mio. €	33	17%	4	500 bis 999	16	8%
5	100 bis < 500 Mio. €	27	14%	5	1.000 bis 4.999	20	10%
6	> 500 Mio. €	9	5%	6	5.000 bis 9.999	5	2%
				7	ab 10.000	0	0
Summe		197	101%*	Summe		208	101%*



2015								
Umsatz			Beschäftigte					
Klasse	Anzahl	Anteil	Klasse	Anzahl	Anteil			
1	0 bis < 1 Mio. €	4	2%	1	1 bis 99	72	36%	
2	1 bis < 10 Mio. €	47	24%	2	100 bis 249	50	25%	
3	10 bis < 50 Mio. €	80	40%	3	250 bis 499	32	16%	
4	50 bis < 100 Mio. €	28	14%	4	500 bis 999	24	12%	
5	100 bis < 500 Mio. €	33	17%	5	1.000 bis 4.999	24	12%	
6	> 500 Mio. €	8	4%	6	5.000 bis 9.999	0	0	
				7	ab 10.000	1	1%	
Summe*			200	101%	Summe		203	102%

\*Abweichungen der Prozentsummen von 100% sind rundungsbedingt.

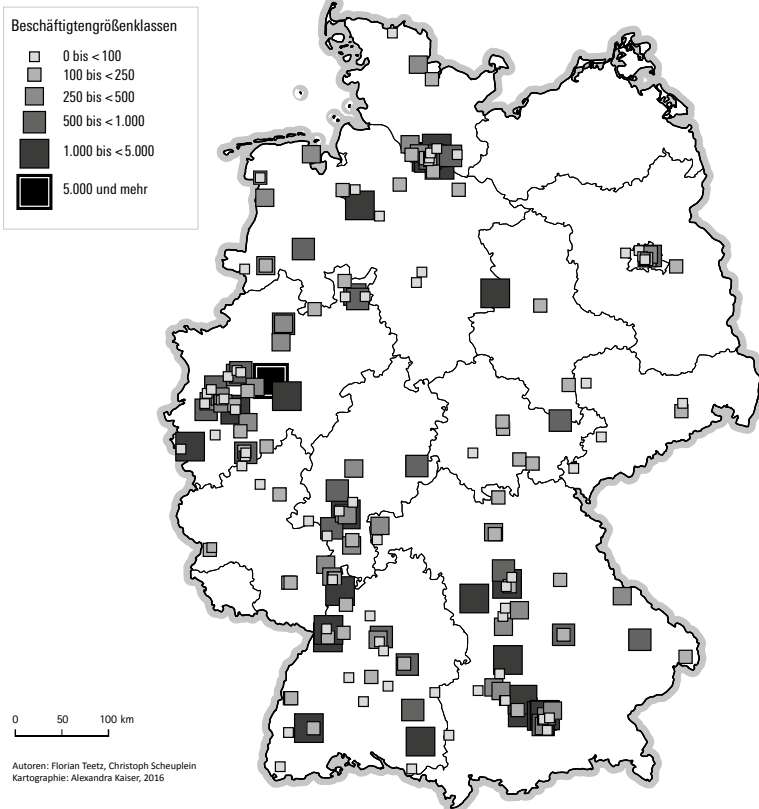
Quelle: eigene Darstellung auf Basis von Majunke Consulting, Bureau van Dijk (Dafne, Zephyr), Preqin und eigenen Recherchen

Regional betrachtet fanden in Nordrhein-Westfalen die meisten Buyouts in 2014/15 statt (85 Buyouts der 415 Buyouts bzw. 21 Prozent), es folgten die Bundesländer Bayern (20 Prozent der Buyouts) und Baden-Württemberg (18 Prozent). Nach den Beschäftigten in den Portfolio-Unternehmen lag NRW (24 Prozent der 216 Tausend Beschäftigten) vor Bayern (19 Prozent), Hamburg (16 Prozent) und Baden-Württemberg (13 Prozent). Lässt man den „Ausreißer“ Hamburg außer Acht, dann vereinigten die drei Flächenländer NRW, Bayern und Baden-Württemberg 58 Prozent der Übernahmen und 56 Prozent der Beschäftigten auf sich, d. h. sie lagen leicht unter den Werten der vergangenen Jahre. Der Anteil von Übernahmen in Ostdeutschland (inklusive Berlins) fiel mit 13 Prozent der Übernahmen und 10 Prozent der Beschäftigten weiterhin sehr niedrig aus (Tab. 18).

Die kartographische Darstellung (Abb. 6) zeigt darüber hinaus, dass Konzentrationen an Übernahmen in den großen Metropolregionen (Hamburg, Frankfurt, München) bzw. den industriellen Zentren (Ruhrgebiet, Rhein-schiene) festzustellen sind. Die Übernahmen in Ostdeutschland betreffen fast nur Berlin und (bei geringen Unternehmensgrößen) die Bundesländer Sachsen und Thüringen.

Ein zentrales Element des vorliegenden Monitors ist die finanzielle Quantifizierung des deutschen Private-Equity-Marktes. Dabei wurde nicht nur dem von den Finanzinvestoren selbst aufgebrauchten Kapital, sondern ebenso

### Zielunternehmen von Buyouts in Deutschland 2014 und 2015 nach der Beschäftigtenzahl (Größenklassen)

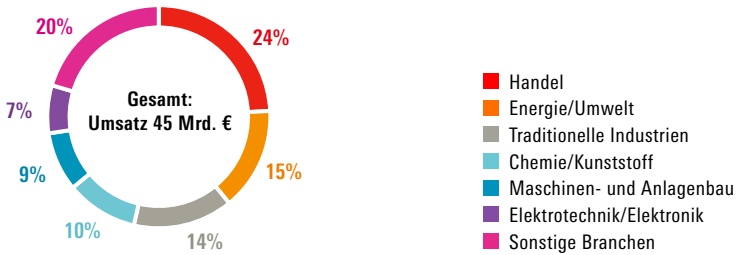


Quelle: eigene Darstellung auf Basis von Majunke Consulting, Bureau van Dijk (Dafne, Zephyr), Preqin und eigenen Recherchen

dem eingesetzten Fremdkapital Rechnung getragen, indem die jeweiligen Kaufpreise der Transaktionen aus den Jahren 2014 und 2015 ermittelt wurden. Dies konnte in 398 von 415 Fällen realisiert werden. Dabei wurden die Informationen – wie in [Kapitel 2](#) dargestellt – in folgender Reihenfolge ge-

Abbildung 7

## Umsatzanteile der Zielunternehmen nach Branchen 2014 und 2015



Quelle: eigene Darstellung auf Basis von Majunke Consulting, Bureau van Dijk (Dafne, Zephyr), Preqin und eigenen Recherchen; n = 397

nutzt: Bei bekannt gewordenen Kaufpreisen flossen diese an erster Stelle in die Untersuchung ein. Für 2014 und 2015 konnte in 14 Prozent der Fälle (56 Buyouts) auf publizierte Transaktionsvolumina zurückgegriffen werden. An zweiter Stelle wurde ein Multiplikator-Verfahren auf der Basis von EBIT-Werten (Nutzung für 152 Transaktionswerte bzw. 38 Prozent) für die Kaufpreisschätzung herangezogen und an dritter Stelle ein Multiplikator-Verfahren auf der Basis von Umsatz-Werten (Nutzung für 190 Transaktionswerte bzw. 48 Prozent).

Da fast die Hälfte der approximierten Transaktionsvolumina an den Umsatz gekoppelt ist, wird im Folgenden zunächst eine Analyse der Umsatzwerte der Zielunternehmen durchgeführt (siehe Abb. 7). Insgesamt beliefen sich die zur Schätzung herangezogenen jährlichen Umsätze auf 22 Mrd. Euro in 2014 und 24 Mrd. Euro in 2015. Die größten Umsatzträger 2014 waren der Chemie- und Kunststoffbranche (16 Prozent der 22 Mrd. Umsatz) sowie den Traditionellen Industrien (13 Prozent) zuzurechnen. Ebenfalls hohe Umsatzanteile ergeben sich für den Handel (13 Prozent), den Maschinen- und Anlagenbau (13 Prozent) sowie für den Bereich Energie/Umwelt (10 Prozent). Im Jahr 2015 dominierten dagegen die Handelsunternehmen<sup>5</sup> mit einem Um-

<sup>5</sup> Der hohe Umsatzanteil ergibt sich im Wesentlichen durch die Beteiligungen an den beiden Zielunternehmen Douglas Holding (3,5 Mrd. Euro) und Gekol Mineralölhandel (1,7 Mrd. Euro).

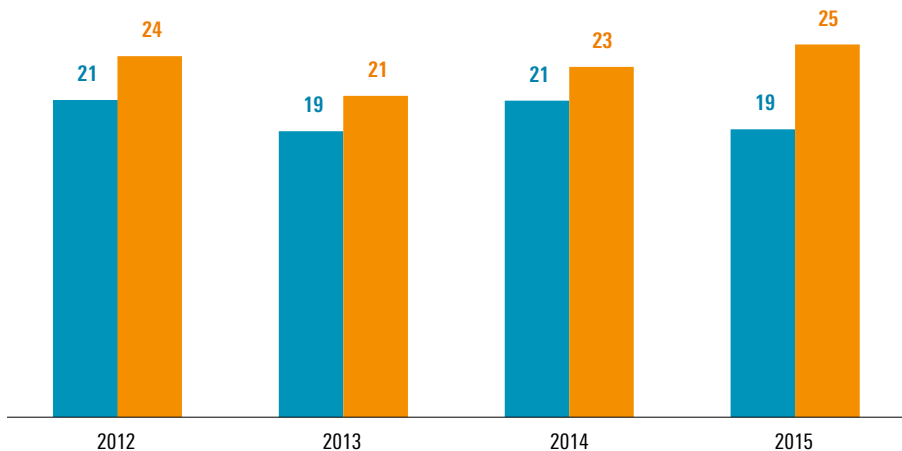
satzanteil von 35 Prozent der 24 Mrd. Umsatz, gefolgt von den Branchen Energie/Umwelt (19 Prozent) und den Traditionellen Industrien (16 Prozent). Diese drei Branchen liegen auch in der Summe der Jahre 2014 und 2015 auf den ersten drei Plätzen (Abb. 7 und Tab. 19).

Insgesamt bewegt sich die Summe, die 2014 für Buyouts deutscher Portfoliounternehmen aufgewendet wurde, in einer Spanne von 20,9 Mrd. Euro (Minimum-Multiplikator) bis 23,2 Mrd. Euro (Maximum-Multiplikator). Für 2015 ergibt sich eine Veränderung des Transaktionsvolumens auf eine Spannweite von 19,1 Mrd. Euro bis 24,7 Mrd. Euro, so dass sich der Minimum-Wert leicht verringert und der Maximum-Wert erhöht hat. Dieses Auseinandergehen der Spanne im vergangenen Jahr ist einer geringeren Publikation von Kaufpreisen geschuldet, wodurch sich der Anteil der Schätzungen erhöht hat.

Die Branchenstruktur nach dem Transaktionsvolumen in den Jahren 2014/2015 folgt auf den ersten beiden Plätzen der Branchenstruktur nach

Abbildung 8

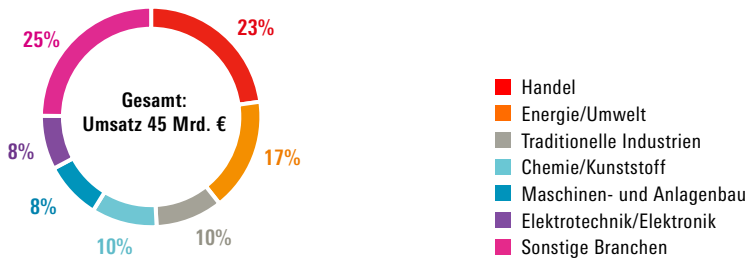
#### Transaktionsvolumen der Buyouts in Deutschland 2012 bis 2015 (in Mrd. €)



Quelle: eigene Darstellung auf Basis von Majunke Consulting, Bureau van Dijk (Dafne, Zephyr), Preqin und eigenen Berechnungen

Abbildung 9

## Anteile am Transaktionsvolumen (min) nach Branchen 2014 und 2015



Quelle: eigene Darstellung auf Basis von Majunke Consulting, Bureau van Dijk (Dafne, Zephyr), Preqin und eigenen Recherchen; n = 398

den Umsätzen; d. h. nach dem Handel mit einem Anteil zwischen 22,8 Prozent (der 40 Mrd. Euro des TV min) bis 27,6 Prozent (der 47,9 Mrd. Euro des TV max) folgt der Sektor Energie/Umwelt mit einem Anteil zwischen 16,6 Prozent (TV min) und 14,2 Prozent (TV max) (hier hatte die Übernahme des Unternehmens RWE DEA mit einem publiziertem Transaktionsvolumen von 5,1 Mrd. Euro ein starkes Gewicht). Danach entsteht eine veränderte Reihung, wobei die Branche Chemie/Kunststoff auf dem dritten Platz und die Elektrotechnik/Elektronik auf dem vierten Platz folgt. Die veränderte Reihung beruht zum einen darauf, dass die Umsatz-Multiples nur genutzt werden, wenn publizierte Transaktionsvolumina oder EBIT-Multiplikatoren nicht vorhanden sind, und zum anderen an der Gewichtung der Transaktionsvolumina mit der Höhe der erworbenen Anteile, die bei der Darstellung der Umsätze nicht vorgenommen wird. Die Werte der Branchen nach dem Transaktionsvolumen (Minimum-Multiplikator) für die summierten Übernahmejahre können [Abbildung 9](#) entnommen werden.

Das durchschnittliche Transaktionsvolumen lag im Jahr 2014 bei 106 Mio. Euro pro Buyout und im Jahr 2015 bei 95 Mio. Euro nach den Minimum-Werten und bei 118 bzw. 123 Mio. Euro nach den Maximum-Werten<sup>6</sup>. Während sich der Minimum-Wert gegenüber dem Jahr 2013 (108 Mio.

<sup>6</sup> Die Zahl bezieht sich auf die Buyouts, für die ein Transaktionsvolumen bestimmt werden konnte. 2014 war dies für 197 und 2015 für 201 Transaktionen der Fall.

Euro) verringerte, ist der Maximum-Wert (2013: 122 Mio. Euro) konstant geblieben.

Die höchsten Transaktionsvolumina in den Jahren 2014 und 2015 wies das Bundesland NRW auf (29 Prozent der 40 Mrd. Euro des TV min). Im Unterschied zu den Vorjahren konnte sich Hamburg (22 Prozent) vor den Bundesländern Bayern (21 Prozent) und Baden-Württemberg (9 Prozent) platzieren. Wie in den Jahren zuvor war das Transaktionsvolumen für Unternehmen mit einem Hauptsitz in Ostdeutschland gering und belief sich summiert lediglich auf 1 Mrd. Euro bzw. 4 Prozent (Minimum-Multiplikator), wobei 2 Prozent des Transaktionsvolumens auf Berlin entfiel. Besonders schwach fiel das Ergebnis für die Neuen Bundesländer und Berlin im Jahr 2015 aus (331 Mio. Euro der 40 Mrd. Euro des TV min bzw. 2 Prozent).

### 3.2 Verkäufer der Zielunternehmen

An welchen Eigentumsstrukturen die Private-Equity-Branche ansetzt, kann durch die Analyse der Verkaufsseite dargestellt werden. Im Folgenden sollen u. a. die Eigentübertypen der Verkaufsseite, ihre Unternehmensgrößen und der rechtliche Sitz ihrer Unternehmen untersucht werden.

Üblicherweise können die konkreten Verkäufer den verwendeten Datenquellen entnommen werden, wenn es sich dabei um ein Unternehmen handelt. Privatpersonen werden hingegen weniger detailliert erfasst. Hier wird zumeist nur der (Familien-)Name zur Verfügung gestellt. Zudem bilden Transaktionen, die ein insolventes Unternehmen zum Ziel haben, eine gesonderte Gruppe, da hier lediglich der Insolvenzverwalter angegeben wird, so dass die Gläubiger als tatsächliche Profiteure des Verkaufs nicht berücksichtigt werden können. Die folgende Untersuchung kann daher in Anhängigkeit des Eigentübertyps nur eine unterschiedlich detaillierte Aufschlüsselung anbieten. Wenn mehrere Privatpersonen als Käufer in den Datenbanken genannt wurden, wurde diese als eine einzige Person gewertet, da davon auszugehen ist, dass private Personen als Gründer, Manager oder Familienmitglieder ähnliche Interessen verfolgt haben und außerdem in der Nähe des Unternehmensstandortes ansässig waren. Dass jeder Transaktion jeweils nur ein Verkäufer zugeordnet wird, muss vor diesem Hintergrund als pragmatisches Konstrukt verstanden werden.

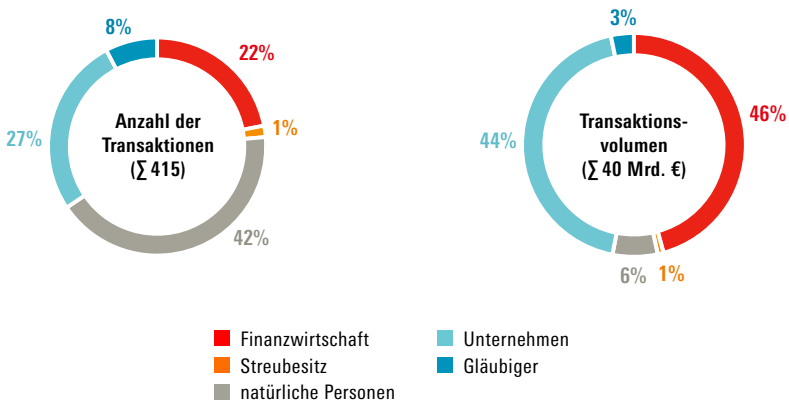
Abbildung 10 stellt die Anzahl der Buyouts sowie die Anteile am Transaktionsvolumen nach Eigentübertypen dar. Es zeigt sich, dass in beiden Jahren wie bereits 2013 in der Mehrzahl der Buyouts natürliche Personen, d. h.

i. d. R. einzelne Privatpersonen oder Familien, als Verkäufer auftreten. 2014 wurden für diesen Eigentübertyp 86 Transaktionen von 209 Buyouts bzw. 41 Prozent und 2015 88 Transaktionen von 206 Buyouts bzw. 43 Prozent registriert. Zweithäufigster Verkäufertyp mit einem Anteil von etwa einem Viertel waren in beiden Jahren Unternehmen (51 und 60 Fälle). Es folgten die Verkäufer aus der Finanzwirtschaft (50 und 41 Fälle). Buyouts, bei denen Unternehmen aus einer Insolvenz heraus erworben wurden, machten mit 9 Prozent (18 Transaktionen) 2014 und 7 Prozent (14 Transaktionen) 2015 nur eine Minderheit aus. Es gab nur wenige Käufe börsennotierte Unternehmen aus dem Streubesitz (4 bzw. 3 Fälle pro Jahr).

Bezogen auf das Transaktionsvolumen ist das Bild uneinheitlicher. Im Jahr 2014 erhielten Unternehmen als Verkäufer die höchste Kapitalmenge (11 Mrd. Euro von 20,9 Mrd. Euro des TV min bzw. 52 Prozent; ca.), und im Jahr 2015 die zweithöchste Kapitalmenge (34 Prozent von 19,1 Mrd. Euro des TV min). Umgekehrt belegten die Finanzinvestoren als Verkäufer im Jahr 2014 mit 39 Prozent bzw. 8 Mrd. Euro den zweiten Rang und im Folgejahr mit einem Anteil von 54 Prozent bzw. 10 Mrd. Euro den ersten Rang. Das Transaktionsvolumen der natürlichen Personen betrug 2014 lediglich 6 Prozent sowie im Jahr 2015 8 Prozent (je etwa 1 Mrd. Euro.).

Abbildung 10

### Verkäufer bei Buyouts nach dem Eigentübertyp 2014 und 2015



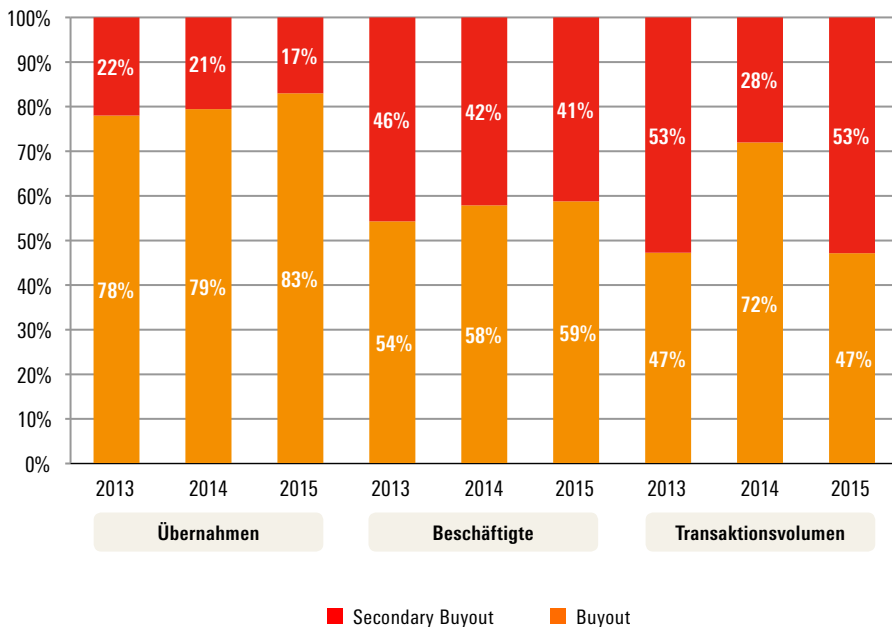
Quelle: eigene Darstellung auf Basis von Majunke Consulting, Bureau van Dijk (Dafne, Zephyr), Preqin und eigenen Recherchen

Nach dem Beschäftigtenvolumen stellten die finanzwirtschaftlichen Unternehmen in beiden Jahren mit 55 Tausend von 110 Tausend Beschäftigten bzw. 50 Prozent (2014) sowie mit 49 Tausend von 106 Tausend Beschäftigten bzw. 46 Prozent (2015) den stärksten Verkäufertyp. Andere Unternehmen veräußerten Targets mit einem Beschäftigtenanteil, der in beiden Jahren etwa 21 Prozent ausmachte. Die natürlichen Personen waren im Jahr 2014 mit 18 Prozent und im Jahr 2015 mit 26 Prozent vertreten.

Insgesamt wird deutlich, dass Unternehmen der Finanzwirtschaft nach dem Beschäftigten- und dem Transaktionsvolumen eine herausragende Rolle auf dem Private-Equity-Markt spielten. Dabei handelt es sich bei diesen Unternehmen zu einem sehr großen Teil um Private-Equity-Gesellschaften, d. h.

Abbildung 11

**Anteil von Secondary Buyouts in Deutschland nach Anzahl, Beschäftigten und Transaktionsvolumen von 2013 bis 2015 (in v. H.)**



Quelle: eigene Darstellung auf Basis von Majunke Consulting, Bureau van Dijk (Dafne, Zephyr), Preqin und eigenen Recherchen; n = 606



der Handel zwischen den Buyout-Spezialisten im Rahmen sogenannter „Secondary Buyouts“ (kurz: „Secondaries“) blieb weiter sehr bedeutsam für das Übernahmegeschehen in Deutschland. Der Anteil von Secondaries an den Buyouts war jedoch im Vergleich zum Jahr 2013 (22 Prozent) leicht rückläufig mit 21 Prozent in 2014 sowie 17 Prozent in 2015 (Abb. 11). Bei dem Beschäftigtensvolumen ging der Anteil zwischen 2013 und 2015 – auf einem wesentlich höheren Niveau – ebenfalls zurück. Der Anteil der Secondaries lag 2013 mit 54.000 von 117 Tausend Arbeitnehmern bei 46% und sank auf 41 Prozent (44.000) im Jahr 2015. Der Anteil der Secondaries am Transaktionsvolumens blieb dagegen mit 53 Prozent (10 Mrd. Euro von knapp 19 Mrd. Euro TV min) im Jahr 2013 und mit 53 Prozent im Jahr 2015 (10 Mrd. Euro von 19 Mrd. Euro TV min) konstant. Damit scheint das Jahr 2014 beim Transaktionsvolumen mit nur 28 Prozent (knapp 6 Mrd. Euro von 21 Mrd. Euro TV min) ein negativer Ausreißer gewesen zu sein.

Diese Zahlen verdeutlichen, dass der Finanzsektor die Dynamik und Größe des deutschen Übernahmemarktes in erheblichem Umfang mitbestimmt bzw. dass die Übernahmen sich nicht ausschließlich aus den Verkaufsmotiven der Realwirtschaft ableiten. Schon zu einem früheren Zeitpunkt wurde in diesem Zusammenhang auf den hohen Anteil an Secondary Buyouts verwiesen. Kaplan und Strömberg (2009, S.127) haben gezeigt, dass in der Boomphase 2005 bis 2007 die Secondary Buyouts rund ein Viertel zum globalen Transaktionsvolumen in diesem Zeitraum beigesteuert haben. Die regelmäßige Verkaufsbereitschaft der Finanzinvestoren lässt sich auf die begrenzte Laufzeit der Fonds, die enge Vernetzung der Private-Equity-Branche sowie vor allem auf die konsequente Ausnutzung günstiger Kreditbedingungen zurückführen (Wang 2012; Jenkinson/Sousa 2014). Bei einer immer neuen Veräußerung von Zielunternehmen zwischen Finanzinvestoren steht allerdings der spezifische Beitrag der Private-Equity-Gesellschaften bzw. die Nachhaltigkeit ihres Geschäftsmodells in Frage.

Die Informationslage zu den Größenstrukturen der Verkäufer ist je nach Eigentübertyp unterschiedlich. Zu Privatpersonen können keine weiteren Aussagen getroffen werden. Hingegen lassen sich die realwirtschaftlichen Unternehmen nach der Zahl der Beschäftigten und der Höhe des Umsatzes einteilen (Tab. 2). Fast ein Drittel der Unternehmen, die als Verkäufer auftraten, hatte mehr als 10.000 Beschäftigte. Weitere 12 Prozent der Unternehmen beschäftigen zwischen 5.000 und 10.000 und 17 Prozent der Unternehmen zwischen 1.000 und 5.000 Mitarbeiter. Kleinere Firmen treten verständlicherweise selten als Verkäufer von Zielunternehmen auf. Ganz ähnliche Ergebnisse liefert die Untersuchung bezüglich der Umsätze. Fast ein Viertel fällt

hier in die fünfte Klasse mit Umsätzen zwischen 1 und 10 Mrd. Euro, gefolgt von einem mit 20 Prozent fast genauso großem Anteil von Unternehmen, deren Erlöse über 10 Mrd. Euro liegen. Zusätzlich haben 8 Unternehmen (7 Prozent) im Sample noch einen Umsatz von 500 Mio. bis 1 Mrd. Euro. Die Klassen mit einem Umsatz unterhalb von 500 Mio. Euro sind zusammen mit rund 35 Prozent besetzt.

Damit bilden die Daten in etwa den Befund aus dem Jahr 2013 ab: Wenn Unternehmen als Verkäufer auf den Plan treten, sind dies sehr häufig große Konzerne. Fast zwei Drittel haben mehr als 1.000 Mitarbeiter und die Hälfte dieser Verkäufer generieren Umsätze jenseits 500 Mio. Euro. Über die Finanzinvestoren, die ihre Anteile veräußern, können weitere Aussagen auf der Basis des verwalteten Fondsvolumens getroffen werden. Die Struktur der am deutschen Markt aktiven PEG wird im folgenden [Kapitel 3.3](#) genauer untersucht.

Grundsätzlich lässt sich für alle Eigentübertypen eine räumliche Zuordnung des rechtlichen Unternehmenssitzes vornehmen, so dass der Grad der Internationalisierung bereits zum Zeitpunkt vor dem Verkauf bestimmt wer-

Tabelle 2

### Realwirtschaftliche Unternehmen als Verkäufer bei Buyouts in Deutschland 2014/2015 nach der Beschäftigten- und Umsatzgrößenklasse

Größenklasse Beschäftigte	absolut	Anteil	Größenklasse Umsatz in Mio. €	absolut	Anteil
1 bis 99	9	8%	0 bis < 1	1	1%
100 bis 249	3	3%	1 bis < 10	3	3%
250 bis 499	15	14%	10 bis < 50	14	13%
500 bis 999	6	5%	50 bis < 100	5	5%
1.000 bis 4.999	19	17%	100 bis < 500	16	14%
5.000 bis 9.999	13	12%	500 bis < 1.000	8	7%
ab 10.000	36	32%	1.000 bis < 10.000	26	23%
			ab 10.000	22	20%
unbekannt	10	9%	unbekannt	16	14%
Summe	111	100%	Summe	111	100%

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

Tabelle 3

**Verkäufe von Portfolio-Unternehmen sowie Transaktionsvolumen und Zahl der Beschäftigten in Portfolio-Unternehmen nach Herkunftsland der Verkäufer bei Buyouts 2014/2015**

Herkunftsland	Portfolio-Unternehmen		Transaktionsvolumen		Beschäftigte	
	absolut	Anteil	in Mio. €	Anteil	absolut	Anteil
Deutschland	309	75 %	20.446	51 %	104.373	48 %
Großbritannien	12	3 %	7.324	18 %	12.587	6 %
Sonstiges Europa	33	8 %	4.105	10 %	38.707	18 %
Vereinigte Staaten	18	4 %	3.990	10 %	27.703	13 %
Sonstige Welt	7	2 %	2.817	7 %	16.245	8 %
Unbekannt	36	9 %	1.331	3 %	17.175	8 %
Summe*	415	101 %	40.014	99 %	216.790	101 %

\*Abweichungen der Prozentsummen von 100 % sind rundungsbedingt.

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

den kann. Sofern ein Unternehmen die Tochter eines Mutterkonzerns war, wurde deren Hauptsitz ermittelt und in die Analyse mit einbezogen. Bei natürlichen Personen wurde nach Möglichkeit eine räumliche Zuordnung über das Portfolio-Unternehmen vorgenommen, da davon auszugehen ist, dass die Personen üblicherweise als Geschäftsführer der kleinen und mittleren Betriebe fungierten und entsprechend in der Nähe angesiedelt waren. Bei Insolvenzen wurde jedoch kein rechtlicher Unternehmenssitz angegeben, soweit die Gläubiger nicht eindeutig identifizierbar waren.

Die Verkäufer aus Deutschland spielten nach allen Kriterien die wichtigste Rolle. Sie verantworteten in den Jahren 2014/15 mit 309 von 415 Buyouts bzw. 75 % die meisten Buyouts von Zielunternehmen und das von ihnen verantwortete Transaktionsvolumen betrug gut 20 Mrd. Euro von 40 Mrd. Euro bzw. 51 Prozent. In den von ihnen veräußerten Portfolio-Unternehmen waren 104.000 der 217.000 Beschäftigten bzw. 48 Prozent der Beschäftigten angestellt. Eine wichtige Rolle nach dem Beschäftigtenvolumen kam auch Verkäufern aus sonstigen europäischen Staaten (18 Prozent) und den Vereinigten Staaten (13 Prozent) zu. Nach dem Transaktionsvolumen spielten fast gleichrangig Verkäufer aus Großbritannien (18 Prozent), dem sonstigen Europa (10 Prozent) und den Vereinigten Staaten (10 Prozent) eine Rolle. In der Be-

deutung von Großbritannien und den Vereinigten Staaten als Herkunftsland von Verkäufern spiegelt sich vor allem der Einfluss der Secondary Buyouts. Die Strukturen der Internationalisierung vor dem Beteiligungsprozess werden in [Kapitel 4.2](#) nochmals aufgegriffen und dem Stand nach dem Ausstieg der Finanzinvestoren gegenüber gestellt.

Natürliche Personen, so zeigte die Betrachtung der Verkäuferseite von Buyouts, sind zwar in der Mehrzahl der Fälle die Veräußerer an Private-Equity-Gesellschaften. Dabei übernehmen die Finanzinvestoren bei der Nachfolgesuche eine Brückenfunktion. In ähnlicher Weise wird eine Brückenfunktion von Private Equity auch bei den (weit selteneren Fällen) der Insolvenz geleistet. Gemessen an der Zahl der Mitarbeiter und dem Transaktionsvolumen sind es allerdings nicht nur solche realwirtschaftlichen Anlässe, die zu einer Übernahme führen. In den hier betrachteten Jahren 2014 und 2015 waren knapp ein Fünftel aller Übernahmen Deals zwischen Finanzinvestoren, wodurch gut zwei Fünftel der Beschäftigten in Zielunternehmen betroffen waren. Insbesondere aufgrund dieser Secondary Buyouts wurde ein größerer Teil des Beschäftigungs- und Transaktionsvolumens in beiden Jahren von internationalen Eigentümern veräußert, auch wenn die übergroße Mehrheit der Verkäufer bei einem Buyout seinen Hauptsitz in Deutschland gehabt hat.

### 3.3 Private-Equity-Gesellschaften als Investoren

Als Private-Equity-Gesellschaft werden in dieser Studie Finanzdienstleister verstanden, deren Geschäftsinhalt im temporären Kauf von Unternehmensanteilen besteht und die ihren Profit primär über den Wiederverkauf des Unternehmens realisieren. Üblicherweise übernehmen sie eine Mehrheit der Anteile und greifen aktiv in die Geschäftsführung ein ([vgl. Kap. 1](#)). Nach dieser Definition werden hier strategische Investoren und andere Finanzdienstleister wie Banken, Hedgefonds, Vermögensverwalter oder Immobilienfonds von der Betrachtung ausgeschlossen. Die Einordnung eines Finanzdienstleisters als Private-Equity-Gesellschaft ist dabei stets eine Einzelfallentscheidung, die in Grenzfällen auch umstritten sein kann.

An den 209 Buyouts 2014 und 206 Buyouts 2015 waren 154 bzw. 142 unterschiedliche Finanzinvestoren beteiligt, woran sich zeigt, dass eine Reihe von Private-Equity-Gesellschaften mehrfache Übernahmen innerhalb eines Jahres getätigt haben. Umgekehrt finden Kooperationen zwischen Private-Equity-Gesellschaften bei einem Buyout selten statt; in 2014 gab es lediglich 14 und in 2015 22 Buyouts, an denen zwei PEG beteiligt waren. In nur einem

Fall im Jahr 2014 bzw. in sechs Fällen im Jahr 2015 wurde ein Buyout durch drei Finanzinvestoren vorgenommen. Bewertet man jede Beteiligung einer PEG an einem Portfolio-Unternehmen als separaten „Transaktionsfall“, dann können für 2014 insgesamt 224 und für 2015 insgesamt 219 Transaktionsfälle unterschieden werden.

Mehrere Transaktionen haben im Jahr 2014 43 Finanzinvestoren und im Jahr 2015 44 Finanzinvestoren vorgenommen. Die meisten Transaktionen nahm in beiden Jahren wie bereits 2013 die Deutsche Beteiligungs AG vor (8 und 9 Fälle). Den zweiten Platz in diesen Rankings belegten mit jeweils 5 Transaktionen Equistone Partners Europe aus Großbritannien (in beiden Jahren) bzw. die deutsche AFINUM Management GmbH und die Hannover Finanz Gruppe (beide 2015). Von insgesamt 32 PEG, die 2014 bis 2015 mehr als drei Transaktionen pro Jahr zu verzeichnen hatten, waren lediglich elf nicht deutscher Herkunft. Das bedeutet, dass zahlreiche (kleine) Transaktionen von hiesigen Finanzinvestoren initiiert wurden.

Ein internationaler geprägtes Bild ergibt sich bei der Betrachtung des Beschäftigtenvolumens für die zehn Investoren, in deren Portfolio-Unternehmen sich die meisten Beschäftigten befanden (Tab. 4). Allerdings waren im Unterschied zum Jahr 2013 immerhin drei deutsche PEG in beiden Betrachtungsjahren vertreten. Im Jahr 2014 vereinte mit AUCTION Capital Partners sogar ein deutscher Finanzinvestor die meisten Beschäftigten auf sich, knapp gefolgt von Triton Partners und Waterland Private Equity (gerundet jeweils 8.000 Beschäftigte). Im Jahr 2015 belegte CVC Capital Partners aus Luxemburg den ersten Platz (14.000 Beschäftigte). Es folgten AFINUM Management und die Deutschen Beteiligungs AG (je 5.000 Beschäftigte). In Bezug auf das Beschäftigungsvolumen kann gegenüber dem Jahr 2013 ein moderater Bedeutungsgewinn von PEG mit dem Hauptsitz Deutschland auf dem deutschen Private Equity Markt festgestellt werden.

Ebenso international war die Rangfolge nach der Größe der Transaktionen. Von den zehn PEG mit dem größten Transaktionsvolumen in 2014/2015 hatten nur zwei Gesellschaften ein Headquarter in Deutschland. Dabei lag 2014 die LetterOne Group mit Sitz in Luxemburg und 5 Mrd. Euro vor Triton Partners (2 Mrd. Euro; Schweden/Jersey) und Permira (2 Mrd. Euro; Großbritannien). 2015 rangierte die schwedische PEG EQT Partners (2 Mrd. Euro; Schweden) vor CVC Capital Partners (2 Mrd. Euro; Luxemburg) und Cinven (2 Mrd. Euro; Großbritannien).

Um einen einfachen Überblick über die Bedeutung der Private-Equity-Gesellschaften zu erhalten, wurden die drei Kriterien „Anzahl Buyouts“, „Beschäftigungsvolumen in Zielunternehmen“ und „Transaktionsvolumen (Mi-

nimum-Multiplikator)“ in Klassen mit je zehn Klassengrößen eingeteilt. Bei Punktegleichheit teilen sich Private-Equity-Gesellschaften die Platzierung. Nachfolgend werden die 33 PE-Gesellschaften aufgeführt, die auf den Plätzen 1 bis 15 liegen.

Die stark voneinander abweichenden Transaktionsvolumina der Private-Equity-Gesellschaften weisen auf ihre unterschiedlichen finanziellen Spielräume hin. Die wichtigste Größe ist in diesem Zusammenhang das verwaltete Kapital der Gesellschaften, das in vielen Fällen über den Informationsdienstleister Preqin bzw. über die Selbstauskunft von Finanzinvestoren ermittelt werden

Tabelle 4

### Private-Equity-Gesellschaften mit dem höchsten Beschäftigtenvolumen in den Zielunternehmen 2014 und 2015

2014					
Rang	Private-Equity-Gesellschaft	Unternehmenssitz	Übernahmen		
			Beschäftigte	TV* in Mio. €	Anzahl
1	AUCTUS Capital Partners	Deutschland	8.105	152	2
2	Triton Partners	Jersey	8.000	2.030	2
3	Waterland Private Equity	Niederlande	7.500	133	1
4	Deutsche Beteiligungs AG	Deutschland	7.097	270	8
5	Intermediate Capital Group plc	Großbritannien	6.759	231	1
6	Kirkbi A/S	Dänemark	6.759	231	1
7	Fosun International Limited	China	6.100	88	1
8	Centerbridge Capital Partners	Vereinigte Staaten	4.900	116	1
9	Clayton Dubilier & Rice	Vereinigte Staaten	4.568	1.248	2
10	Droege International Group	Deutschland	3.417	37	4

## 2015

Rang	Private-Equity-Gesellschaft	Unternehmenssitz	Übernahmen		
			Beschäftigte	TV* in Mio. €	Anzahl
1	CVC Capital Partners	Luxemburg	14.000	2.202	1
2	AFINUM Management GmbH	Deutschland	5.350	22	4
3	Deutsche Beteiligungs AG	Deutschland	5.022	229	9
4	Compass Partners	Vereinigte Staaten	4.500	153	1
5	Cinven	Großbritannien	4.205	1800	1
6	Carlyle Group	Vereinigte Staaten	4.015	1.194	2
7	Bain Capital Europe	Vereinigte Staaten	3.850	632	2
8	LIVIA Gruppe	Deutschland	3.414	13	3
9	Centerbridge Partners	Vereinigte Staaten	3.400	1.076	1
10	Equistone Partners Europe	Großbritannien	3.145	219	5

\*TV = Transaktionsvolumen

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

konnte. Da je nach Eigentübertyp unterschiedliche Informationsstände diesbezüglich vorliegen und das verwaltete Kapital in Einzelfällen auf Basis der Größe der letzten Transaktionen nur geschätzt werden konnte, wurde lediglich eine Zuordnung zu vier Größenklassen gewählt (siehe Tab. 20). Insgesamt konnte das verwaltete Kapital für 104 PEG, die mindestens in einem der beiden Untersuchungsjahre aktiv waren, ermittelt werden. Diejenigen PEG mit einem verwalteten Kapital von mehr als 1 Mrd. Euro machen in beiden Untersuchungsjahren etwas weniger als die Hälfte der in die Analyse einbezogenen Gesellschaften aus, d. h. für 2014 konnten 49 Prozent konnten und für 2015 konnten 42 Prozent für diese Größenklasse registriert werden, so dass sich eine gewisse Polarisierung zwischen großen und kleinen Fonds abzeichnet. [Abbildung 12](#) verdeutlicht, dass angelsächsische PEG mehrheitlich über gro-

## Die TOP-30-Private-Equity-Gesellschaften in den Jahren 2014/2015

Platz	Private-Equity-Gesellschaft	Unternehmenssitz	Anzahl Transaktionen	Beschäftigte	TV min* in Mio. €	PEMD-Punkte
1	Deutsche Beteiligungs AG	D	17	11.979	499	39
2	Equistone Partners Europe	GB	10	4.755	542	32
3	Cinven	GB	4	4.828	2.530	29
4	Carlyle	USA	5	5.463	1.204	28
5	Centerbridge Capital Part.	USA	2	8.300	1.192	27
6	Fosun International Limited	C	4	8.742	257	26
7	3i Group	GB	3	3.170	675	25
8	Permira	GB	3	1.306	1.833	24
9	AFINUM Management GmbH	D	6	8.550	33	23
	AUCTUS Capital Partners	D	5	8.453	183	23
	palero Capital GmbH	D	6	2.436	185	23
	Paragon Partners	D	4	2.692	487	23
10	Ufenau (zuvor: Constellation)	CH	7	1.913	66	22
	DPE Deutsche Private Equity	D	6	1.523	138	22
	HANNOVER Finanz Gruppe	D	7	1.436	112	22
	Indus Holding AG	D	8	1.235	78	22
11	Ardian	F	4	1.075	283	20



Platz	Private-Equity-Gesellschaft	Unternehmenssitz	Anzahl Transaktionen	Beschäftigte	TV min* in Mio. €	PEMD-Punkte
12	EOT Partners GmbH	S	4	2.374	2.374	19
	Nordic Capital	S	2	1.927	551	19
	Serafin	D	4	1.260	145	19
	Waterland Private Equity	NL	4	7.705	140	19
13	4K Invest	D	2	1.060	184	18
	AURELIUS AG	D	5	1.290	116	18
	Intermediate Capital Group	GB	2	3.480	321	18
	Quantum Capital Partners	D	4	1.205	68	18
14	Capiton AG	D	5	518	96	17
	CVC Capital Partners	L	1	14.000	2.202	17
	Triton Fonds	J	2	8.000	2.030	17
15	ADCURAM Gruppe	D	2	1.220	93	16
	Clayton Dubilier & Rice, LLC	USA	2	4.568	1.248	16
	Haspa BG mbH	D	3	2.390	32	16
	HQ Capital	D	5	530	40	16
	VR Equitypartner	D	6	549	49	16

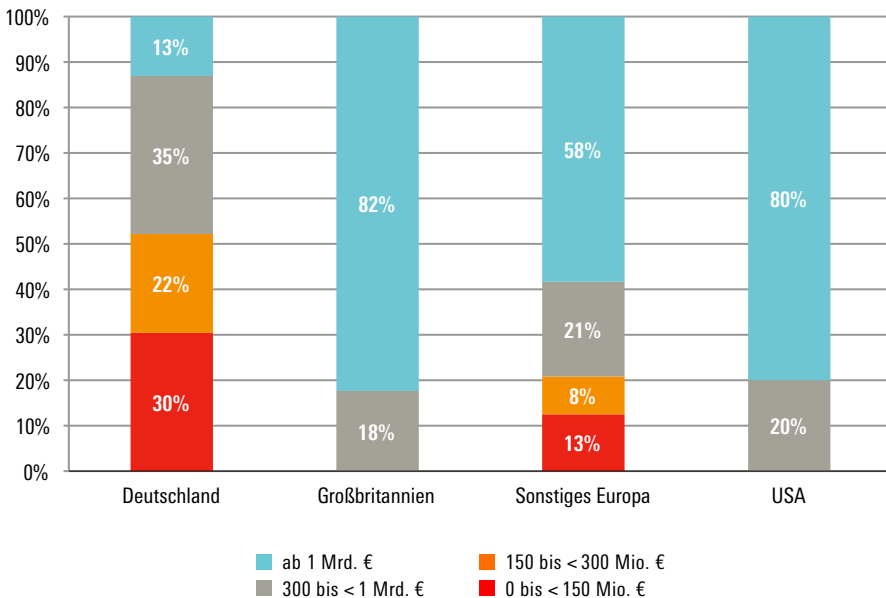
\*TV min: Transaktionsvolumen, berechnet nach dem Minimum-Multiplikator

Quelle: eigene Berechnungen auf Basis von Majunke Consulting, Bureau van Dijk (Dafne, Zephyr), Preqin und eigenen Recherchen

ße Kapitalmengen von mehr als 1 Mrd. Euro verfügen, während europäische und insbesondere deutsche Gesellschaften weitaus häufiger den Gruppen mit einem verwalteten Kapital in geringerer Höhe angehören. Ein Drittel der inländischen PEG verwalten ein Kapital bis 150 Mio. Euro und ein weiteres Fünftel bis zu 300 Mio. Euro. Im Unterschied zum Jahr 2013 waren aber auch sechs deutsche PEG (13 Prozent) vertreten, die über mehr als 1 Mrd. Euro verfügten. Dagegen standen 13 der 16 US-amerikanischen PEG und 14 der 18 britischen PEG ein Kapital von mehr als einer Milliarde Euro zur Verfügung. Es sei erwähnt, dass insbesondere unter diesen PEG mehrere real eine deutlich höhere Kapitaleinlage einsetzen konnten. Auch bei den PEG aus den sonstigen europäischen Ländern (u.a. Frankreich, den Niederlanden und

Abbildung 12

**Private-Equity-Gesellschaften, die auf dem deutschen Markt aktiv waren, nach Größenklassen des verwalteten Kapitals 2014/2015**



Quelle: eigene Darstellung auf Basis von Majunke Consulting, Bureau van Dijk (Dafne, Zephyr), Preqin und eigenen Recherchen; n = 102 Private-Equity-Gesellschaften

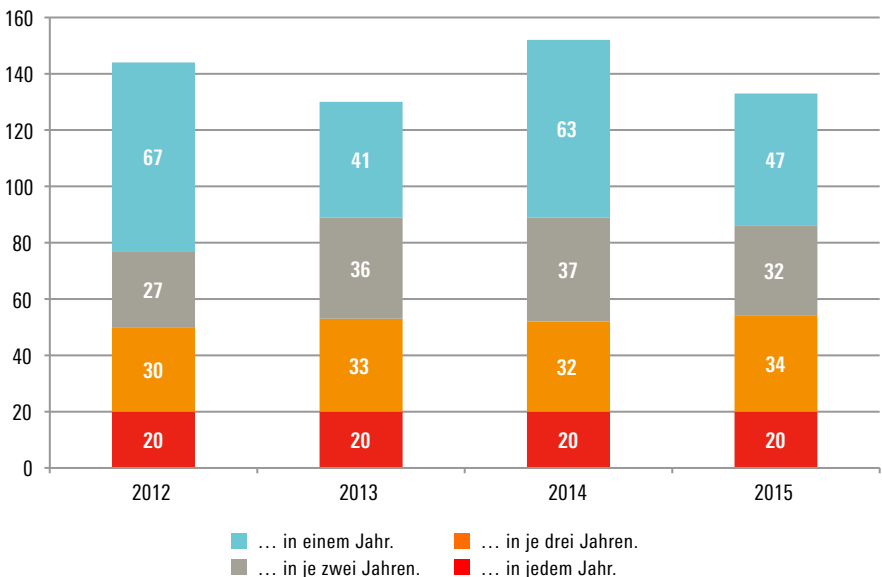
Schweden) verfügte gut die Hälfte der Finanzinvestoren (14 von 24) über mehr als 1 Mrd. Euro in den Fonds.

Die Darstellung der Aktivitäten von Finanzinvestoren stellt immer nur einen situativen Ausschnitt dar. So waren in den Jahren 2014/2015 zwar jeweils 140 bis 150 Finanzinvestoren in Deutschland aktiv, aber nur für 40 Prozent der Finanzinvestoren, die 2014 eine Transaktion durchführten, kann auch im Folgejahr eine Transaktion beobachtet werden. Dehnt man die Betrachtung auf den Zeitraum ab 2012 aus, dann sind seit diesem Jahr rund 350 Private-Equity-Gesellschaften am deutschen Markt aktiv gewesen (Abb. 13). Den inneren Kern bilden rund sechzig Gesellschaften, von denen 20 PEGs in allen vier Jahren mindestens an einem Buyout beteiligt waren, und weitere

Abbildung 13

### Aktive Private-Equity-Gesellschaften in den Jahren 2012 bis 2015

In den Jahren 2012 bis 2015 erwarb diese Zahl an Private Equity-Gesellschaften mindestens ein Unternehmen ...



Quelle: eigene Darstellung auf Basis von Majunke Consulting, Bureau van Dijk (Dafne, Zephyr), Preqin und eigenen Recherchen; n = 266

43 PEGs mit mindestens einem Buyout in je drei Jahren. Neben einem Übergangsbereich von 66 Finanzinvestoren mit mindestens einem Kaufabschluss in zwei Jahren gab es außerdem einen äußeren Kreis von 228 Finanzinvestoren, für die nur ein Jahr mit mindestens einem Buyout nachweisbar ist. Neben einem Kernsegment ständiger Marktteilnehmer tritt somit ein erheblicher Teil der PEG nur gelegentlich auf dem deutschen Buyout-Markt auf.

Finanzinvestoren sind personell eher kleinere, auf die Interaktion mit Banken, Rechtsberatern und zahlreichen anderen Dienstleistern ausgerichtete Finanzintermediäre. Von daher ist eine Identifizierung der Finanzzentren, in denen sie angesiedelt sind und die von ihnen zu Steuerungs- und Kontrollzentren der Realwirtschaft werden, von Interesse.

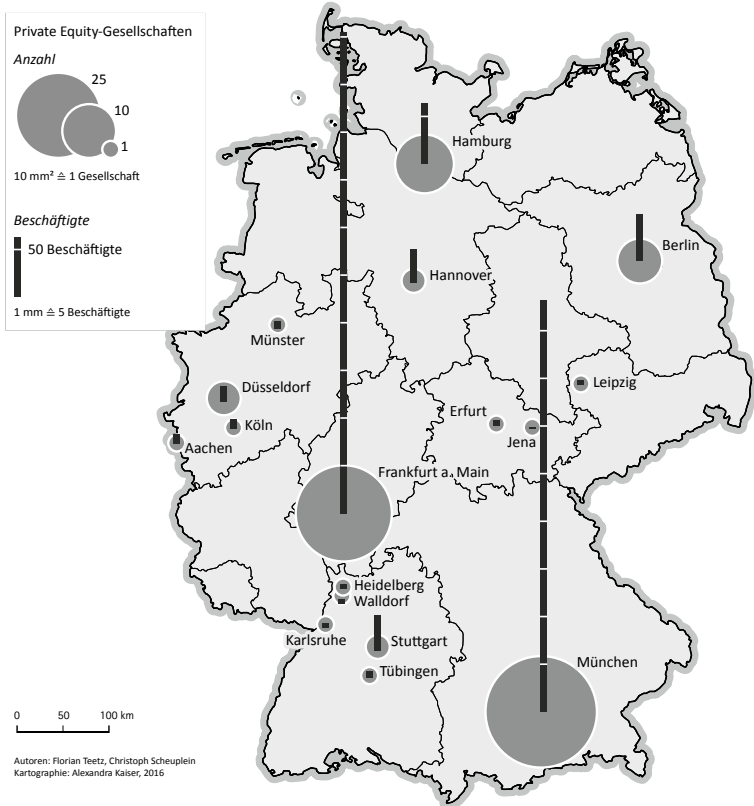
Hierzu wurden u. a. Angaben zum Hauptsitz und den Niederlassungen der Private-Equity-Gesellschaften und deren Beschäftigten gesammelt, u. a. über den Informationsdienstleister Preqin (Fund Manager Profile) sowie über die Angaben des Branchenverbandes BVK. Da die Investmentmanager eine vertrauensbasierte Kundenbindung aufbauen möchten, konnten auch die meisten Selbstdarstellungen der Private-Equity-Gesellschaften im Internet herangezogen werden. Bei den Beschäftigten wurden nur die Entscheidungsträger im Bereich Private Equity, d. h. typischerweise die Investmentmanager, die „Principals“ und „Partner“, berücksichtigt, während Assistenten, Sekretäre, Buchhalter, Medienverantwortliche etc. außen vor gelassen wurden. Bei den großen Finanzdienstleistern wurde darauf geachtet, dass die Beschäftigten aus anderen Geschäftsbereichen, wie Immobilien, Vermögensverwaltung, Hedge Fonds usw. ausgegrenzt wurden. Für die 238 in Deutschland 2014 und 2015 aktiven PEG konnte die Beschäftigtenzahl in 163 Fällen ermittelt werden. Insgesamt wurden rund 2.400 Personen identifiziert, die mit den Transaktionen der beiden Jahre betraut waren (siehe Tab. 21).

Von den in den Jahren 2014/15 in Deutschland aktiven Finanzinvestoren hatten 114 ihren rechtlichen Unternehmenssitz in Deutschland. Bei 112 Gesellschaften konnten die Bürostandorte und die Zahl der Mitarbeiter (Professionals) festgestellt werden (Abb. 14). Dies zeigt die Führungsrolle von München und Frankfurt: Bei der Anzahl der in 2014/2015 aktiven PEG lag München mit 43 von 112 PEG bzw. 38 Prozent vor Frankfurt am Main mit 32 PEG bzw. 29 Prozent. Dagegen wies Frankfurt a. M. mit 500 von 1.200 Beschäftigten bzw. 42 Prozent mehr Beschäftigte auf als München (430 Beschäftigte, 36 Prozent). Hamburg und Berlin spielten daneben nur eine sehr untergeordnete Rolle, und an fast allen weiteren Standorten war nur eine einzige Private-Equity-Gesellschaft beheimatet.

Von den in Deutschland 114 ansässigen PEG, die 2014 oder 2015 aktiv waren, hatten rund 40 PEG bzw. 17 Prozent wiederum eine ausländische Muttergesellschaft. Dabei lag der rechtliche Unternehmenssitz der Muttergesellschaft bei der Mehrheit in den Vereinigten Staaten (13 PEG) bzw. in Großbritannien (9 PEG). In Frankfurt am Main als dem führenden deut-

Abbildung 14

**Standorte der Private-Equity-Gesellschaften in Deutschland, die 2014/2015 eine Transaktion in Deutschland getätigt haben, nach Anzahl und Beschäftigten**



Quelle: eigene Darstellung auf Basis von Majunke Consulting, Bureau van Dijk (Dafne, Zephyr), Preqin und eigenen Recherchen; n = 112

schen Finanzzentrum hatten zehn der 21 vorgenannten angelsächsischen PEG ihren Sitz. Daneben ist München mit acht Büros ausländischer Finanzinvestoren der zweitwichtigste Standort. Es wird somit deutlich, dass das Standortmuster der PEG in Deutschland zu einem guten Teil durch die Standortwahl ausländischer Beteiligungsgesellschaften geprägt ist (vgl. auch Scheuplein/Teetz 2015a).

Insgesamt hatten von den 238 in 2014 und 2015 in Deutschland aktiven PEG 114 PEG bzw. 48 Prozent ihren Hauptsitz in Deutschland, während die Headquarter der anderen 124 Finanzinvestoren (52 Prozent) im Ausland lagen (siehe Tab. 21). Darunter hatte die größte Gruppe (40 Finanzinvestoren von 124 Finanzinvestoren bzw. 17 Prozent des gesamten Samples) ihren Heimatstandort in den USA. Ebenfalls stark vertreten waren Gesellschaften mit Sitz in Großbritannien (9 Prozent), Österreich und der Schweiz (zusammen 10 Prozent) sowie Frankreich und den Beneluxländern (zusammen 7 Prozent). Für die PEG der letzten beiden Gruppen ist es bezeichnend, dass sie beim Erwerb deutscher Zielunternehmen häufig von ihren Hauptsitzen aus agierten: Nur neun der insgesamt 40 registrierten Gesellschaften aus diesen direkt angrenzenden Ländern betrieben ein Büro in Deutschland. Auch in den letzten beiden Jahren wurde der deutsche Private-Equity-Markt also von ausländischen Finanzinvestoren dominiert, wobei sich deren Bedeutung bezogen auf die Beschäftigtenzahl in den Private-Equity-Gesellschaften noch erhöht hat: Rund zwei Drittel der 2.400 Mitarbeiter sind Beteiligungsgesellschaften aus dem Ausland zuzurechnen, was den oben genannten Befund einer im Vergleich zu den deutschen Akteuren überproportionalen Größe hinsichtlich des verwalteten Kapitals unterstreicht. Insbesondere die PEG aus den Vereinigten Staaten mit 827 von 2.400 Beschäftigten bzw. 34 Prozent sowie von Großbritannien mit 445 Beschäftigten (18 Prozent) hatten einen entsprechend hohen Anteil.

Eine zweite Möglichkeit, mit der die Bedeutung der Private-Equity-Finanzzentren gewichtet werden kann, ist die Zuordnung der Buyouts, der Beschäftigten in den Zielunternehmen und des Transaktionsvolumens zu den Ländern des rechtlichen Unternehmenssitzes. In den Jahren 2014 und 2015 waren Private-Equity-Gesellschaften mit dem Hauptsitz Deutschland an 255 der 443 Transaktionsfälle bzw. an 58 Prozent beteiligt. (An einem Buyout können mehrere PEG beteiligt sein, daher ist die Zahl der Transaktionsfälle höher als die Zahl der Buyouts.) Diese Transaktionsfälle machten 86.000 Beschäftigte von 227.000 Beschäftigten bzw. 37 Prozent des Beschäftigtenvolumens aus und 13,5 Mrd. Euro von 48 Mrd. Euro Transaktionsvolumen bzw. 28 Prozent (Tab. 6).

## Private-Equity-Gesellschaften nach dem Unternehmenssitz 2014 und 2015

Platz	Unternehmenssitz	Übernahmen					
		TV in Mio. €* absolut      in %		Transaktionsfälle absolut      in %		Beschäftigte absolut      in %	
1	Deutschland	13.551	28%	255	58%	85.850	37%
2	Vereinigte Staaten	8.548	18%	53	12%	44.266	19%
3	Luxemburg	7.483	16%	5	1%	16.246	7%
4	Großbritannien	7.037	15%	46	10%	26.714	12%
5	Jersey	2.581	5%	5	1%	10.127	4%
6	Schweden	2.374	5%	4	1%	2.374	1%
7	Frankreich	990	2%	9	2%	5.214	2%
8	Schweiz	501	1%	26	6%	7.039	3%
9	Skandinavien***	464	1%	2	1%	6.803	3%
10	Niederlande	211	<0,5%	10	2%	11.018	5%
11	Österreich	110	<0,5%	8	2%	1.325	1%
12	Belgien	61	<0,5%	3	1%	1.450	1%
13	Italien	22	<0,1%	2	1%	98	<0,1%
14	Spanien	10	<0,1%	3	1%	266	<0,5%
	Sonstiges Europa	1	<0,1%	1	<0,5%	170	<0,1%
	Sonstige Welt	4.171	9%	11	3%	10.329	5%
<b>Summe****</b>		<b>48.112</b>	<b>101%</b>	<b>443</b>	<b>102%</b>	<b>229.289</b>	<b>101%</b>

\* bei mehreren Käufern wird das Transaktionsvolumen eines Buyouts auf die beteiligten PEG verteilt („Transaktionsfall“)

\*\* die Beschäftigten eines Buyouts werden allen beteiligten PEG zugeordnet, so dass sich eine Erhöhung gegenüber der tatsächlichen Zahl der Beschäftigten in Zielunternehmen ergibt

\*\*\* Dänemark, Norwegen, Finnland

\*\*\*\* Abweichungen der Prozentsummen von 100% sind rundungsbedingt.

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

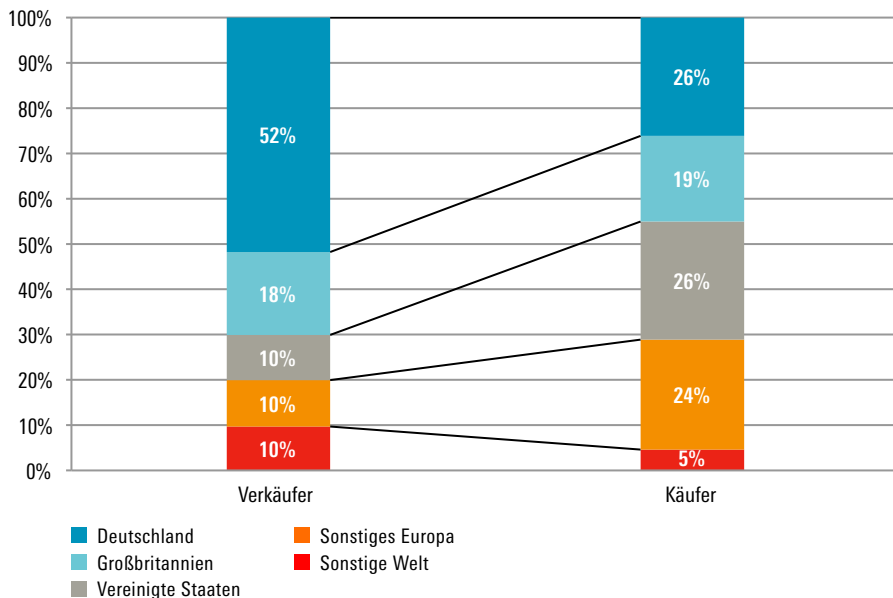
Im Vergleich zum Jahr 2013 haben Private-Equity-Gesellschaften mit dem Sitz Deutschland an Bedeutung gewonnen, da sie um 5 Prozentpunkte bei den Transaktionsfällen, um 12 Prozentpunkte bei den Beschäftigten in den Zielunternehmen und um 17 Prozentpunkte beim Transaktionsvolumen zulegen konnten. PEG mit einem rechtlichen Unternehmenssitz im Ausland steuerten Buyouts mit knapp zwei Drittel des Beschäftigtensvolumens und

72 Prozent des Transaktionsvolumens, wobei PEG mit Sitz in den Vereinigten Staaten und Großbritannien jeweils auf dem zweiten bzw. dritten Platz nach der Zahl der Transaktionen und der Beschäftigten lagen. Auch der Anteil von PEG mit einem Unternehmenssitz in sonstigen Ländern (u. a. Schweden, Frankreich und der Schweiz) ist angestiegen, so etwa beim Beschäftigtenvolumen um ca. 12 Prozentpunkte auf 24 Prozent. Trotz ihres relativen Bedeutungsverlustes blieben die Vereinigten Staaten und Großbritannien die wichtigsten ausländischen Private-Equity-Standorte.

In einem weiteren Schritt soll diese Darstellung zur Herkunft der Käufer bei den Buyouts nun mit der Herkunft der Verkäufer (vgl. Kap. 3.2) in Verbindung gebracht werden, um die Verschiebung der Unternehmenskontrolle nachzuvollziehen. **Abbildung 15** zeigt die entsprechenden Kontrollbilan-

Abbildung 15

**Unternehmenssitz von Verkäufern und Käufern bei Private-Equity-Transaktionen in Deutschland 2014 und 2015 nach dem Transaktionsvolumen**



Quelle: eigene Darstellung auf Basis von Majunke Consulting, Bureau van Dijk (Dafne, Zephyr), Prequin und eigenen Recherchen; n = 443 (Transaktionsfälle)



zen für die vergangenen zwei Jahre, wobei das Transaktionsvolumen die Bezugsgröße darstellt. In beiden Jahren 2014/15 veräußerten Verkäufer aus dem Herkunftsland Deutschland 52% des Transaktionsvolumens, während 26% von Käufern aus dem Herkunftsland Deutschland erworben wurde, d. h. der Anteil deutscher Eigentümer verringerte sich durch die Buyouts um etwa die Hälfte. Der Anteil von Akteuren aus den Vereinigten Staaten stieg von 10 Prozent (Verkäufer) auf ein Viertel des Transaktionsvolumens (Käufer) und der Anteil Großbritanniens blieb bei etwa 18 Prozent konstant.

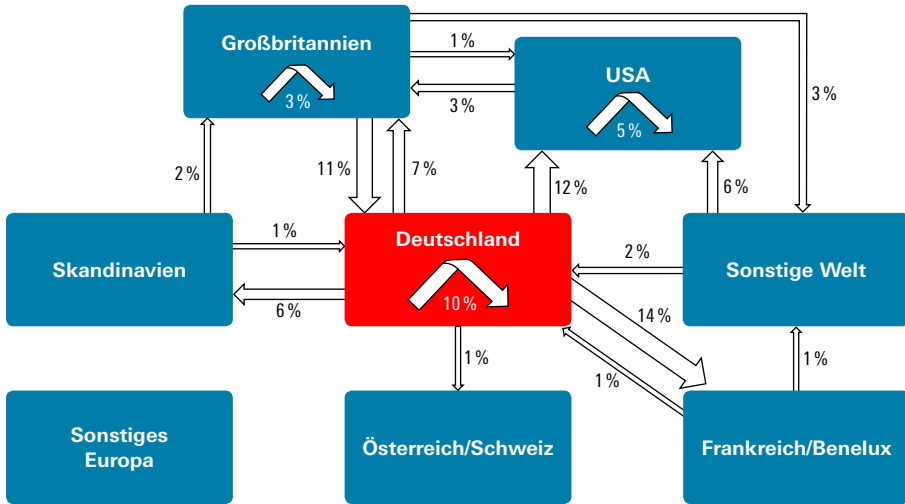
Bemerkenswert ist der deutliche Anstieg von Eigentümern aus den sonstigen europäischen Ländern von 10 Prozent (Verkäufer) auf 24 Prozent (Käufer). Insgesamt sorgten die Private Equity Transaktionen für eine fortschreitende Internationalisierung der Eigentümerschaft deutscher Unternehmen. Im Unterschied zum Jahr 2013 kamen die Finanzinvestoren jedoch nicht mehr fast ausschließlich aus den Vereinigten Staaten und Großbritannien, sondern auch aus anderen Staaten.

Während diese Kontrollbilanz den Stand der Unternehmenskontrolle vor und nach der Transaktion abbildet, soll im Weiteren die dynamische Übertragung der Unternehmenskontrolle gemessen am Transaktionsvolumen dargestellt werden. [Abbildung 16](#) zeigt diese Verschiebung zwischen den Eigentümern aus unterschiedlichen Herkunftsländern, wobei die gehandelten Unternehmen ihren Hauptsitz wiederum alle in Deutschland haben. In der Grafik ist dabei auch die Gruppe „Sonstiges Europa“ z. T. disaggregiert worden. Die Pfeilrichtung steht jeweils für den Übergang des Unternehmenswertes vom Verkäufer zum Käufer; sie verweist also nicht auf die gegenläufigen Zahlungsströme. Gezeigt werden sowohl die Transaktionen zwischen Eigentümern verschiedener Herkunftsländer (d. h. die Pfeile zwischen den Kästen), als auch die Transaktionen zwischen den Eigentümern eines gemeinsamen Herkunftslandes (d. h. die Pfeile innerhalb der Kästen).

Hier zeigt sich, dass das Dreieck von Deutschland, Großbritannien und den Vereinigten Staaten nicht nur durch die Transaktionen zwischen diesen Sitzen von Private-Equity-Gesellschaften dominant ist, sondern dass ein Teil der Portfolio-Unternehmen auch zwischen den Käufern und Verkäufern innerhalb des jeweiligen Landes gehandelt wird. Weitere relevante Unternehmenssitze sind Gruppen von europäischen Ländern in der Nachbarschaft Deutschlands, d. h. vor allem Frankreich und die Benelux-Staaten, Österreich und die Schweiz sowie die skandinavischen Staaten.

Den letzten Schritt der Analyse bildet die Aufschlüsselung der Standorte von denen aus die PEG tatsächlich operieren. Besitzt etwa eine ausländische PEG eine deutsche Niederlassung, dann wird das Transaktionsvolumen der

### Verschiebung der Unternehmenskontrolle bei Private-Equity-Transaktionen in Deutschland 2014 und 2015 nach dem Transaktionsvolumen



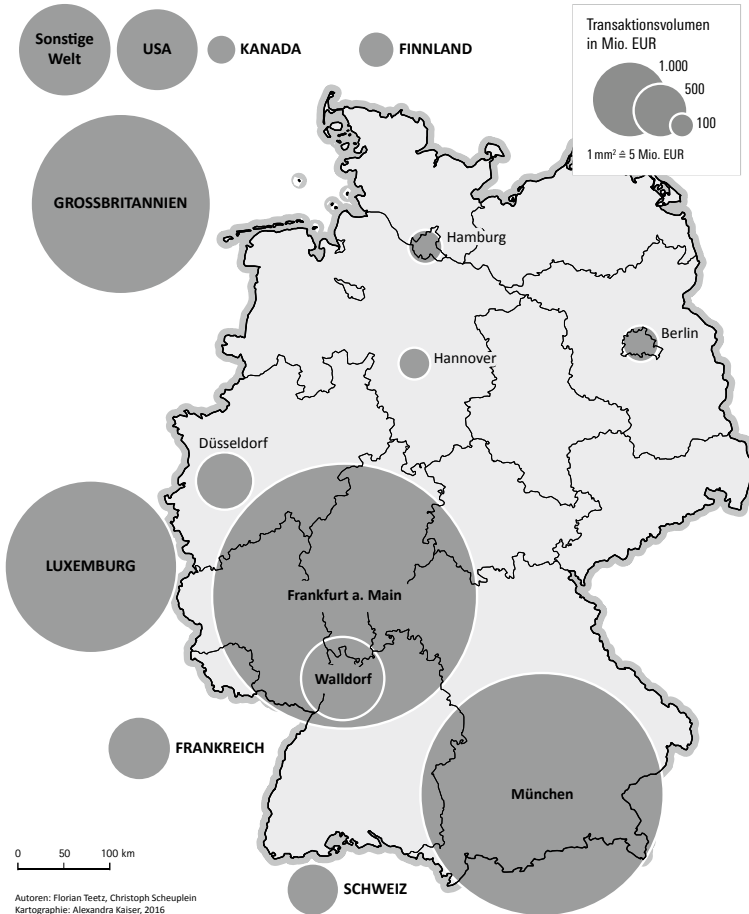
Erläuterung: Es wurden nur die Zahlungsströme > 1 Prozent aufgenommen; daher ergibt die Summe nicht 100 Prozent.  
 Quelle: eigene Darstellung auf Basis von Majunke Consulting, Bureau van Dijk (Dafne, Zephyr), Preqin und eigenen Recherchen; n = 443 (Transaktionsfälle)

Niederlassung zugeordnet und nicht dem ausländischen Sitz des Mutterunternehmens (Abb. 17). Analog zur Clusterung der Büros der Finanzinvestoren mit den räumlichen Schwerpunkten Frankfurt, München und Hamburg sind auch die monetären Mittel verteilt, die für Buyouts deutscher Portfolio-Unternehmen aufgewendet wurden.

Innerhalb der inländischen Standorte dominierte Frankfurt am Main mit 12 Mrd. Euro von 40 Mrd. Euro Transaktionsvolumen bzw. 30 Prozent vor München mit 26 Prozent des gesamten Transaktionsvolumens. Demgegenüber sind alle anderen deutschen Standorte unbedeutend. Von den ausländischen Standorten lag der Finanzplatz Großbritannien (17 Prozent) vor Luxemburg (12 Prozent), alle weiteren Sitzländer kamen auf deutlich geringere Werte.

Abbildung 17

**Standorte der Private-Equity-Gesellschaften, die 2014/2015 eine Transaktion in Deutschland getätigt haben, nach d. Transaktionsvolumen (Mio. Euro)**



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

Das Fazit dieser Betrachtung von Private-Equity-Gesellschaften kann in fünf Punkten festgehalten werden:

- Erstens wird der deutsche Buyout-Markt sowohl durch ca. 60 PE-Gesellschaften geprägt, die ständig auf dem Markt aktiv sind und teilweise mehrere Übernahmen pro Jahr vornehmen. Daneben war ein großer Kreis von ca. 300 Gelegenheitskäufern in den Jahren 2012 bis 2015 mit nur ein bis zwei Transaktionen vertreten.
- Zweitens hat sich die Polarisierung zwischen zwei großen Segmenten von Finanzinvestoren auf dem deutschen Markt fortgesetzt. Den großen, global tätigen Private-Equity-Gesellschaften, die Fonds von über einer Mrd. Euro verwalten und ihren Sitz meist in den USA und in Großbritannien haben, stehen kleinere, auf die DACH-Region fokussierte Private-Equity-Gesellschaften gegenüber, die ihren Hauptsitz meist in Deutschland haben und deren Fonds überwiegend deutlich unterhalb einer Mrd. Euro angesiedelt sind. Das kleinere Marktsegment hat in den vergangenen beiden Jahren ein Größenwachstum der Fonds erlebt.
- Drittens haben PEG mit dem rechtlichen Unternehmenssitz in Deutschland nicht nur die meisten (kleineren) Transaktionen gesteuert, sondern auch das höchste Transaktionsvolumen und die meisten Beschäftigten in den von ihnen erworbenen Zielunternehmen gehabt, d. h. die deutschen PEG haben einen deutlichen Bedeutungsgewinn erlebt. Unter den ausländischen Finanzinvestoren haben sich PE-Gesellschaften aus Großbritannien und den USA erneut nach der Zahl der Transaktionen und der Beschäftigten in den Zielunternehmen vorne platziert. Beide Länder sind auch die wichtigsten ausländischen Private-Equity-Standorte nach der Zahl der Private-Equity-Gesellschaften, die auf dem deutschen Markt tätig sind bzw. nach der Zahl der Beschäftigten in diesen PEG.
- Viertens führten die Buyouts in den Jahren 2014/15 zu einer Internationalisierung der Eigentümer von Zielunternehmen, wobei die neuen ausländischen Eigentümer bevorzugt in den USA und in Großbritannien saßen. Im Unterschied waren Eigentümer aus anderen europäischen Ländern in einem stärkeren Maß vertreten.
- Fünftens waren Frankfurt am Main und München die beiden führenden inländischen Standorte, an denen die meisten bzw. größten PEGs angesiedelt waren und von wo aus die größten Transaktionsvolumina gesteuert wurden. Diese Stellung verdanken beide Standorte auch ihrer Rolle als den bevorzugten Niederlassungsorten ausländischer PEGs.

## 4 DAS EXIT-GESCHEHEN IN DEN JAHREN 2014 UND 2015

---

Private Equity verfolgt ein Geschäftsmodell, bei dem der Gewinn primär über den Wiederverkauf der Portfolio-Unternehmen realisiert wird (vgl. Eilers u. a. 2012: 491 ff.). Da die Finanzinvestoren für Struktur und Erfolg dieser Unternehmen in besonderer Weise sensibilisiert sind, ermöglicht es die Auswertung der Exits, Aussagen über vermutliche Marktentwicklungen zu treffen. Die Verkaufsbedingungen und das Käufergefüge können auch aus arbeitnehmerorientierter Sicht für die Beurteilung von Buyouts genutzt werden, da durch sie der langfristige Rahmen für die Eigentums- und Beschäftigungsstrukturen in den (ehemaligen) Zielunternehmen vorgegeben wird.

Die Daten zu den Exits wurden unter Verwendung derselben Quellen und Methoden generiert, wie sie bei den Buyout-Daten (Private Equity auf der Käuferseite) verwendet wurden. Neben den Buyout-Daten stellen sie einen eigenen Datensatz dar (Private Equity auf der Verkäuferseite). Im Falle von Secondary-Buyouts tauchen die entsprechenden Transaktionen in beiden Datensätzen auf. Erstmals wurden auch Insolvenzen als Exits in die Datensätze eingepflegt, wobei in diesen Fällen keine Schätzung des Transaktionsvolumens erfolgte. Um insolvente Unternehmen zu identifizieren wurde eine Abfrage zum Solvenzstatus für sämtliche vom Dienstleister Majunke aufgelisteten Portfolio-Unternehmen mit einem Buyout in den Jahren 2008 bis 2015 über die Dafne-Datenbank (Bureau van Dijk) vorgenommen. War laut der Datenbank ein Insolvenzverfahren eröffnet worden, wurde geprüft, ob sich unter den letzten Anteilseignern eine PEG befand. Bei einem positiven Befund wurde der Fall als Exit gewertet und weitere Informationen, wie beispielsweise das Datum des Exits, recherchiert, wobei hier nach Möglichkeit das Datum des Antrages auf Eröffnung eines Insolvenzverfahrens gewählt wurde. Der Anteil an Insolvenzen lag zusammen bei rund 6 Prozent und befindet sich damit auf dem gleichen Niveau, welches Kaplan/Strömberg (2009, S. 129) als globales, langjähriges Mittel angeben haben.

### 4.1 Exits von Zielunternehmen

Mit 86 Exits in 2014 und weiteren 81 Exits in 2015 wurden pro Jahr weitaus weniger Exits als noch 2013 (121 Fälle) registriert. Im Vergleich mit dem Vor-

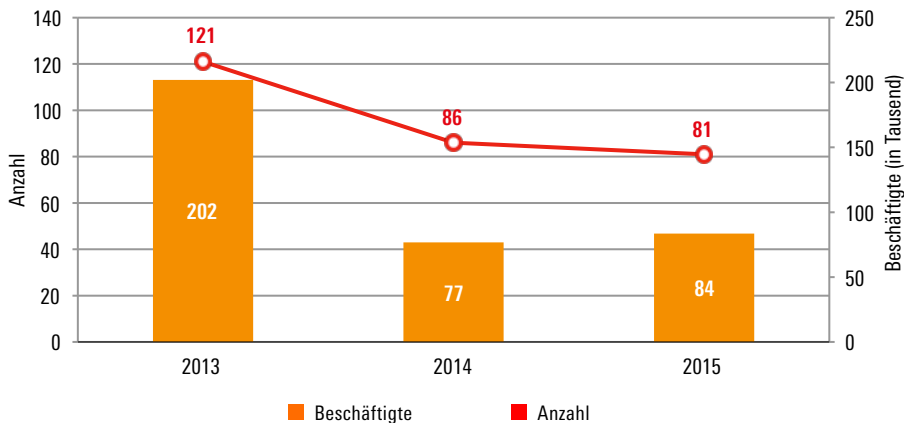
jahr 2013 wird deutlich, dass sich im Jahr 2014 die Anzahl der Exits um ein Drittel und die Beschäftigtenzahlen um fast zwei Drittel reduziert haben (Abb. 18). In 2015 zeigte sich eine Stabilisierung, d. h. die Exit-Anzahl wurde annähernd fortgeschrieben und die Beschäftigtenzahl stieg wieder leicht an.

Die meisten Exits in den Jahren 2014/2015 haben in den Traditionellen Industrien (24 Exits von 167 Exits bzw. 14 Prozent), und in den Branchen Chemie/Kunststoff (19 Exits, 11 Prozent) sowie Dienstleistungen (18 bzw. 11 Prozent) stattgefunden. Es folgte die Branche Elektrotechnik/Elektronik (16 Exits, 10 Prozent), die in 2014 besonders viele Übernahmen verzeichnete.

Die genauen Angaben beider Jahre können Tabelle 7 entnommen werden. Insgesamt waren 161 Tausend Beschäftigte in den veräußerten Unternehmen beider Jahrgänge angestellt, wobei diese Anzahl im Jahr 2015 mit 84 Tausend Beschäftigten höher ausfiel als im Jahr 2014 (77 Tausend Beschäftigte). Die meisten Beschäftigten wiesen – beide Jahr wiederum summiert – die Dienstleistungsunternehmen (25 Tausend von 161 Tausend Beschäftigten bzw. 16 Prozent), der Fahrzeugbau (23 Tausend, 14 Prozent) und die Traditionellen Industrien (18 Tausend bzw. 11 Prozent) auf. Die unterschiedlichen Jahreswerte sind ebenso in Tabelle 7 enthalten.

Abbildung 18

Anzahl und Beschäftigte bei Exits in 2014 und 2015 in Deutschland



Quelle: eigene Darstellung auf Basis von Majunke Consulting, Bureau van Dijk (Dafne, Zephyr), Prequin und eigenen Recherchen

Tabelle 7

## Anzahl, Beschäftigte und Transaktionsvolumen nach Branchen – Exits 2014 und 2015

2014	Transaktionen		Beschäftigte		TV*	
	Anzahl	Anteil	absolut	Anteil	in Mio. €	Anteil
Bau/Handwerk	2	2%	700	1%	82	1%
Chemie/Kunststoff	10	12%	8.033	11%	3.130	26%
Dienstleistungen	9	11%	9.214	12%	322	3%
Elektrotechnik**	11	13%	3.737	5%	557	5%
Energie/Umwelt	0	0%	–	–	0	0%
Fahrzeugbau	8	9%	18.978	25%	777	6%
Finanzdienstleist.	2	2%	231	<0,5%	450	4%
Gesundheit	5	6%	11.872	16%	643	5%
Handel	5	6%	3.477	5%	938	8%
Maschinenbau***	8	9%	5.357	7%	508	4%
Medien	1	1%	1.838	2%	446	4%
Pharma	3	4%	1.410	2%	1.333	11%
Software, IT, Internet	6	7%	1.362	2%	1.604	13%
Telekommunikation	1	1%	43	<0,1%	9	0%
Traditionelle Indust.	11	13%	9.167	12%	700	6%
Transport/Logistik	4	5%	1.313	2%	554	5%
Summe****	86	101%	76.732	102%	12.052	101%

2015	Transaktionen		Beschäftigte		TV*	
	Anzahl	Anteil	absolut	Anteil	in Mio. €	Anteil
Bau/Handwerk	1	1%	150	<0,5%	<0,1	0%
Chemie/Kunststoff	9	11%	2.965	4%	705	4%
Dienstleistungen	9	11%	16.229	19%	1.253	8%
Elektrotechnik**	5	6%	6.273	8%	1.204	8%
Energie/Umwelt	1	1%	3.261	4%	100	1%
Fahrzeugbau	7	9%	4.093	5%	263	2%
Finanzdienstleist.	1	1%	36	0%	<0,1	0%
Gesundheit	4	5%	5.066	6%	225	1%
Handel	7	9%	17.278	21%	5.986	38%

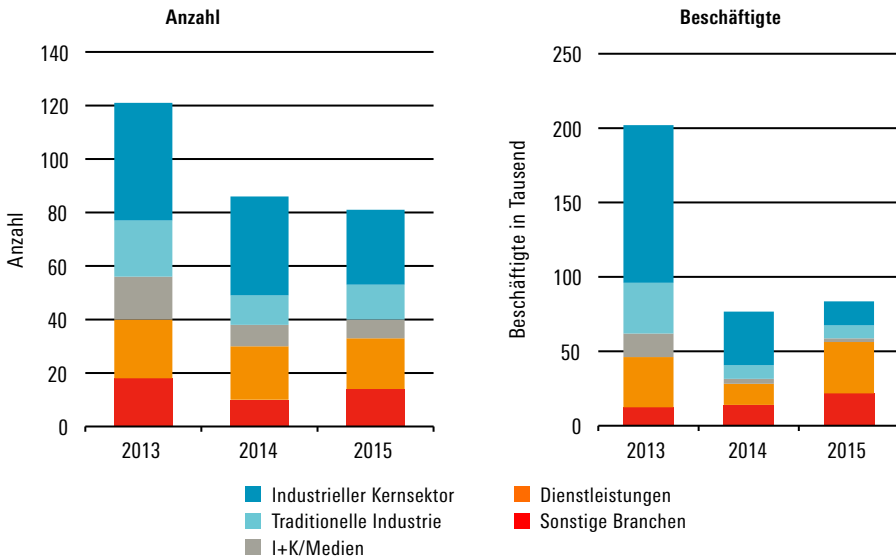
Maschinenbau***	7	9%	2.760	3%	321	2%
Medien	1	1%	250	<0,5%	210	1%
Pharma	8	10%	13.248	16%	2.191	14%
Software, IT, Internet	5	6%	1.817	2%	1.354	9%
Telekommunikation	1	1%	370	<0,5%	608	4%
Traditionelle Indust.	13	16%	8.741	11%	1.358	9%
Transport/Logistik	2	2%	1.000	1%	154	1%
Summe****	81	99%	83.537	101%	15.931	102%

\*Transaktionsvolumen; \*\*Elektrotechnik und Elektronik; \*\*\*Maschinen- und Anlagenbau; \*\*\*\*Abweichungen der Prozentsummen von 100 % sind rundungsbedingt.

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

Abbildung 19

### Anzahl der Exits und Beschäftigte der Exit-Unternehmen in Deutschland nach Branchen-Gruppen 2013 bis 2015



Quelle: eigene Darstellung auf Basis von Majunke Consulting, Bureau van Dijk (Dafne, Zephyr), Preqin und eigenen Recherchen; n = 288 Exits



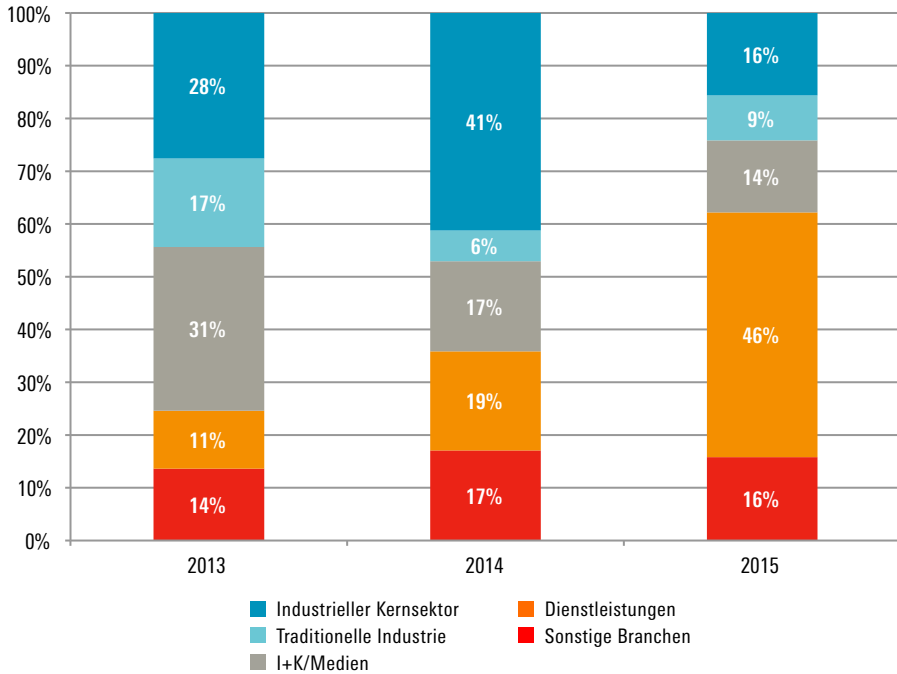
Aggregiert nach den Branchengruppen, die im [Kapitel 3.1](#) für die Buyouts eingeführt worden sind, zeigt sich eine relative Stabilität der Branchengruppen in Bezug auf die Anzahl der Exits ([Abb. 19](#)). Unternehmen des industriellen Kernsektors erlebten mit 37 Exits (von 86 Exits bzw. 43 Prozent) im Jahr 2014 und 28 Exits (von 81 Exits bzw. 34 Prozent) im Jahr 2015 wiederum die meisten Verkäufe durch einen Finanzinvestor. Es folgten die Dienstleistungsunternehmen mit 20 und 19 Exits bzw. mit je 23 Prozent in beiden Jahren. Nach den Beschäftigtenzahlen haben sich dagegen die Dienstleistungsunternehmen im Jahr 2015 mit 41 Prozent am Gesamtvolumen nach vorne geschoben. Bezogen auf beide Betrachtungsjahre liegen die Dienstleistungen (35 Tausend von 161 Tausend Beschäftigte bzw. 30 Prozent) nur knapp hinter dem industriellen Sektor (52 Tausend bzw. 32 Prozent).

Das Transaktionsvolumen der Exits wurde mit der gleichen Methode, die bei den Buyouts angewandt worden ist, approximiert. Eine Ausnahme stellen die Insolvenzfälle dar, bei denen wegen ihres Sonderstatus keine Schätzung vorgenommen wurde. Von diesen Ausnahmen abgesehen konnte für das Jahr 2014 auf diese Weise für alle Exits das Transaktionsvolumen ermittelt werden, das zwischen 12,1 Mrd. Euro (Minimum-Multiplikator) und 12,4 Mrd. Euro (Maximum-Multiplikator) lag. 2015 betrug das Transaktionsvolumen zwischen 15,9 Mrd. Euro und 19,1 Mrd. Euro. Der größte Teil des Transaktionsvolumens in den Jahren 2014 und 2015 entfiel auf Handelsunternehmen mit 7 Mrd. Euro (von 28 Mrd. Euro bzw. 25 Prozent nach dem Minimum-Multiplikator). Weitere je ca. 4 Mrd. Euro bzw. 14 Prozent betrug das Volumen von Exit-Unternehmen aus der Chemie-/Kunststoffbranche sowie aus der Pharmabranche. Der hohe Anteil der Handelsunternehmen ist vor allem auf zwei große Exits im Jahr 2015 zurückzuführen, die als Secondary Buyout auch das Transaktionsvolumen der Handelsbranche bei den Buyouts erhöht haben ([Kapitel 3.1](#); [Abb. 9](#)).

Die beiden oben genannten Exits spiegeln sich auch bei der Aggregation zu Branchengruppen wider ([Abb. 20](#)). Der Anteil der Dienstleistungen am Transaktionsvolumen verdoppelte sich von 19 Prozent in 2014 auf 46 Prozent in 2015. Umgekehrt dominierte der industrielle Kernsektor im Jahr 2014 mit 41 Prozent und fiel im Jahr 2015 auf 16 Prozent ab.

Die Darstellung nach den Unternehmensgrößenklassen zeigt, dass der größte Teil der Exit-Unternehmen in den Jahren zu etwa zwei Fünfteln in der Klasse von 10 bis 50 Mio. Euro angesiedelt war ([Tab. 8](#)). Jeweils mehr als ein Drittel der Unternehmen realisierte in jedem dieser beiden Jahre einen Umsatz von mehr als 100 Mio. Euro, wobei die Zahl der Unternehmen in der höchsten Umsatzklasse (> 500 Mio. Euro) im Jahr 2014 mit 9 Unternehmen höher lag als 2015 (6 Unternehmen).

### Transaktionsvolumen (Minimum-Multiplikator) der Exit-Unternehmen in Deutschland nach Branchen-Gruppen 2013 bis 2015 (in Prozent)



Quelle: eigene Darstellung auf Basis von Majunke Consulting, Bureau van Dijk (Dafne, Zephyr), Preqin und eigenen Recherchen; n = 288 Exits

Entsprechend dem Private-Equity-Geschäftsmodell ergibt sich für den Großteil der Unternehmen nur eine geringe Haltedauer (Tab. 9). Bei den Exits 2014 erfolgte die Desinvestition im Mittel nach 5,7 Jahren; in 2015 war die durchschnittliche Haltedauer auf 5 Jahre gefallen. Bereits nach drei Jahren war ein Drittel der erworbenen Unternehmen nicht mehr im Bestand der Finanzinvestoren. Dabei war ein Teil dieser Exits auf Insolvenzen zurückzuführen und zwar auf vier Insolvenzen in 2014 und auf sechs Insolvenzen in 2015. Zusammengenommen können somit fast ein Fünftel der Exits innerhalb von drei Jahren auf Insolvenzen zurückgeführt werden.

Tabelle 8

## Exit-Unternehmen nach Umsatzgrößenklassen 2014 und 2015

Nr.	Umsatzklasse	2014		2015		Summe	
		Anzahl	Anteil	Anzahl	Anteil	Anzahl	Anteil
1	0 bis < 1 Mio. €	1	1%	0	0%	1	1%
2	1 bis < 10 Mio. €	11	13%	2	3%	13	8%
3	10 bis < 50 Mio. €	33	38%	35	43%	68	41%
4	50 bis < 100 Mio. €	11	13%	14	17%	25	15%
5	100 bis 500 Mio. €	21	24%	25	31%	46	28%
6	ab 500 Mio. €	9	11%	5	6%	14	8%
	Summe*	86	100%	81	100%	167	101%*

\*Abweichungen der Prozentsumme von 100% sind rundungsbedingt.

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

Tabelle 9

## Haltedauer der Exit-Unternehmen 2014 und 2015

Haltedauer in Jahren	2014			2015		
	Anzahl	Anteil	Anteil kumuliert	Anzahl	Anteil	Anteil kumuliert
1	6	7%	7%	6	8%	8%
2	9	11%	18%	7	9%	17%
3	13	15%	33%	12	15%	32%
4	8	9%	42%	14	18%	50%
5	4	5%	47%	11	14%	64%
6	7	8%	55%	5	6%	70%
7	18	21%	76%	6	8%	78%
8	10	11%	87%	6	8%	86%
9	3	4%	91%	5	6%	92%
10 bis 15	4	5%	96%	6	8%	100%
mehr als 15	4	4%	100%	0	0%	100%
Summe	86	100%		78	100%	

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

Der typischen Laufzeit der Fonds von etwa zehn Jahren ist es geschuldet, dass über 90 Prozent der Targets nach maximal neun Jahren wieder veräußert waren. Nur bei den Exits 2014 fanden sich vier Unternehmen, an denen eine Beteiligung länger als 15 Jahre erfolgte. Diese stellen damit die definitorischen Grenzfälle einer „temporären Übernahme“ dar.

Zusammenfassend gesagt hat die Zahl der Exits im Jahr 2014 um ein Drittel gegenüber dem Vorjahr abgenommen; das Beschäftigtenvolumen verzeichnete einen noch stärkeren Rückgang. Im folgenden Jahr 2015 hat sich die Zahl der Exits stabilisiert und das Beschäftigtenvolumen hat sich wieder leicht erhöht. Sektoral lag die Anzahl der Exits am höchsten im industriellen Kernsektor gefolgt von den Dienstleistungen, wobei sich das Beschäftigtenvolumen bei den Dienstleistungen und bei den sonstigen Branchen deutlich – vor allem im Jahr 2015 – erhöht hat. Die Haltedauer der Unternehmen hat sich im Berichtszeitraum auf rund fünf Jahre für Exits des Jahres 2015 verringert; wobei dieser Rückgang auch einer Methoden-Änderung, d. h. der systematischeren Berücksichtigung von Insolvenzen, geschuldet ist.

## 4.2 Die Eigentümer nach dem Exit

Für den globalen Private-Equity-Markt sind bei Exits zwischen 1970 und 2007 für etwa ein Drittel strategische Investoren – also Industrie- oder Dienstleistungsunternehmen, deren wirtschaftliche Aktivität in einem Bezug zum Zielunternehmen steht – als Käufer nachgewiesen worden (Kaplan/Strömberg 2009, S. 129). Ein weiteres Viertel der Käufer waren Finanzinvestoren, d. h. es handelte sich um Secondary Buyouts. Börsengänge (IPOs) machten global gesehen hingegen nur einen kleinen Teil von 14 Prozent der Exits aus. Seit der Finanzkrise hat die Bedeutung von Börsengängen als Exit-Form weiter nachgelassen, wie Jelic/Wright (2011) für Großbritannien nachgewiesen haben. Diese geringe Anzahl der Börsengänge bestätigte sich mit 6 Prozent in der Untersuchung für das Jahr 2013, wobei das Beschäftigtenvolumen (24 Prozent) und das Transaktionsvolumen (18 Prozent) dieser Unternehmen hoch ausgefallen war (Scheuplein 2015, S. 18).

**Tabelle 10** schlüsselt die Anteile der unterschiedlichen Käufertypen nach der Zahl der Exits, dem Beschäftigten- und dem Transaktionsvolumen für die Jahre 2014 und 2015 auf. Bei den meisten Exits traten bei einer gemeinsamen Betrachtung der Jahre 2014 und 2015 die strategischen Investoren (75 von 167 Investoren bzw. 45 Prozent) als Käufer vor den Private-Equity-Gesellschaften (40 Prozent) in Erscheinung. Allerdings lagen die Private-Equity-Ge-

Tabelle 10

## Exits nach Käufertypen 2014 und 2015

## 2014

Käufertyp	Anzahl		Beschäftigte		TV*	
	absolut	Anteil	absolut	Anteil	absolut	Anteil
strategischer Investor	36	42%	20.313	27%	4.551	38%
PEG**	37	43%	48.734	64%	5.637	47%
Privatperson(en)	1	1%	286	<0,5%	33	<0,5%
Börsengang (IPO)	5	6%	6.602	9%	1.823	15%
Management	3	4%	223	<0,5%	8	<0,1%
Insolvenz	4	5%	574	1%	0	0%
Summe***	86	101%	76.732	101%	12.052	100%

## 2015

Käufertyp	Anzahl		Beschäftigte		TV*	
	absolut	Anteil	absolut	Anteil	absolut	Anteil
strategischer Investor	39	48%	27.327	33%	3.783	24%
PEG**	29	36%	47.459	57%	9.958	63%
Privatperson(en)	3	4%	2.410	3%	78	<0,5%
Börsengang (IPO)	2	3%	4.600	6%	2.109	13%
Management	1	1%	400	<0,5%	3	<0,1%
Insolvenz	7	9%	1.327	2%	0	0%
Summe***	81	101%	83.523	101%	15.931	100%

## 2014 + 2015

Käufertyp	Anzahl		Beschäftigte		TV	
	absolut	Anteil	absolut	Anteil	absolut	Anteil
strategischer Investor	75	44%	47.640	30%	8.334	30%
PEG**	66	40%	96.193	60%	15.595	56%
Privatperson(en)	4	2%	2.696	2%	111	<0,5%
Börsengang (IPO)	7	4%	11.202	7%	3.932	14%
Management	4	2%	623	<0,5%	11	<0,1%
Insolvenz	11	7%	1.901	1%	0	0%
Summe***	167	99%	160.255	100	27.983	100%

\*Transaktionsvolumen; \*\*Private-Equity-Gesellschaft; \*\*\*Abweichung von 100%: Rundungsfehler. Quelle: eigene Darstellung auf Basis von Majunke Consulting, Bureau van Dijk (Dafne, Zephyr), Preqin und eigenen Recherchen

sellschaften deutlich beim Beschäftigtenvolumen (96.000 Beschäftigte von 161.000 Beschäftigte bzw. 60 Prozent) und dem Transaktionsvolumen (15,6 Mrd. Euro von 28 Mrd. Euro bzw. 56 Prozent) vorn. Hier entfielen auf die strategischen Investoren jeweils Werte von nur knapp unter 30 Prozent. Es wurden nur sieben Börsengänge in den beiden Jahren erreicht (4 Prozent), die 11 Prozent des Beschäftigtenvolumens und 14 Prozent des Transaktionsvolumens auf sich vereinigten. Damit lagen diese Volumina in beiden Jahren unter den Werten des Jahres 2013. Von den elf registrierten Insolvenzen (7 Prozent) waren knapp 2000 Beschäftigte betroffen (1 Prozent)<sup>7</sup>. Die beiden weiteren Exit-Optionen der Verkäufe an Privatpersonen und der **Management Buyouts** spielten mit knapp fünf Prozent der Exits und zwei Prozent der Beschäftigten nur eine marginale Rolle.

Im nächsten Schritt wird die Käuferseite von Portfolio-Unternehmen nach dem rechtlichen Sitz des Headquarters betrachtet. Bei Börsengängen und Insolvenzen sind die Herkunftsländer nicht ermittelbar, so dass die Herkunftsländer für insgesamt 146 Exits angegeben werden können (Tabelle 11). In beiden Jahren stellten Akteure aus Deutschland die mit Abstand größte Käufergruppe (insgesamt 60 von 146 Exits bzw. 41 Prozent). Auf dem zweiten Rang lagen Käufer aus Großbritannien und den Vereinigten Staaten (je 14 Prozent), gefolgt von Käufern aus Frankreich/Benelux (15 Prozent).

Werden die beiden Jahre separat betrachtet, dann zeigt sich ein hoher Anteil von asiatischen Käufern im Jahr 2015 (16%), was im Gesamtzeitraum zu einem Anteil von 13 Prozent geführt hat. Da bereits bei der Darstellung nach Käufertypen deutlich geworden ist, dass gut ein Drittel der Exits Secondary Buyouts darstellen, wurde zusätzlich der Anteil der Private-Equity-Gesellschaften für die einzelnen Herkunftsländer bzw. Regionen abgefragt. Hier zeigt sich, dass gut zwei Fünftel der Exit-Erwerber aus Deutschland Private-Equity-Gesellschaften sind, auf einem ähnlichen Niveau befinden sich die Käufer aus den Vereinigten Staaten und aus Frankreich/Benelux. Dagegen sind Käufer aus Großbritannien zu 90 Prozent Finanzinvestoren. Hohe Anteile (allerdings bei einer geringen absoluten Fallzahl) weisen hier auch die Käufer aus Skandinavien und dem sonstigen Europa auf.

Wie bei der Gegenüberstellung der Herkunftsländer von Verkäufern und Käufern bei den Buyouts können diese auch bezüglich der Exits 2014 und

---

<sup>7</sup> Die Insolvenzen umfassen nur Unternehmen, die in den Jahren 2014 oder 2015 einen Buyout erlebt haben; d. h. das reale Volumen der Insolvenzen aus früheren Buyout-Jahren liegt vermutlich höher. Für die insolvent gegangenen Unternehmen wird mangels belastbarer Daten kein Transaktionsvolumen geschätzt.

**Käufer bei Exits nach dem Herkunftsland und Anteile von PEG 2014 und 2015**

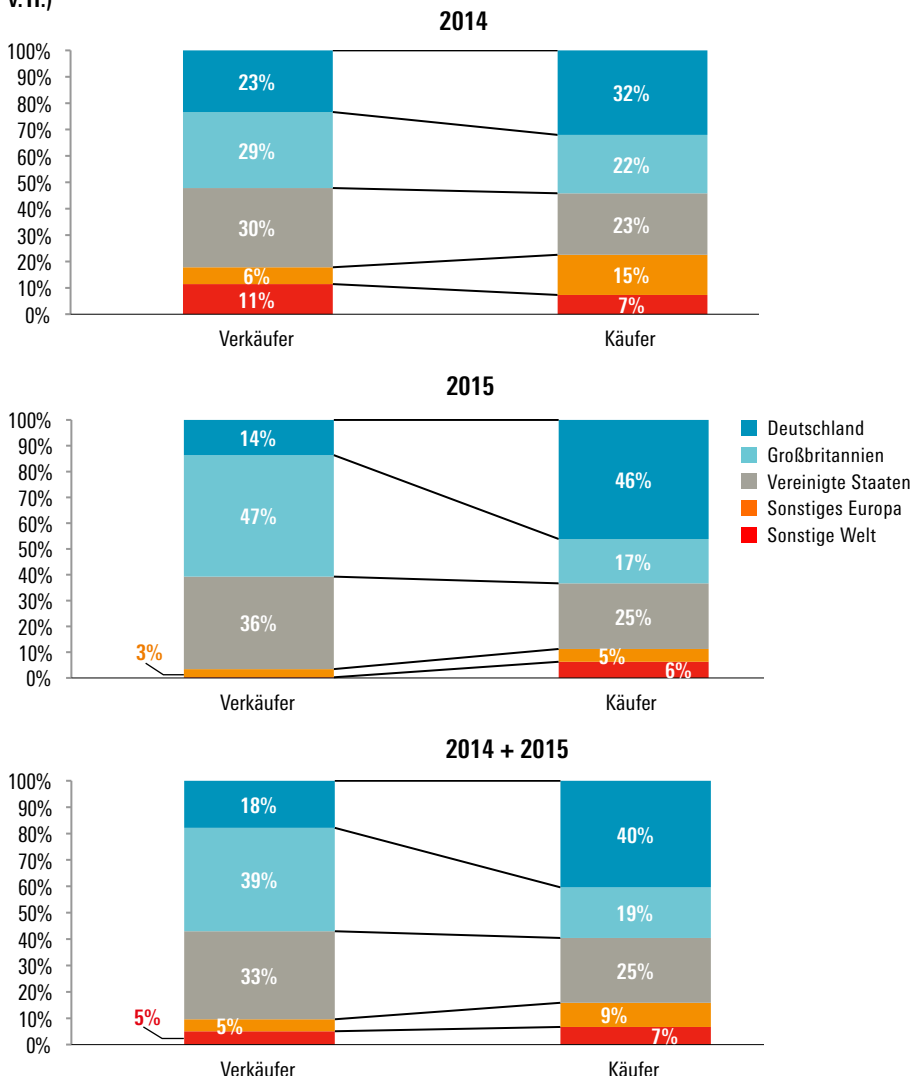
Unternehmenssitz	2014			2015			2014 + 2015		
	absolut	Anteil	davon Anzahl PEG	absolut	Anteil	davon Anzahl PEG	absolut	Anteil	davon Anzahl PEG
Deutschland	35	46%	18	25	36%	7	60	41%	25
Großbritannien	9	12%	8	11	16%	10	20	14%	18
Vereinigte Staaten	9	12%	5	11	16%	3	20	14%	8
Frankreich/Benelux	11	15%	5	6	9%	3	17	12%	8
Skandinavien	4	5%	2	1	1%	1	5	3%	3
Sonstiges Europa	2	3%	1	3	4%	2	5	3%	3
Asien	5	7%	0	11	16%	2	16	11%	2
Sonstige Welt	1	1%	0	2	3%	0	3	2%	0
Summe***	76	101%	39	70	101%	28	146	100%	67

\*\*\*Die Summe weicht von den Einzelwerten aufgrund von Rundungsfehlern ab.

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

2015 verdeutlicht werden (Abb. 21). Hierzu wurde wiederum auf die Anteile am Transaktionsvolumen (Minimum-Multiplikator) abgestellt, die für das Jahr 2014 für 96 Prozent der Exits und für das Jahr 2015 für alle Exits vorliegen. (Da für die Käufer bei Börsengängen und Insolvenzen keine Herkunftsländer benannt werden, fällt das Transaktionsaktionsvolumen für die Käuferseite geringer aus, und zwar mit 85 Prozent des für das Jahr 2014 bzw. mit 94 Prozent des für das 2015 ermittelten Kapitalvolumens.) Insgesamt stieg mit den Exits des Betrachtungszeitraums 2014/15 die Eigentümerschaft von Unternehmen/Personen mit dem Herkunftsland Deutschland von 18 Prozent auf 40 Prozent. Demgegenüber sanken die Anteile von Großbritannien von 39 Prozent auf 19 Prozent und der Vereinigten Staaten von 33 Prozent auf 25 Prozent. Die Anteile von Akteuren aus anderen Ländern stiegen mit dem Exit leicht an, blieben aber insgesamt geringwertig bei einem Sechstel des Transaktionsvolumens. Im Vergleich beider Jahre fällt auf, dass sich der Anteil Großbritanniens im Jahr 2015 besonders stark reduziert hat.

**Verkäufer und Käufer bei Exits 2014 und 2015 nach den Herkunftsländern (Transaktionsvolumen in v. H.)**



Quelle: eigene Darstellung mit Majunke Consult, BvD (Dafne, Zephyr), Preqin u. eig. Recherchen, n = 167 Exits



Im Vergleich mit 2013 (vgl. Scheuplein/Teetz 2015a) zeichnet sich auch bei den Exits ab, dass deutsche Käufer stärker in den Markt eingreifen konnten und auch Akteure aus anderen europäischen Ländern stärker engagiert waren. Neben dem gesunkenen Anteil von Käufern aus Großbritannien ist auch der niedrigere Anteil von Investoren aus der „sonstigen Welt“ auffällig. Nachdem diese 2013 mehr als ein Viertel des Transaktionsvolumens bei den Exits stellten, hat sich dieser Trend nicht fortgesetzt.

Dass die Zielunternehmen bei Exits zu einem nach wie vor gewichtigen Teil zwischen ausländischen Eigentümern gehandelt werden, zeigt [Abbildung 22](#). Hier werden die Anteile am Transaktionsvolumen (Minimum-Multiplikator) an den Exits der Jahre 2014 und 2015 als Stromgröße zwischen den Beteiligten nach Herkunftsländern darstellt. Die Pfeilrichtung zeigt die Übertragung der Unternehmensanteile vom Käufer zum Verkäufer an. Dabei wird nur der Anteil am Transaktionsvolumen angegeben, für den das Land des Hauptsitzens auf beiden Seiten bekannt ist. Damit konnten für 2014 etwa 81 Prozent und für 2015 gut 94 Prozent des geschätzten Transaktionsvolumens einbezogen werden.

In der Gesamtbetrachtung der Jahre 2014 und 2015 wurden die höchsten Transaktionsvolumina von Verkäufern mit dem Hauptsitz Großbritannien (19 Prozent) bzw. dem Hauptsitz Vereinigte Staaten (13 Prozent) an Käufer mit dem Hauptsitz Deutschland übertragen. Danach waren Eigentumswechsel von Unternehmen innerhalb der Vereinigten Staaten (13 Prozent), innerhalb Großbritanniens (12 Prozent) und innerhalb Deutschlands (8 Prozent) bedeutend. Damit sind fast drei Viertel des Transaktionsvolumens aufgeführt; die Eigentumswechsel mit weiteren Akteuren bzw. in andere Richtungen blieben dagegen quantitativ gering.

In [Abbildung 22](#) wird die Verschiebung der Unternehmenskontrolle zwischen den Eigentümern bei den Exits gezeigt – wie zuvor bei der [Abbildung 16](#) für die Verschiebung der Unternehmenskontrolle bei den Buyouts. Die Pfeilrichtung stellt wiederum den Übergang des Unternehmenswertes vom Verkäufer zum Käufer dar. Die Pfeile zwischen den Kästen stehen für Transaktionen zwischen Eigentümern verschiedener Herkunftsländer, die Pfeile innerhalb der Kästen symbolisieren Transaktionen zwischen den Eigentümern eines gemeinsamen Herkunftslandes.

Die Jahre 2014 und 2015 werden gesondert betrachtet, um einige Unterschiede aufzuzeigen. Beim Jahr 2014 fällt der große Anteil am Transaktionsvolumen von 17 Prozent durch Unternehmensverkäufe deutscher Private-Equity-Gesellschaft an deutsche Käufer auf ([Abb. 22](#)). Weitere 12 Prozent des Transaktionsvolumens sind Verkäufen aus der „Sonstigen Welt“ an US-ame-

rikanische Käufer zuzuordnen. Bedeutend waren zudem britische „Binnen-transaktionen“, Verkäufe von den Vereinigten Staaten nach Großbritannien sowie von den Vereinigten Staaten nach Deutschland (jeweils 11 Prozent).

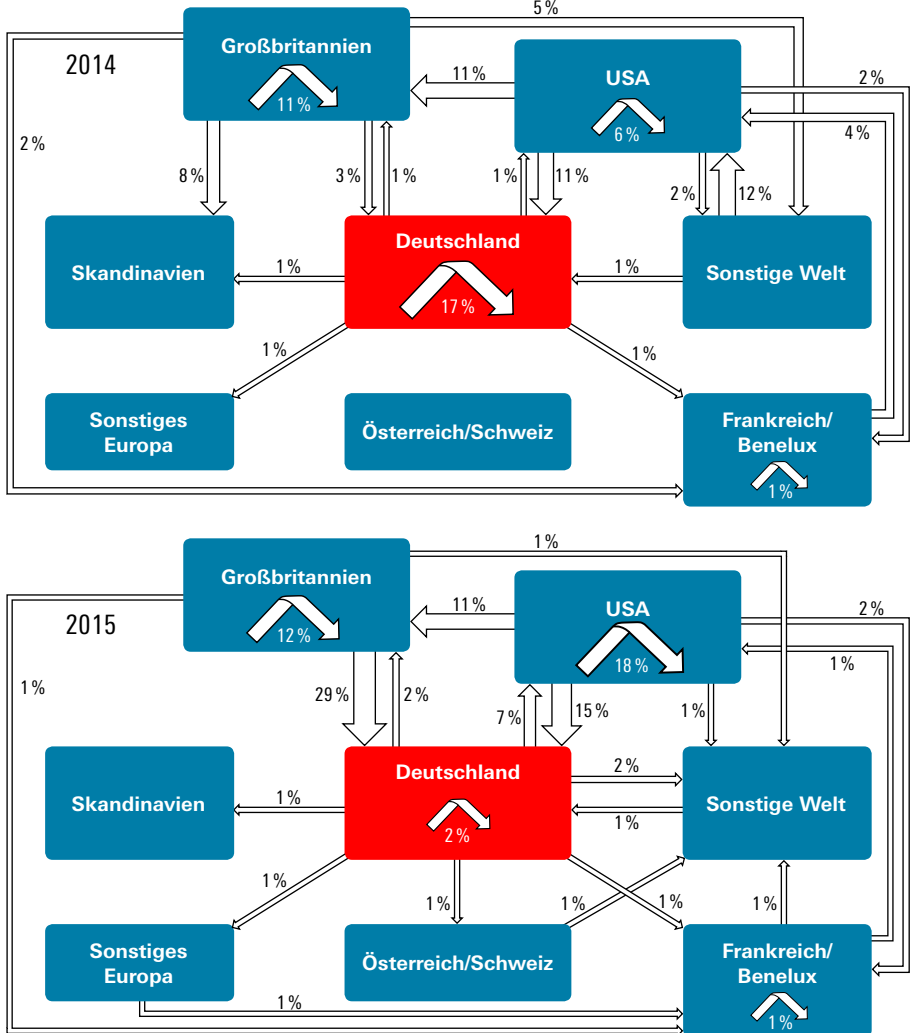
2015 wurde das Exit-Geschehen dominiert durch Transaktionen von Großbritannien nach Deutschland mit einem Anteil am Transaktionsvolumen von 29 Prozent (wobei der Secondary Buyout der Autobahn Tank & Rast Holding besonders bedeutsam war). Ebenfalls größere Anteile nahmen die Exits ein, bei denen Unternehmen zwischen Akteuren innerhalb der USA (18 Prozent) veräußert wurden bzw. bei denen US-amerikanische Finanzinvestoren Unternehmen an deutsche Käufer (15 Prozent) weitergaben. Weitere bedeutende Transaktionsbeziehungen bestanden zwischen Käufern und Verkäufern innerhalb von Großbritannien (12 Prozent) sowie zwischen Verkäufern aus Deutschland und Käufern aus den Vereinigten Staaten (7 Prozent).

Bezieht man das Jahr 2013 mit ein (Scheuplein/Teetz 2015a, S. 53), dann kann anhand dieses kurzen Zeitraums die These formuliert werden, dass an den Exits vor allem das „Dreieck“ Deutschland, Großbritannien und den Vereinigten Staaten beteiligt ist. Aufgrund des Engagements von strategischen Investoren aus Deutschland als Käufer nimmt der Eigentumsanteil Deutschlands zu. Aufgrund der ebenfalls hohen Aktivität von Private-Equity-Investoren aus Großbritannien und den USA ist das Transaktionsniveau innerhalb und zwischen den Vereinigten Staaten und Großbritannien hoch. Da die USA bei den Exits zudem mit strategischen Investoren beteiligt sind, verliert das Land geringere Eigentumsanteile im Zuge der Exits als Großbritannien. In Skandinavien – d. h. vor allem in Schweden – und in der Region Frankreich/Benelux befindet sich zudem eine kritische Masse an Finanzinvestoren, die in zumindest einem der beiden Jahre 2014 oder 2015 zu einem erhöhten Transaktionsvolumen geführt hat.

Um die Struktur der Käufer bei Exits näher zu beleuchten, werden im Folgenden zunächst die nicht-finanziellen Unternehmen (d. h. strategische Investoren) betrachtet und anschließend die Private-Equity-Gesellschaften. In der Betrachtung der nicht-finanziellen Unternehmen als Käufer von Exits nach Umsatzgrößenklassen in den Jahren 2014 und 2015 zeigt sich, dass die Portfolio-Unternehmen vor allem an große und sehr große Investoren veräußert wurden (Tab. 12). Mehr als die Hälfte der Käufer generierte Umsätze jenseits der 1 Mrd. Euro Grenze, ein weiteres knappes Drittel der Käufer erzielte einen Umsatz zwischen 100 Mio. Euro und 1 Mrd. Euro. Werden die beiden Exit-Jahre getrennt betrachtet, dann zeigt sich ein besonders hoher Anteil großer Unternehmen (> 1 Mrd. Euro Umsatz) im Jahr 2015, in dem diese fast zwei Drittel aller Käufer ausmachten.

Abbildung 22

**Verschiebung der Unternehmenskontrolle nach Herkunftsländern bei Exits 2014 und 2015  
(Transaktionsvolumen in Prozent)**



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

### Nicht-finanzielle Unternehmen als Käufer von Exit-Unternehmen 2014 und 2015 nach Umsatzgrößenklassen

Klasse	2014		2015		2014 + 2015	
	Anzahl	Anteil	Anzahl	Anteil	Anzahl	Anteil
1 bis < 10 Mio. €	2	8%	0	0%	2	3%
10 bis < 50 Mio. €	1	4%	2	6%	3	5%
50 bis < 100 Mio. €	5	19%	1	3%	6	10%
100 bis < 500 Mio. €	5	19%	3	9%	8	14%
500 bis < 1.000 Mio. €	4	15%	6	18%	10	17%
ab 1 Mrd. €	9	35%	21	64%	30	51%
Summe	26	100%	33	100%	59	100%

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

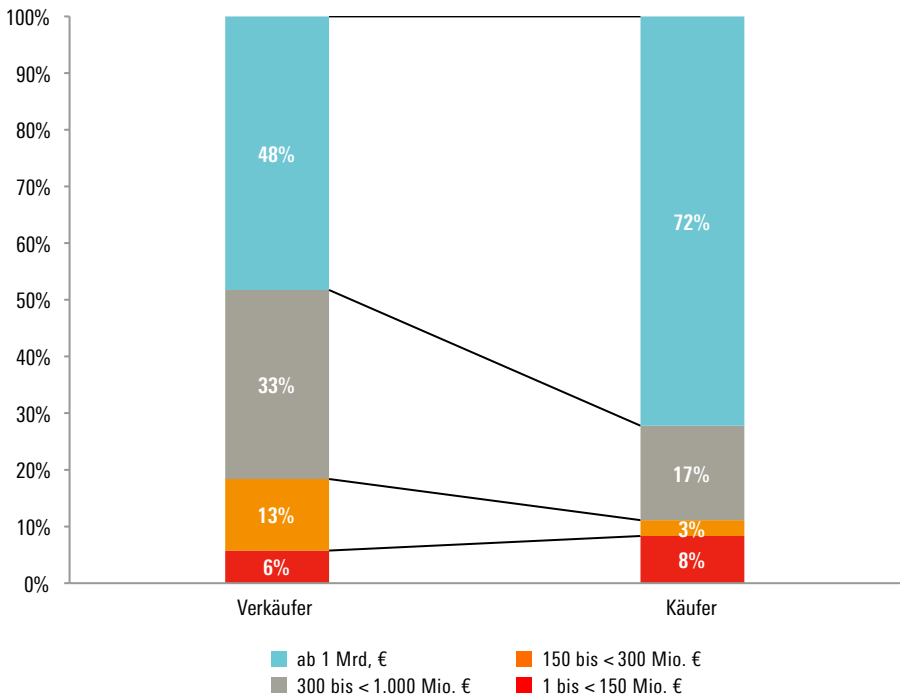
Da die Umsatzgrößenklassen der nicht-finanziellen Unternehmen kein geeignetes Merkmal zur Klassifizierung der Private-Equity-Gesellschaften sind, werden die PE-Gesellschaften mit der Höhe des von ihnen verwalteten Kapitals dargestellt. [Abbildung 23](#) verdeutlicht die Anteile an entsprechenden Klassen für die Jahre 2014 bzw. 2015, und stellt dabei die PEG auf der Verkäuferseite denjenigen der Käuferseite gegenüber. Aufgrund der geringen Fallzahlen auf der Käuferseite sind die Ergebnisse für beide Jahre hier in einer Abbildung dargestellt. Auffällig ist, dass der Anteil der finanzstärksten PEG mit einem verwalteten Kapital größer als 1 Mrd. Euro, die als Käufer bei den Exits auftraten, wesentlich höher ausfällt als bei den Verkäufern. Demgegenüber reduzieren sich die Anteile von Private-Equity-Gesellschaften mit einem Fondsvolumen von 150 Mio. Euro bis zu 1 Mrd. Euro. Secondary Buyouts sind somit auch als Übergänge zu kapitalstarken PE-Gesellschaften mit sehr großen Fondsvolumina zu verstehen.

Die Bedeutung von Akteuren aus der angelsächsischen Finanzwelt bei den Exits wurde oben bereits für alle erfassten Käufer und Verkäufer dargestellt ([Abb. 21](#)). Auch bei der Betrachtung ausschließlich der Secondary Buyouts als Teil der Exit bestätigt sich deren Rolle ([Abb. 24](#)). Bei den 66 Secondary Buyouts in den Jahren 2014/2015 hatten Finanzinvestoren aus Großbritannien und den Vereinigten Staaten gemessen am Transaktionsvolumen auf der Verkäuferseite einen Anteil von 78 Prozent (12,2 Mrd. Euro von 15,6 Mrd. Euro

Transaktionsvolumen) und auf der Käuferseite von etwa 60 Prozent (9,3 Mrd. Euro von 15,6 Mrd. Euro Transaktionsvolumen). Diese Dominanz britischer und US-amerikanischer Finanzinvestoren, die sich auch für 2013 schon gezeigt hatte, wird durch einen Ausreißer abgeschwächt: Die überraschend starke Stellung deutscher PEG auf der Käuferseite (28 Prozent) verdankt sich dem bereits erwähnten großen Deal aus 2015 (Verkauf der Handelskette Tank und Rast Holding an ein Konsortium mit deutscher Federführung). Die PEG anderer europäischer Länder traten ebenfalls in den letzten beiden

Abbildung 23

### Anteile der PEG als Verkäufer und Käufer von Exit-Unternehmen 2014/2015 nach Größenklassen des verwalteten Kapitals



Quelle: eigene Darstellung auf Basis von Majunke Consulting, Bureau van Dijk (Dafne, Zephyr), Preqin und eigenen Recherchen; n = 87 (Verkäufer) bzw. 36 (Käufer)

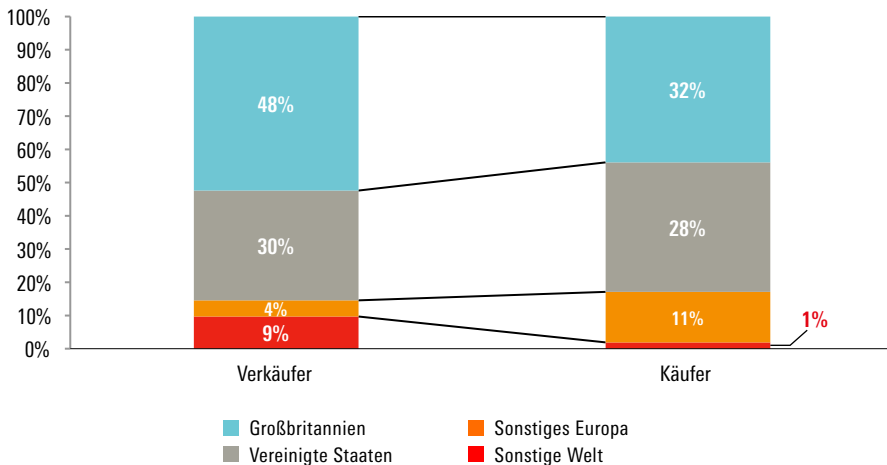
Jahren bei Secondary Buyouts auf und konnten auf der Käuferseite mit einem Anteil am Transaktionsvolumen von 11 Prozent stärker auftreten als auf der Verkäuferseite.

Berücksichtigt man diese Secondary Buyouts bei der oben dargestellten Verschiebung der Unternehmenskontrolle zwischen Verkäufern und Käufern nach dem Herkunftsland (Abb. 22), dann unterstreicht dies noch einmal die Bedeutung von Großbritannien und den Vereinigten Staaten. Immerhin 46 Prozent des Transaktionsvolumens wurde bei Deals gehandelt, bei denen sowohl der Käufer wie der Verkäufer innerhalb eines der beiden Länder seinen Unternehmenssitz hatte oder bei denen Käufer und Verkäufer zwischen diesen beiden Ländern handelten. Daneben profilierten sich US-amerikanische PEG als Käufer von Portfolio-Unternehmen, die zuvor von Beteiligungsgesellschaften mit einem Unternehmenssitz in Deutschland (7 Prozent) bzw. der sonstigen Welt gehalten worden waren (12 Prozent).

Die Untersuchung der Eigentümer nach einem Exit in diesem Abschnitt hat gezeigt, dass die strategischen Investoren in den meisten Fällen die Käuferseite in den Jahren 2014/15 stellten. Unter wirtschaftlichen Aspekten wie

Abbildung 24

#### Anteile der PEG als Verkäufer und Käufer von Exit-Unternehmen 2014/2015 am Transaktionsvolumen



Quelle: eigene Darstellung auf Basis von Majunke Consulting, Bureau van Dijk (Dafne, Zephyr), Prequin und eigenen Recherchen; n = 66 Secondary Buyouts

der Beschäftigtenzahl in den Exit-Unternehmen und dem Transaktionsvolumen fielen allerdings die Finanzinvestoren stärker ins Gewicht. Nach dem Unternehmenssitz waren die Käufer in Deutschland sowohl nach der Anzahl, wie nach dem Beschäftigten- und Transaktionsvolumen führend. Insofern führen die Exits partiell zu einer Re-Nationalisierung der Eigentümerschaft, auch wenn dieser Anteil nicht so hoch ausfällt wie bei der Eigentümerschaft vor dem Buyout. Ansonsten sind die Unternehmenssitze von Käufern aus dem Ausland breit gestreut, wobei die wichtigsten Positionen Erwerber aus den USA, aus Großbritannien und aus Frankreich/Benelux einnahmen. Im direkten Vergleich mit 2013 sind die deutschen und die sonstigen europäischen Käufer aktiver geworden. Bezieht man sich nur auf die Private Equity Gesellschaften als Käufer von Exits, dann setzte sich die Dominanz der britischen und US-amerikanischen PEG – abgesehen von einem Ausreißer mit deutscher Beteiligung – fort. Es konnte zudem gezeigt werden, dass bei den Secondary Buyouts häufig Unternehmen von kleineren PE-Gesellschaften an kapitalstarke PE-Gesellschaften weitergereicht worden sind.

## 5 UNTERNEHMENSMITBESTIMMUNG UND PRIVATE EQUITY

---

Die Rahmenbedingungen, die Private Equity für Portfolio-Unternehmen mit sich bringt, d. h. u. a. einen erneuten Eigentümerwechsel nach fünf bis sechs Jahren (Kap. 4), einen erhöhten Gewinndruck durch die Investoren und eine Senkung der Eigenkapitalquote, birgt besondere Herausforderungen für die Mitbestimmung auf betrieblicher Ebene und Unternehmensebene. So berichten Studien zu Großbritannien und den Vereinigten Staaten davon, dass die Einflussmöglichkeiten von Betriebsräten und Gewerkschaften mit der Eigentumsform Private Equity sinken (Folkman u. a. 2009, Beeferman 2009, Clark 2009 und 2011, Appelbaum/Batt 2014). Auch beim Boom von Private Equity für Deutschland zwischen 2004 und 2008 in einzelnen Fällen von einem Angriff auf die industriellen Beziehungen in den Unternehmen berichtet (Hennemann 2007), wobei Fallstudien-basierte Untersuchungen dies inzwischen quantitativ relativiert haben (Lippert/Jürgens 2012; Haves u. a. 2013; Haves/Vitols/Wittke 2014). Im Kontext einer sinkenden Bindefähigkeit des Systems der Unternehmensmitbestimmung (Sick/Pütz 2011; Sick 2015; Ehrenstein 2016) steht jedoch in Frage, ob Finanzinvestoren diesen Trend verstärken. Aus diesem Grund soll hier ein Überblick über die potenziell mitbestimmungspflichtigen Unternehmen im Eigentum von Private Equity gegeben werden. Nach einem Überblick zu den Rahmenbedingungen (Kap. 5.1) und dem methodischen Vorgehen (Kap. 5.2) wird geprüft, ob bei den Portfolio-Unternehmen mit mehr als 2.000 Beschäftigten, die im Zeitraum 2006 bis 2015 von einem Finanzinvestor übernommen worden sind, im ersten Quartal 2016 im signifikanten Maß eine Eigentümerschaft von Finanzinvestoren vorlag und ob diese Unternehmen aktuell der paritätischen Unternehmensmitbestimmung unterliegen (Kap. 5.3).

### 5.1 Arbeitsrechtliche Rahmenbedingungen

Die arbeitnehmerseitige Unternehmensmitbestimmung ist im Wesentlichen durch das Mitbestimmungs- sowie Drittelbeteiligungsgesetz geregelt und wird durch die Festlegung eines entsprechenden Stimmenverhältnisses im Aufsichtsrat sichergestellt. Welche der rechtlichen Regelungen zum Tragen kommen, bzw. ob ein Unternehmen überhaupt den gesetzlichen Vorschriften



ten unterliegt, ist einerseits von seiner Rechtsform abhängig und wird andererseits durch seine Beschäftigtenzahl determiniert. Das Mitbestimmungsgesetz, das eine paritätische Zusammensetzung des Kontrollgremiums vorsieht und damit Arbeitnehmervertretern die weitreichenderen Einflussmöglichkeiten auf die Unternehmensführung einräumt, gilt für Aktien- und Kommanditgesellschaften auf Aktien sowie Kapitalgesellschaften, die regelmäßig mehr als 2.000 Mitarbeiter beschäftigen.

Dabei werden beim Kriterium der Beschäftigtengröße bisher ausschließlich die Beschäftigten in Deutschland berücksichtigt, was rechtlich umstritten ist (vgl. Frohnmayer/Klein-Wiele 2015). In diesem Zusammenhang ist auch ein Beschluss des Kammergerichts Berlin vom 16.10.2015 zu erwähnen: Hier wurde in Frage gestellt, dass ausländische Arbeitnehmer bisweilen von Aufsichtsratswahlen ausgeschlossen sind (ebd.). Nach entsprechender Vorlage befasst sich aktuell der Europäischen Gerichtshof mit der Frage, ob die Regelungen der deutschen Unternehmensmitbestimmung mit dem europäischen Recht auf Arbeitnehmerfreizügigkeit sowie dem Diskriminierungsverbot vereinbar sind. Eine diesbezügliche Entscheidung wird für 2017 erwartet und könnte weitreichende Folgen für die Unternehmensmitbestimmung in Deutschland und Europa haben (vgl. Pütz/Sick 2015).

Die Rechtsformen hingegen, die das Mitbestimmungsgesetz von 1976 für seine Anwendbarkeit nennt, eröffnen Anteilseignern insbesondere vor dem Hintergrund neuerer wirtschaftsrechtlicher Entwicklungen im Euroraum zunehmend Möglichkeiten der Vermeidung der arbeitnehmerseitigen Unternehmensmitbestimmung. So verweisen Sick/Pütz (2011) auf eine Zunahme der Aktivität von Unternehmen mit europäischen bzw. ausländischen Rechtsformen in Deutschland, die die Rechtsprechung des Europäischen Gerichtshofes zu ihrer Niederlassungsfreiheit ermöglicht hat. Für diese gilt das Mitbestimmungsgesetz nicht explizit, so dass es in der Praxis bisher auch nicht angewendet wird. Der europäische Integrationsprozess führt somit zu einer wachsenden Zahl an Optionen zur Mitbestimmungsvermeidung (vgl. Sick 2015).

## 5.2 Methodisches Vorgehen

Es wurde angestrebt alle Unternehmen in Deutschland mit mehr als 2.000 Beschäftigten, die potentiell der paritätischen Mitbestimmungspflicht unterliegen und die einen Finanzinvestor in relevantem Maß als Eigentümer im ersten Quartal 2016 haben, zu erfassen. Die Ausgangsbasis bestand zum ei-

nen in den 1.057 Buyouts, die im Rahmen dieser Studie und der Vorgängerstudie (Scheuplein/Teetz 2015) für die Jahre 2011 bis 2015 aus verschiedenen Quellen zusammengetragen und gesichtet worden waren. Zum anderen wurde für die Jahre 2006 bis 2010 ein Sample auf der Basis des Informationsdienstleisters Majunke Consulting zusammengestellt. Im nächsten Schritt wurden die aktuellen Beschäftigtenzahlen der Portfolio-Unternehmen sowie deren nationaler Konzernmutter und die aktuelle Rechtsform über die Dafne-Datenbank erhoben. Anschließend wurden die Betriebe mit weniger als 1.800 Beschäftigten aussortiert. Unternehmen mit 1.800 bis 2.000 Beschäftigten wurden einbezogen, um zu testen, ob ein Übergangsbereich existiert, in dem Unternehmen bewusst unterhalb der gesetzlichen Schwelle von 2.000 Beschäftigten gehalten werden. Danach erfolgte eine Einzelfallprüfung hinsichtlich der Anteilseigner der verbleibenden Unternehmen über die oben genannte Datenbank sowie über publizierte Jahres- bzw. Konzernabschlüsse und über Internetquellen, um sicherzustellen, dass die Unternehmen sich nach wie vor im Portfolio einer Private-Equity-Gesellschaft befinden. Schließlich wurden die einzelnen Mitarbeiterzahlen möglichst um ausländische Beschäftigte bereinigt, um so der in [Kapitel 5.1](#) dargestellten (bisher) gängigen Praxis bei der Anwendung des Mitbestimmungsgesetzes Rechnung zu tragen. Es wurden alle Rechtsformen aufgeführt, um ggf. den Wechsel von Rechtsformen in der jüngeren Zeit überprüfen zu können, d.h. auch die SE, die nur historisch gültige Rechtsbestände tradiert (vgl. Rieble 2006). Zuletzt wurde anhand der Datenbank der Hans-Böckler-Stiftung überprüft, ob die übriggebliebenen Unternehmen tatsächlich paritätisch mitbestimmt werden.

### 5.3 Ergebnisse

Im ersten Quartal 2016 konnten insgesamt 52 Unternehmen mit mehr als 2.000 Beschäftigten gezählt werden, deren Anteile zu einem signifikanten Teil durch Private-Equity-Gesellschaften bzw. deren Fonds gehalten werden. Hinzu kommen sechs Unternehmen mit 1.800 bis 2.000 Mitarbeitern. Bezogen auf die 52 Unternehmen mit mehr als 2.000 Beschäftigten agierten 77 Prozent in der Rechtsform einer GmbH, 17 Prozent als AG, 4 Prozent als GmbH & Co. KG sowie ein Unternehmen als SE (2 Prozent).

Insgesamt beläuft sich die Summe der Mitarbeiterzahl für Unternehmen >2.000 Beschäftigte auf 227 Tausend und für Unternehmen >1.800 Beschäftigte auf 238 Tausend. Knapp ein Drittel der Unternehmen zählt mehr als 5.000 Beschäftigte (Tabelle 13).

Tabelle 13

**Portfolio-Unternehmen mit mehr als 2.000 Beschäftigten und Anteil der Unternehmensmitbestimmung nach Beschäftigtengrößenklassen**

Beschäftigtengrößenklasse	Unternehmen		Unternehmensmitbestimmung	
	Anzahl	Anteil*	Anzahl	Anteil an der Größenklasse
2.000 bis 2.999	15	29%	4	27%
3.000 bis 4.999	21	40%	10	48%
ab 5.000	16	31%	7	44%
Summe:	52	100%	21	40%
nachrichtlich: < 2.000	6	–	3	50%

\*bezogen auf die Summe von 52 Unternehmen

Quelle: eigene Darstellung auf Basis von Majunke Consulting, Dafne und eigenen Recherchen

21 Unternehmen (40 Prozent) mit mehr als 2.000 sind paritätisch mitbestimmt. Dabei erreicht die Unternehmensmitbestimmung bei Unternehmen mit 3.000 bis 5.000 Beschäftigten einen Wert von 48 Prozent und ist signifikant höher als bei Unternehmen mit 2.000 bis 3.000 Beschäftigten (27 Prozent). Ein größerer Übergangsbereich mit Unternehmen zwischen 1.800 und 2.000 Beschäftigten ist dagegen nicht feststellbar, außerdem sind die Unternehmen in diesem Bereich ebenfalls zu etwa zwei Fünfteln paritätisch mitbestimmt. Insgesamt findet die Mitbestimmung bei der Mehrheit der Unternehmen, an denen Private-Equity-Gesellschaften beteiligt sind, keine Anwendung.

## 6 ZUSAMMENFASSUNG UND SCHLUSSFOLGERUNGEN

---

### 6.1 Zusammenfassung der Ergebnisse

Finanzinvestoren bewegen sich auf dem wissenschaftlich insgesamt gut beobachteten Markt für Unternehmenskontrolle. Aufgrund ihres Geschäftsmodells sind Daten zu ihren Aktivitäten jedoch nicht leicht zu erschließen. Diese Studie sollte einen Teil dieser Forschungslücke für Deutschland und für die Jahre 2014 und 2015 schließen. Dabei sollten nicht nur die übernommenen Zielunternehmen perspektiviert, sondern auch die Private-Equity-Investoren, die Verkäufer bei den Übernahmen sowie die Käufer bei den Exits näher betrachtet werden. Methodisch beruht die Studie auf der Auswertung von Transaktionsdaten aus der Quelle verschiedener Informationsdienstleister (Bureau van Dijk, Majunke Consulting, Preqin), die mit Angaben aus weiteren Unternehmensdatenbanken ergänzt wurden. Das Transaktionsvolumen der erworbenen Unternehmen wurde, sofern der Kaufpreis nicht publiziert worden war, mit einem Multiple-Verfahren geschätzt. Aus den Ergebnissen können hier sechs Kernbotschaften herausgehoben werden:

#### 1. Ein stabiles Niveau der Firmenübernahmen

Die Finanz- und Wirtschaftskrise 2007/2008 und ihre Folgen haben die Private-Equity-Industrie über mehrere Jahre belastet. Zunächst zog die Krise die Portfolio-Unternehmen in Mitleidenschaft (Scholes/Wright 2009, Wilson u. a. 2012), was Folgen für deren Weiterverkaufsmöglichkeiten sowie für die Bewertung und die Rendite der Fonds hatte (Spangler 2013, S. 163–185; Gianfrate/Loewenthal 2015). Dies erschwerte in 2010/2011 auch das Fundraising der Fonds und den Zugang zu Krediten. In dieser Studie konnte gezeigt werden, dass sich in Deutschland die Anzahl der Übernahmen („buyouts“) seit dem Jahr 2012 bei ca. 200 Übernahmen pro Jahr stabilisiert hat und nur geringfügig um diesen Wert schwankt. Auch das Transaktionsvolumen, das sich in den Jahren 2014 und 2015 moderat erhöht hat und im Jahr 2015 bei 24,7 Mrd. Euro (Maximum-Multiplikator) lag, spricht für diese Kontinuität. Allerdings ist die Anzahl der betroffenen Beschäftigten rückläufig. So ist das Beschäftigungsvolumen in den Zielunternehmen im Jahr 2015 um 9 Prozent auf 106 Tausend Beschäftigte gesunken. Die Beschäftigtengröße der übernommenen Unternehmen hat sich im Durchschnitt verringert, wobei sie im

Jahr 2013 bei 518 Beschäftigten lag. Angesichts des insgesamt verbesserten Fundraising der Fonds (Invest Europe 2016, S. 11) ist zu vermuten, dass die konstante Zahl der Übernahmen bei sinkender Beschäftigungsgröße eher der Angebotslage als dem Kaufinteresse der Private-Equity-Fonds geschuldet war.

## **2. Käufe im industriellen Kernsektor und der Aufstieg der Dienstleistungen**

Übernahmen durch Finanzinvestoren finden in einer breiten Palette von Branchen statt, so dass sowohl arbeits- wie technologieintensive Unternehmen betroffen sind. Als eine durchgängige Konstante in den Jahren 2011 und 2015 fanden die meisten Übernahmen in den innovations- und exportstarken Industriebranchen – namentlich Chemie/Kunststoff, Elektrotechnik/Elektronik, Fahrzeugbau und Maschinen-/Anlagenbau – statt. In diesem Bereich waren im genannten Zeitraum in mehreren Jahren auch die meisten Beschäftigten angestellt.

Der zweitwichtigste Bereich waren die Dienstleistungen (zu denen Handel, Logistik, Finanzdienstleistungen und sonstige Dienstleistungen zählen), die im Jahr 2015 die meisten Beschäftigten stellten. Das Wachstum in diesem Bereich in den vergangenen Jahren zeigt, dass sich Private Equity eine neue Branchenexpertise erarbeitet hat. Dies ging mit einem Trend zur sektoralen Spezialisierung von Private-Equity-Häusern einher, während diese vor der Finanz- und Wirtschaftskrise meist in diversen Branchen tätig waren (Jowett/Jowett 2011). Da es sich bei den Dienstleistungen meist um beschäftigungsintensive Unternehmen handelt, bleibt hier abzuwarten, ob diese Unternehmen stärker als im industriellen Kernbereich durch Kostensenkung und personelle Reorganisationen restrukturiert werden.

## **3. Secondary Buyouts: das Karussell der Finanzinvestoren**

Die meisten Unternehmen in den Jahren 2014 und 2015 wurden von natürlichen Personen an Private-Equity-Gesellschaften veräußert. Dies spricht dafür, dass Private Equity häufig bei der Suche nach einem geeigneten Nachfolger eingeschaltet wird. Allerdings betrifft dies vor allem kleinere Unternehmen. Dagegen wurden Unternehmen mit fast der Hälfte der Beschäftigten von Investoren aus der Finanzwirtschaft – überwiegend ebenfalls Private-Equity-Gesellschaften – an andere Private-Equity-Gesellschaften weiterverkauft. Tatsächlich waren seit 2013 jährlich immer mehr als 40 Prozent der Beschäftigten von Secondary Buyouts betroffen – insbesondere jene in mittelgroßen bis größeren Unternehmen. Dieser Trend zeigt sich noch stärker, wenn die Exits

betrachtet werden: die Finanzinvestoren waren in den Jahren 2014/15 mit 40 Prozent der Übernahmen, 60 Prozent der Beschäftigten in den Exit-Unternehmen und 57 Prozent des Transaktionsvolumens die wichtigste Käufergruppe bei den Ausstiegen von Private-Equity-Gesellschaften.

Dies wirft zum einen Fragen nach der Geschäftsstrategie eines zweiten oder gar dritten Finanzinvestors auf, wenn die erste Private-Equity-Gesellschaft bereits das gängige Instrumentarium an Restrukturierungsmaßnahmen angewandt hat. Zum anderen fragt es sich, warum die Unternehmen nicht an strategische Investoren veräußert werden konnten, zumal hier aufgrund von Synergien höhere Kaufpreise realisiert werden sollten.

#### **4. Bedeutungsgewinn deutscher Private-Equity-Gesellschaften**

Das Private-Equity-Geschäft wird von zahlreichen Akteuren betrieben; so waren mindestens 240 Gesellschaften an den Übernahmen in den Jahren 2014 und 2015 Unternehmen in Deutschland beteiligt. Da der Standort von Unternehmenszentralen die strategischen Entscheidungen, die Transparenz der Entscheidungsfindung und die Vertrautheit mit den industriellen Beziehungen vor Ort beeinflussen kann, wurde der Unternehmenssitz der Private-Equity-Gesellschaften betrachtet. Bei den Übernahmen der Jahre 2014/15 dominierten weiter die britischen und die US-amerikanischen PE-Gesellschaften. In dem hier vorgelegten Ranking, in das gleichwertig die Kriterien „Anzahl Transaktionen“, „Beschäftigte in den Zielunternehmen“ und „Transaktionsvolumen“ eingeflossen sind, konnten die britischen und US-amerikanischen Akteure sechs der ersten acht Plätze belegen. Eine neue Entwicklung ist die verbesserte Platzierung von Finanzinvestoren mit dem Hauptsitz Deutschland. Auf den 15 ersten Plätzen des Rankings (auf denen 33 Gesellschaften vertreten sind) stammt die Hälfte der PE-Gesellschaften aus Deutschland. Demnach haben Private-Equity-Gesellschaften mit dem Hauptsitz Deutschland die meisten Buyouts (58 Prozent) realisiert. Auch wenn es sich dabei häufig um kleinere Zielunternehmen handelte, lagen die deutschen Private-Equity-Gesellschaften im Unterschied zu den Vorjahren auch bei der Beschäftigtenzahl in den Zielunternehmen (37 Prozent) und beim Transaktionsvolumen (28 Prozent) auf dem ersten Platz im Ländervergleich.

Dieser Aufstieg der Private-Equity-Gesellschaften aus Deutschland zeigt sich auch an der wachsenden Fondsgröße. Während Fondsgrößen über 1 Mrd. Euro zuvor nur bei ausländischen Gesellschaften festzustellen waren, erreichten inzwischen sechs deutsche Gesellschaften dieses Fondsvolumen.

## 5. Rückgang der Exits

Mit dem Verkauf eines Portfolio-Unternehmens (Exit) kann die Eigentümererschaft von Finanzinvestoren beendet und ein langfristiger neuer Rahmen der Eigentums- und Beschäftigungsstrukturen gegeben sein. Gegenüber dem Jahr 2013 sind die Exits in den Jahren 2014/15 mit jeweils etwa 80 Exits um ein Drittel zurückgegangen; die Beschäftigtenzahlen in den Exit-Unternehmen reduzierten sich um fast zwei Drittel in 2014 und erhöhten sich in 2015 leicht auf 83 Tausend Beschäftigte. Damit liegen diese Zahlen deutlich unter den Werten der Übernahmen in den Jahren 2014/2015. Über die Gründe für diese „Exit-Lücke“ kann hier nur spekuliert werden: Fusionen zwischen Private-Equity-geführten Unternehmen reduzieren die Zahl der Unternehmen. Zudem wird über den Exit-Typ „Insolvenz“ nicht systematisch berichtet, so dass er auch nur unvollständig in dieser Studie erfasst werden kann. Möglich ist auch eine Verkaufszurückhaltung seitens der Finanzinvestoren in der Niedrigzinsphase.

## 6. Große Unternehmen und die Situation der Mitbestimmung

Die Mitbestimmung in Deutschland auf Unternehmensebene und betrieblicher Ebene in Deutschland wird teilweise durch die Eigentümerseite in Frage gestellt – auch seitens einzelner Finanzinvestoren. Daher wurde in diesem Bericht die Zahl der Unternehmen mit mindestens 2.000 Beschäftigten, in denen üblicherweise die gesetzliche Mitbestimmung mit einem paritätisch besetzten Aufsichtsrat greift, zusammengestellt. Insgesamt konnten 52 Unternehmen mit einem signifikanten Eigentumsanteil von Finanzinvestoren identifiziert werden, die zusammen über 227 Tausend Mitarbeiter beschäftigen. Weniger als die Hälfte der Unternehmen (21 von 52 Unternehmen bzw. 40 Prozent) verfügte über einen paritätisch besetzten Aufsichtsrat. Dies ist kein Hinweis auf eine generell mitbestimmungsfeindliche Haltung von Private Equity, da keine Historie der Rechts- und Mitbestimmungsformen erstellt bzw. mit einem Vergleichssample konfrontiert wurde. Es ist aber ein erster Hinweis auf eine unzureichende Besetzung von Unternehmen im Eigentum von Finanzinvestoren mit Organen der Mitbestimmung.

## 6.2 Fazit: Neue Arrangements im Post-Finanzmarktkapitalismus

Hat das neu konsolidierte bundesrepublikanische Wirtschafts- und Sozialmodells die Geschäftsgrundlagen von Private Equity in den letzten Jahren schwieriger gemacht? Entlang dieser in der Einleitung gestellten Frage sollen die soeben referierten Einzelergebnisse im Folgenden in eine breitere theoretische Perspektive eingeordnet werden.

Nachdem sich das Buyout-Geschäft in Deutschland seit der Mitte der 1970er zögerlich entwickelt hatte (Jowett/Jowett 2011), stieg das Übernahmevervolumen erst in den 1990ern Jahren unter der Beteiligung von britischen und US-amerikanischen Finanzinvestoren an. Einen starken Impuls löste die Anfang 2002 in Kraft getretene Steuerfreiheit für Gewinne aus dem Verkauf von Kapitalgesellschaften aus, was zahlreiche Konzerne motivierte, sich von weniger ertragreichen Firmenteilen zu trennen. Die Jahre 2007 und 2008 wurden zu Rekordjahren des deutschen Beteiligungsmarktes (Achleitner u. a. 2006; Kaserer u. a. 2007; Scheuplein/Teetz 2015b). Innerhalb der damaligen wirtschafts- und gesellschaftspolitischen Kontroverse in Deutschland war man sich sowohl auf der Seite von Private-Equity-Befürwortern (Bunker 2005; Schäfer 2007; Beise/Schmittmann 2008) wie auch von Kritikern (Kamp/Krieger 2005; Huffschmid/Köppen/Rhode 2007) darüber einig, dass die Übernahmewelle die deutschen Industriestrukturen inklusive seines Corporate Governance-Systems durchgreifend verändern werde. Bei der „Auflösung der Deutschland AG“ (Beyer 2007) schienen die Finanzinvestoren in der Sichtweise beider Seiten eine Pionierrolle zu übernehmen. In der These des Finanzmarktkapitalismus, die eine Unterordnung der Realwirtschaft unter die Ziele der Finanzwirtschaft diagnostizierte (Aglietta 2000; Krippner 2005, Epstein 2005), wurde Private Equity daher als einer der relevanten Transmissionsriemen auf dem Weg zu einem neuen Wirtschafts- und Gesellschaftsmodell angesehen.

Tatsächlich wurde dieser Buyout-Boom durch die Finanzmarktkrise ab September 2008 jäh gestoppt. Da die Banken weltweit in Schwierigkeiten gerieten, wurden auch die Kredite für die Finanzinvestoren zurückgefahren, Exits mussten abgesagt werden und die Private-Equity-Gesellschaften mussten sich in den folgenden zwei Jahren stark um die Sanierung ihrer Unternehmen kümmern (Achleitner u. a. 2010). Mit dem Wiederanspringen der Konjunktur in Deutschland zu Jahresbeginn 2010 stabilisierte sich jedoch bald auch das Private-Equity-Geschäft wieder (Scheuplein/Teetz 2015a).

An dieser Stelle setzt die vorliegende Studie ein. Die Ergebnisse für 2014 und 2015 zeigten den Buyout-Markt in einer Seitwärtsbewegung, wobei die



Anzahl der Buyouts, das Beschäftigen- und das Transaktionsvolumen in ihrer Entwicklung nicht immer in die gleiche Richtung deuten. Weiterhin fanden jährlich mehr als 200 Übernahmen durch Finanzinvestoren statt, von denen über 100 Tausend Beschäftigten betroffen waren. Das rund ein Drittel aller Buyouts in den vergangenen Jahren im industriellen Kernsektor stattfanden und dies einen Anteil von 20 bis 30 Prozent der Beschäftigten ausmachte, trug zur gegenwärtigen Bedeutung von Private Equity in Deutschland bei. Insofern blieb in den vergangenen zwei Jahren das nach der Finanz- und Wirtschaftskrise wieder erreichte Geschäftsniveau gewahrt. Die sinkende Beschäftigtengröße der übernommenen Unternehmen, die im Jahr 2015 durchschnittlich 518 Beschäftigte erreicht hat, und die geringe Zahl übernommener Großunternehmen, die in 2014/2015 bei sechs Unternehmen mit mehr als 5.000 Beschäftigten lag, signalisieren eine nachlassende Verkaufsbereitschaft strategischer Akteure. Hier wirkt sich sicherlich die expansive Geldpolitik der Europäischen Zentralbank seit 2010 aus, die den Unternehmen neue Möglichkeiten der Finanzierung eröffnete und z.B. einen Schuldenabbau von Unternehmen förderte (Krüger 2015, S.46). Zwar können die Finanzinvestoren ihren Fremdkapitalanteil bei Übernahmen weiter erhöhen, was sich in höheren Multiples bzw. Kaufpreisen geltend macht (Garbs 2015) bzw. in einem erhöhten absolutem Transaktionsvolumen, wenn man den Maximum-Multiplikator heranzieht (vgl. Kap.3.1). Insgesamt hat dies die Zugriffsmöglichkeiten von Private Equity aber wohl eher gedämpft. Das Niedrig-Zins-Umfeld begrenzt die Expansionsmöglichkeiten für Private Equity auf der Seite des Angebots an übernahmewilligen Unternehmen. Zudem haben die strategischen Akteure den Wettbewerb auf dem Markt für Unternehmenskontrolle verschärft. Da sich das Fundraising der in Deutschland bzw. in Westeuropa tätigen Fonds in den vergangenen Jahren positiv entwickelt hat (Frank 2014; Invest Europe 2016, S. 11; Preqin 2016, S. 3) verfügt Private Equity jedoch über ein wachsendes finanzielles Polster für Interventionen am Markt. Gleichzeitig haben sich die Zahl und die Aktivitäten der in Deutschland angesiedelten Finanzinvestoren vergrößert (vgl. Kap. 3.3), so dass Private Equity über eine größere Operationsbasis im Heimatmarkt Deutschland verfügt. In einem veränderten makroökonomischen Umfeld, bei dem die strategischen Akteure stärkere finanzielle Restriktionen zu spüren bekommen, könnte eine weitere Aufwärtsentwicklung von Private Equity eintreten.

Dieses Ergebnis, wonach Private Equity in Deutschland fest verankert ist, während die Expansionsmöglichkeiten aktuell beschränkt erscheinen, korrespondiert mit Befunden, nach denen der Finanzmarktkapitalismus in Deutschland zwar zu nachweisbaren Veränderungen geführt hat, diese aber

nach diversen Parametern quantitativ gering ausgefallen sind bzw. sich nicht weiter fortsetzten (Faust/Thamm 2015; Heires/Nölke 2014). Vielmehr hat sich nach der Finanzkrise das deutsche Modell des Corporate Governance stabilisiert; z. B. hat die Kapitalmarktorientierung von Unternehmen nicht weiter zugenommen und die Bedeutung von Ankerinvestoren bei börsennotierten Unternehmen hat nicht weiter abgenommen.

Vor diesem Grund erscheint die stabile Entwicklung von Private Equity in Deutschland ein weiteres Element der Hybridisierung des deutschen Wirtschaftsmodells zu sein. Die erst vor 15 Jahren importierte Finanzierungsform ist etabliert und wird durch weitere inländische Akteure, deren Transaktionsgrößen zunehmen, praktiziert. Soweit es den Private-Equity-Bereich betrifft, scheint der Finanzmarktkapitalismus somit nicht durch einem „Regimewechsel“ (Hübner 2011) abgelöst bzw. generell überschätzt worden zu sein (Krumbein u. a. 2014). Private Equity hat in den letzten Jahren ein stetiges Geschäftsaufkommen gehabt und seine Gewinn- und Restrukturierungsansprüche zu einem guten Teil realisiert, sich zugleich aber mit anderen großen Akteuren in der Real- und Finanzwirtschaft bzw. dem System der industriellen Beziehungen in Deutschland vorerst arrangieren müssen.

# GLOSSAR

---

## **Buyout**

Übernahme von am Markt etablierten Firmen durch eine Private-Equity-Gesellschaft, wobei sich diese zeitlich befristet engagiert und einen relevanten Gewinnanteil durch den Wiederverkauf des Unternehmens erzielen möchte

## **EBIT**

Earnings before interests and taxes – Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit vor Zinsen (Finanzergebnis) und Ertragsteuern

## **Enterprise Value**

Im Rahmen von Transfers: Gesamtwert aller Mittel, die für die Überlassung des Eigentums aufgebracht werden (inkl. fremdkapitalfinanzierte Kaufbestandteile); Enterprise Value = Marktwert des Eigenkapitals + Nettofinanzverbindlichkeiten

## **Initial Public Offering (IPO)**

Börsengang

## **Leveraged Buyout (LBO)**

Buyout, der mit einem hohen Fremdkapitalanteil finanziert ist; dies wird als Leverage-Effekt („Hebeleffekt“) bezeichnet

## **Management Buyout (MBO)**

Übernahme durch einen neuen Eigentümer, wobei das Management des Zielunternehmens beteiligt wird

## **Multiple**

siehe Multiplikator

## **Multiplikator**

Vielfaches eines Basiswertes zur Schätzung des Kaufwertes eines Unternehmens; üblicherweise auf Basis des Umsatzes oder des Gewinns

## **Portfolio-Unternehmen**

Unternehmen, das von einer Private-Equity-Gesellschaft ganz oder in Teilen erworben wurde (siehe auch: Target)

### **Private-Equity-Gesellschaft**

Finanzdienstleister, der (a) den Kauf und Verkauf von Unternehmen zum Geschäftsinhalt hat, (b) sich direkt am Eigentum beteiligt und (c) einen relevanten Gewinnanteil durch den Wiederverkauf des Unternehmens erzielen möchte. Der Finanzdienstleister kann sich in der Gründungs- und Frühphase eines Portfolio-Unternehmens beteiligen (Venture Capital) oder in einer späteren Lebensphase (Buyout), was Auswirkungen u. a. auf die Management-Betreuung der Portfolio-Unternehmen und das eingesetzte Kapital hat.

### **Secondary Buyout**

Verkauf eines Portfolio-Unternehmens zwischen Private-Equity-Gesellschaften

### **strategischer Investor**

Investor, der den Inhalt seiner wirtschaftlichen Tätigkeit mit dem Zielunternehmen verbinden kann (im Gegensatz zum Typ des Finanzinvestors, dessen wirtschaftliche Tätigkeit keinen bestimmten Inhalt besitzt)

### **Syndizierung**

Aufteilung der Investitionssumme bei einer Unternehmensbeteiligung auf mehrere Investoren

### **Target**

potenzielles Portfolio-Unternehmen einer Private-Equity-Gesellschaft

### **Venture Capital**

Investition von Beteiligungskapital in der Frühphase durch einen Finanzinvestor, wobei der Finanzinvestor sich zeitlich befristet engagiert, meist aktiv an der Unternehmensführung teilnimmt und einen relevanten Gewinnanteil durch den Wiederverkauf des Unternehmens erzielen möchte

# LITERATUR

---

**Achleitner, Ann-Kristin/Metzger, Georg/Reiner, Uwe/Tchouvakhina, Margarita (2010):** Beteiligungsmarkt nach der Krise: Optimistischer Ausblick, aber Angebotslücke im Wachstumskapital wird grösser. KfW-Research. Frankfurt am Main: KfW.

**Achleitner, Ann-Kristin/Tchouvakhina, Margarita/Zimmermann, Volker/Ehrhart, Nick (2006):** Der deutsche Beteiligungsmarkt: Entwicklung der Anbieterstruktur. In: Finanz Betrieb, Vol. 8(7–8), S. 440–449.

**Aglietta, Michel (2000):** Ein neues Akkumulationsregime. Die Regulationstheorie auf dem Prüfstand. Hamburg: VSA Verlag.

**Appelbaum, Eileen/Batt, Rosemary (2014):** Private Equity at work: when Wall Street manages Main Street. New York: Russel Sage Foundation.

**Ballwieser, Wolfgang/Hachmeister, Dirk (2013):** Unternehmensbewertung: Prozeß, Methoden und Probleme, 4. Aufl., Stuttgart: Schäffer-Poeschel.

**Barthel, Carl W. (1996):** Unternehmenswert: Die zuschlagsorientierten Bewertungsverfahren, in: Der Betrieb, 49(27/28), S. 1349–1358.

**Beeferman, Larry W. (2009):** Private Equity and American Labor: Multiple, Pragmatic Responses Mirroring Labor's Strengths and Weaknesses. In: Journal of Industrial Relations, 51(4), S. 543–556.

**Beise, Marc/Schmittmann, Stefan (Hrsg.) (2008):** Geplündert? Gerettet? Durchgestartet? Wie sich der deutsche Mittelstand durch fremdes Eigenkapital verändert. München: Redline Wirtschaft.

**Berliner Morgenpost (2014):** Finanzinvestoren bieten für Berliner Median Kliniken. Berliner Morgenpost vom 11.9.2014. [www.morgenpost.de/printarchiv/wirtschaft/article132123425/Finanzinvestoren-bieten-fuer-Berliner-Median-Kliniken.html](http://www.morgenpost.de/printarchiv/wirtschaft/article132123425/Finanzinvestoren-bieten-fuer-Berliner-Median-Kliniken.html) (Abruf am 20.1.2015).

**Beyer, Jürgen (2007):** Primat der Finanzmarkt-orientierung – Zur Logik der Auflösung der Deutschland AG. In: Berliner Debatte Initial 18(4–5), 2007, S. 56–64

**Böttger, Christian (2006):** Strukturen und Strategien von Finanzinvestoren. Arbeitspapier 120 der Hans-Böckler-Stiftung. Düsseldorf: Hans-Böckler-Stiftung.

**Bundesbank (2015):** Deutsche Bundesbank: Ertragslage und Finanzierungsverhältnisse deutscher Unternehmen im Jahr 2014. Monatsbericht, Dezember 2015, 35–49. [www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/Monatsberichtsauftaetze/2015/2015\\_12\\_ertragslage.pdf?\\_\\_blob=publicationFile](http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/Monatsberichtsauftaetze/2015/2015_12_ertragslage.pdf?__blob=publicationFile) (Abruf am 17.4.2016).

**Bunker, Anthony (2005):** Ausverkauf oder Fitnessprogramm für die deutsche Wirtschaft? Der Buy-out-Markt in Deutschland 2004 – Private Equity im Meinungsstreit. In: M&A Review, 16(5), S. 201–205.

**BVK (2016):** BVK-Statistik. Das Jahr 2015 in Zahlen. Berlin.

**Caselli, Stefano (2010):** Private Equity and Venture Capital in Europe. Markets, Techniques, and Deals. Burlington, San Diego, London: Elsevier.

**Clark, Ian (2009):** Private Equity in the UK: Job Regulation and Trade Unions. In: Journal of Industrial Relations, 51(4), S. 489–500.

**Clark, Ian (2011):** Private equity, 'union recognition' and value extraction at the Automobile Association: The GMB as an emergency service? In: Industrial Relations Journal, 42(1), S. 36–50.

**Cumming, Douglas (Hrsg.) (2012):** The Oxford Handbook of Private Equity. Oxford: Oxford University Press.

**Ehrenstein, Irina (2016):** Unterm Strich stabil. Magazin Mitbestimmung, Nr. 2, S. 54.

**Eilers, Stephan u. a. (Hrsg.) (2012):** Private Equity: Unternehmenskauf, Finanzierung, Restrukturierung, Exitstrategien. 2. Aufl., München: C.H. Beck.

**Epstein, Gerald A. (Hrsg.) (2005):** Financialization and the World Economy. Cheltenham und Northampton: Edward Elgar.

**EVCA (2015):** 2014 European Private Equity Activity. Statistics on Fundraising, Investments and Divestments. [www.investeurope.eu/media/2014-European-Private-Equity-Activity-final-v2.pdf](http://www.investeurope.eu/media/2014-European-Private-Equity-Activity-final-v2.pdf) (Abruf am 7.10.2015).

**EY (2015):** Der Transaktionsmarkt in Deutschland. 1. Halbjahr 2015. [www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-Präsentation-PE-Transaktionen-in-Deutschland-2015HY1/\\$FILE/EY-Präsentation-PE-Transaktionen-in-Deutschland-2015HY1.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-Präsentation-PE-Transaktionen-in-Deutschland-2015HY1/$FILE/EY-Präsentation-PE-Transaktionen-in-Deutschland-2015HY1.pdf) (Abruf am 26.11.2015).

**Faber, Oliver (2006):** Finanzinvestoren in Deutschland – Portraits und Investitionsbeispiele unter besonderer Berücksichtigung der Auswirkungen auf die Beschäftigung. Arbeitspapier 123 der Hans-Böckler-Stiftung. Düsseldorf: Hans-Böckler-Stiftung.

**FAZ (2014a):** Jeden Tag 1 Milliarde Dollar. Private Equity erhält viel Geld und sucht Übernahmeziele. In: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 14.1.2014.

**FAZ (2014b):** Finanzinvestoren auf der Jagd. In: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 28.2.2014.

**Faust, Michael/Thamm, Lukas (2015):** Wie viel „Finanzmarktkapitalismus“ gibt es in Deutschland? Indikatoren der Kontroll-Finanzialisierung von 1990 bis heute. soeb-Working-Paper 2015–5. Göttingen.

**Finance Magazin (2014a):** FINANCE-Multiples (Branchenzuordnung), [www.finance-magazin.de/research/multiples/branchenzuordnung/](http://www.finance-magazin.de/research/multiples/branchenzuordnung/) (Abruf am 11.3.2014).

**Finance Magazin (2014b):** FINANCE-Multiples (Überblick und Hintergrund), [www.finance-magazin.de/research/multiples](http://www.finance-magazin.de/research/multiples) (Abruf am 11.3.2014).

**Finance Magazin (2014c):** FINANCE-Multiples (Rechenbeispiel), [www.finance-magazin.de/research/multiples/rechenbeispiel](http://www.finance-magazin.de/research/multiples/rechenbeispiel) (Abruf am 11.3.2014).

**Folkman, Peter/Froud, Julie/Williams, Karel/Johal, Sukhdev (2009):** Private Equity: Levered on Capital or Labour? In: Journal of Industrial Relations, 51(4), S. 517–527.

**Frank, Bernd (2014):** Klare Aufwärtstendenzen beim Fundraising erkennbar. In: VentureCapital Magazin, Nr. 10, S. 14–17.

**Garbs, Holger (2015):** Der Gipfel scheint erreicht. Venture Capital Magazin, 6, S. 14–18.

**Gianfrate, Gianfranco/Loewenthal, Simone (2015):** Private Equity throughout the Financial Crisis. In: The Journal of Private Equity, 19(1), 14–26.

**Gornig, Martin/Schiersch, Alexander (2015):** Perspektive der Industrie in Deutschland. Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung, Heft 1, S. 37–54.

**Frohnmayr, Thomas/Klein-Wiele, Christian (2015):** Arbeitnehmer im Aufsichtsrat: Ausweitung oder Ende des deutschen Mitbestimmungsrechts? In: FuS – Zeitschrift für Familienunternehmen und Stiftungen, H. 6, S. 240–242.

**Handelsblatt (2014):** Median-Rehakliniken gehen an Waterland. Handelsblatt vom 16.10.2014. [www.handelsblatt.com/unternehmen/dienstleister/niederlaendischer-investor-median-rehakliniken-gehen-an-waterland/10850180.html](http://www.handelsblatt.com/unternehmen/dienstleister/niederlaendischer-investor-median-rehakliniken-gehen-an-waterland/10850180.html) (Abruf am 11.1.2015).

**Handelsblatt (2015):** Finanzinvestor CVC übernimmt Douglas. Handelsblatt online vom 1.6.2015. [www.handelsblatt.com/finanzen/maerkte/ipo/boersengang-abgesagt-finanzinvestor-cvc-uebernimmt-douglas/11853588.html](http://www.handelsblatt.com/finanzen/maerkte/ipo/boersengang-abgesagt-finanzinvestor-cvc-uebernimmt-douglas/11853588.html) (Abruf am 15.7.2015).

- Haves, Jakob u. a. (2013):** Private Equity and Labour in Europe: Did the crisis change the perception and role of Private Equity. Final Report. [www.boeckler.de/pdf/mbf\\_pb\\_finanzinvestoren\\_private\\_equity.pdf](http://www.boeckler.de/pdf/mbf_pb_finanzinvestoren_private_equity.pdf) (Abruf am 7.3.2015).
- 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 (Hrsg.): *Financialization, New Investment Funds, and Labour. An International Comparison.* Oxford: Oxford University Press, S. 148–175.
- Heires, Marcel/Nölke, Andreas (Hrsg.) (2014):** Politische Ökonomie der Finanzialisierung. Wiesbaden: Springer.
- Hennemann, Jürgen (2007):** Im Besitz von Finanzinvestoren – ein Beispiel aus der Praxis. In: Huffschmid, Jörg/Köppen, Margit/Rhode, Wolfgang (Hrsg.): *Finanzinvestoren: Retter oder Raubritter?* Hamburg: VSA-Verlag, S. 69–78.
- Horn, Gustav A. u. a. (2015):** Im Aufschwung – Prognose der wirtschaftlichen Entwicklung 2015/2016. IMK Report, Nr. 104. Düsseldorf: Hans-Böckler-Stiftung.
- Hübner, Kurt (2011):** Regimewechsel – nach dem Finanzmarktkapitalismus. In: WSI-Mitteilungen: Zeitschrift des Wirtschafts- und Sozialwissenschaftlichen Instituts in der Hans-Böckler-Stiftung, 64(12), S. 640–649.
- Huffschmid, Jörg/Köppen, Margit/Rhode, Wolfgang (Hrsg.) (2007):** Finanzinvestoren: Retter oder Raubritter? Neue Herausforderungen durch die internationalen Kapitalmärkte. Hamburg: VSA Verlag.
- Invest Europe (2016):** 2015 European Private Equity Activity. Statistics on Fundraising, Investments & Divestments. [www.investeurope.eu/media/476271/2015-european-private-equity-activity.pdf](http://www.investeurope.eu/media/476271/2015-european-private-equity-activity.pdf) (Abruf am 30.7.2016).
- Jelic, Ranko/Wright, Mike (2011):** Exits, Performance, and Late Stage Private Equity: The Case of UK Management Buy-Outs. In: *European Financial Management*, 17(3), 560–593.
- Jenkinson, Tim/Sousa, Miguel (2014):** Why Do Private Equity Firms Sell to Each Others? <http://ssrn.com/abstract=1475912> (Abruf am 4.9.2014).
- Jowett, Paul/Jowett, Françoise (2011):** Private Equity. The German Experience. Houndmills: Palgrave Macmillan.
- Kamp, Lothar/Krieger, Alexandra (2005):** Die Aktivitäten von Finanzinvestoren in Deutschland. Hintergründe und Orientierungen. Hans-Böckler-Stiftung, Arbeitspapier 103. Düsseldorf: Hans-Böckler-Stiftung.
- Kaplan, Steven N. (1992):** The Staying Power of Leveraged Buyouts. NBER Working Paper No. w3653. [papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=246872](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=246872) (Abruf am 14.4.2014).
- Kaplan, Steven N./Ruback, Richard S. (1995):** The Valuation of Cash Flow Forecasts: An Empirical Analysis, in: *Journal of Finance*, 50(4), S. 1059–1093.
- Kaplan, Steven N./Strömberg, Per (2009):** Leveraged Buyouts and Private Equity. In: *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), S. 121–146.
- Kaserer, Christoph u. a. (2007):** Private Equity in Deutschland. Rahmenbedingungen, ökonomische Bedeutung und Handlungsempfehlungen. Norderstedt: Books on Demand.
- Knauer, Thorsten/May, Markus/Sommer, Friedrich (2013):** Corporate Governance und Unternehmenswerteffekte bei Leveraged Buyouts: State of the Art der empirischen Forschung, in: *Journal für Betriebswirtschaft*, Vol. 63(2), S. 117–156.
- Köhler, Peter/Landgraf, Robert (2014):** Finanzinvestoren entdecken Deutschland neu. Handelsblatt Nr. 167 vom 1.9.2014.
- Krippner, Greta R. (2005):** The Financialization of the American Economy. *Socio-Economic Review* 3(2), S. 173–208.
- Krüger, Stephan (2015):** Entwicklung des deutschen Kapitalismus 1950–2013. Beschäftigung, Zyklus, Mehrwert, Profitrate, Kredit, Weltmarkt. Hamburg: VSA Verlag.

**Krumbein, Wolfgang, u. a. (2014):** Finanzmarktka-  
pitalismus? Zur Kritik einer gängigen Kriseninter-  
pretation und Zeitdiagnose. Marburg: Metropolis.

**Lippert, Inge/Jürgens, Ulrich (2012):** Corporate  
Governance und Arbeitnehmerbeteiligung in den  
Spielarten des Kapitalismus. Pfade der Unterneh-  
mensentwicklung in der Automobilzulieferindustrie  
in Deutschland, Schweden und den USA. Berlin:  
Edition Sigma.

**Löhnert, Peter G./Böckmann, Ulrich J. (2012):**  
Multiplikatorverfahren in der Unternehmens-  
bewertung, in: Peemöller, Volker H. (Hrsg.):  
Praxishandbuch der Unternehmensbewertung,  
5. Aufl., Herne: NWB-Verlag, S. 679–701.

**Lowenstein, Louis (1985):** Management Buyouts.  
In: Columbia Law Review, 85: 4, S. 730–784.

**ManagerMagazin (2015):** Douglas-Eigentümer  
narren Investoren. ManagerMagazin.de vom  
2.6.2015. [www.manager-magazin.de/  
unternehmen/artikel/finanzinvestor-cvc-  
uebernimmt-douglas-boersengang-abgeblasen-  
a-1036583.html](http://www.manager-magazin.de/unternehmen/artikel/finanzinvestor-cvc-uebernimmt-douglas-boersengang-abgeblasen-a-1036583.html) (Abruf am 19.11.2015).

**Mandl, Gerwald/Rabel, Klaus (2012):** Methoden  
der Unternehmensbewertung (Überblick), in:  
Peemöller, Volker H. (Hrsg.): Praxishandbuch der  
Unternehmensbewertung, 5. Aufl., Herne:  
NWB-Verlag, S. 49–92.

**Preqin (2016):** Private Equity in Germany. Special  
Report. [https://d3k9pt3r5jsyv9.cloudfront.net/  
docs/reports/Preqin-Special-Report-Private-  
Equity-in-Germany-November-2016.pdf](https://d3k9pt3r5jsyv9.cloudfront.net/docs/reports/Preqin-Special-Report-Private-Equity-in-Germany-November-2016.pdf) (Abruf am  
24.11.2016).

**Pütz, Lasse/Sick, Sebastian (2015):** Nagelprobe  
EuGH – Mitbestimmung untergraben oder  
festigen? Mitbestimmungs-Report Nr. 17.  
Hans-Böckler-Stiftung. Düsseldorf: Hans-Böckler-  
Stiftung.

**PwC (2016):** Private Equity Trend Report 2016.  
Unlocking value in turbulent times. [www.pwc.de/  
de/finanzinvestoren/assets/private-equity-trend-  
report-2016.pdf](http://www.pwc.de/de/finanzinvestoren/assets/private-equity-trend-report-2016.pdf) (Abruf am 24.7.2016).

**Rehm, Miriam/Schmid, Kai Daniel/Wang, Dieter  
(2014):** Why has Inequality in Germany not Risen  
Further After 2005? IMK Working Paper, Nr. 137.  
Düsseldorf: Hans-Böckler-Stiftung.

**Schäfer, Daniel (2007):** Die Wahrheit über die  
Heuschrecken. Wie Finanzinvestoren die  
Deutschland AG umbauen. Frankfurt a. Main:  
Frankfurter Allgemeine Buch.

**Scheuplein, Christoph (2013a):** Die deutschen  
Buyout Hotspots sind Frankfurt, London und  
München. In: Venture Capital Magazin, 14(6),  
S. 44–45.

**Scheuplein, Christoph (2013b):** Die angelsächsi-  
sche Achse: Eine empirische Analyse von Buyouts  
und Standortstrukturen der Private-Equity Firmen  
in Deutschland. In: Zeitschrift für Wirtschaftsgeo-  
graphie, 57(4), S. 201–215.

**Scheuplein, Christoph (2015):** Private Equity  
Monitor 2013. MBF-Report. Düsseldorf:  
Hans-Böckler-Stiftung.

**Scheuplein, Christoph/Teetz, Florian (2015a):**  
Private Equity Monitor Deutschland 2013. Unter  
Mitarbeit von Friedrich Sommer. Kurzfassung des  
Endberichts an die Hans-Böckler-Stiftung vom  
30.9.2014. Hektographiertes Manuskript. Münster.  
[www.boeckler.de/pdf/scheuplein\\_monitor\\_  
endbericht\\_kurz.pdf](http://www.boeckler.de/pdf/scheuplein_monitor_endbericht_kurz.pdf) (Abruf am 5.12.2015).

**Scheuplein, Christoph/Teetz, Florian (2015b):**  
Internationalisierung des deutschen Beteiligungs-  
kapital-Marktes. In: Geographische Rundschau,  
67(2), S. 26–31.

**Scholes, Louise/Wright, Mike (2009):** Leveraged  
Buyouts and Recession. In: QFinance.  
[www.qfinance.com/mergers-and-acquisitions-  
best-practice/leveraged-buyouts-and-recession?  
full](http://www.qfinance.com/mergers-and-acquisitions-best-practice/leveraged-buyouts-and-recession/full) (Abruf am 7.6.2013).

**Schreiber, Sven (2015):** Erwerbstätigkeit in  
Deutschland im europäischen Vergleich. IMK  
Report, Nr. 103. Düsseldorf: Hans-Böckler-Stiftung.

**Shleifer, Andrei/Summers, Lawrence (1988):**  
Breach of Trust in Hostile Takeovers. In: Auerbach,  
Alan J. (Hrsg.) (1988): Corporate Takeovers:  
Causes and Consequences. Chicago, London:  
University of Chicago Press, S. 33–68.



- Sick, Sebastian (2015):** Mitbestimmungsfeindlicheres Klima. Mitbestimmungs-Report Nr. 13. Düsseldorf: Hans-Böckler-Stiftung.
- Sick, Sebastian/Pütz, Lasse (2011):** Der deutschen Unternehmensmitbestimmung entzogen: Die Zahl der Unternehmen mit ausländischer Rechtsform wächst. WSI Mitteilungen 64(1), S. 34–40.
- Spangler, Timothy (2013):** One Step Ahead: private equity and hedge funds after the global financial crisis. London.
- Rieble, Volker (2006):** Schutz vor paritätischer Unternehmensmitbestimmung. In: Betriebs-Berater, 61(37), 2018–2023.
- Sommer, Friedrich (2012):** Marktpreisprognose in kontrollierten Auktionen. Relevanz, Durchführung und empirischer Verfahrenvergleich. Wiesbaden: Springer Gabler.
- Sommer, Friedrich (2014):** Stellungnahme zur Eignung und Ausgestaltung der Marktpreisprognose für deutsche Buyouts im Rahmen des Projekts Private Equity Monitor. Unveröff. Manuskript. Münster.
- Sommer, Friedrich (2015):** Konzeption und Ausgestaltung von Multiplikatorverfahren. In: Scheuplein, Christoph/Teetz, Florian (2015a): Private Equity Monitor Deutschland 2013. Unter Mitarbeit von Friedrich Sommer. Kurzfassung des Endberichts an die Hans-Böckler-Stiftung vom 30.9.2014. Hektographiertes Manuskript. Münster, 17–21. [www.boeckler.de/pdf/scheuplein\\_monitor\\_endbericht\\_kurz.pdf](http://www.boeckler.de/pdf/scheuplein_monitor_endbericht_kurz.pdf) (Abruf am 5.12.2015).
- Sommer, Friedrich/Rose, Christian/Wöhrmann, Arnt (2014):** Negative Value Indicators in Relative Valuation – An Empirical Perspective, in: Journal of Business Valuation and Economic Loss Analysis, 9 (1), S. 23–54.
- Smolka, Klaus (2015):** Finanzinvestoren kaufen Deutschland auf. Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 30.12.2015. [www.faz.net/aktuell/finanzen/private-equity-finanzinvestoren-kaufen-deutschland-auf-13991260.html](http://www.faz.net/aktuell/finanzen/private-equity-finanzinvestoren-kaufen-deutschland-auf-13991260.html) (Abruf am 5.1.2016).
- Stowell, David P. (2010):** An Introduction to Investment Banks, Hedge Funds, and Private Equity. The New Paradigm. Burlington, San Diego, London: Elsevier.
- Strömberg, Per (2008). The new demography of private equity.** In: Gurung, Anuradha/Lerner, Josh (Hrsg.): Globalization of Alternative Investments – Working Papers Volume 1: The Global Economic Impact of Private Equity Report 2008. Genf: World Economic Forum, 3–26.
- Talmor, Eli/Vasvari, Florin (2011):** International Private Equity. Chichester: John Wiley & Sons.
- Wang, Yingdi (2012):** Secondary buyouts: Why buy and at what price? In Journal of Corporate Finance, 18(5), S. 1306–1325.
- 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.
- Wilke, Peter u. a. (2009):** The impacts of private equity investors, hedge funds and sovereign wealth funds on industrial restructuring in Europe as illustrated by case studies. Report to European Commission: Employment, Social Affairs and Equal Opportunities.
- Wilson, Nick/Wright, Mike/Siegel, Donald S./Scholes, Louise (2012):** Private equity portfolio company performance during the global recession. In: Journal of Corporate Finance 18(1), S. 193–205.
- VR Bilanzanalyse (2015):** WGZ Bank, BVR, DZ Bank: VR Bilanzanalyse Herbst 2015. Mittelstand im Mittelpunkt 3, S. 23–33.
- Wood, Geoffrey/Wright, Mike (2009):** Private equity: A review and synthesis. In: International Journal of Management Reviews, 11(4), S. 361–380.
- Zu Knyphausen-Aufsess, Dodo/Koehnemann, Marc (2012):** The Size and Internal Structure of Private Equity Firms. In: Cumming, Douglas (Hrsg.): The Oxford Handbook of Private Equity. Oxford: Oxford University Press, S. 57–86.



# ANHANG

## Anhang 1: Einordnung in die Unternehmensgrößenklassen

Bestehen Zweifel daran, dass das vom FINANCE-Magazin vorgeschlagene Kriterium des Unternehmensumsatzes nicht aussagekräftig ist, wird alternativ die Zahl der Arbeitnehmer als Kriterium hinzugezogen. Dabei gelten die in der folgenden Tabelle dargestellten Abgrenzungen:

Tabelle 14

### Kriterien zur Einordnung in die Unternehmensgrößenklassen

Größenklasse	FINANCE Kriterium: Unternehmensumsatz <sup>1</sup>	Zusätzliches Kriterium: Arbeitnehmer <sup>2</sup>
Small-Cap	< 50 Mio. €	> 250
Mid-Cap	50–250 Mio. €	250–1.000
Large-Cap	> 250 Mio. €	> 1.000

<sup>1</sup>Zeitbezug: Bilanzjahr <sup>2</sup>im Jahresdurchschnitt

Die im Handelsgesetzbuch (HGB) genannten Kriterien für kleine, mittelgroße und große Kapitalgesellschaften sind an dieser Stelle nicht anwendbar, weil die kritischen Werte für die Bilanzsumme, den Umsatzes und die Zahl der Arbeitnehmer deutlich niedriger angesetzt sind als in der Kategorienbildung des FINANCE-Magazins. So gelten z. B. nach dem HGB Unternehmen mit mehr als 38,5 Mio. € Jahresumsatz als große Kapitalgesellschaften, wobei sie in der FINANCE-Systematik zum Sektor Small-Cap zählen.

Tabelle 15

**Kriterien des HGB zur Einordnung in die Unternehmensgrößenklassen**

Größenklasse	Ergänzende Kriterien aus dem HGB, § 267		
	Bilanzsumme*	Umsatz*	Arbeitnehmer**
Kleine Kapitalgesellschaft	4,8 Mio. €	< 9,7 Mio. €	50
Mittelgroße Kapitalgesellschaft***	4,8–19,2 Mio. €	9,7–38,5 Mio. €	250
Große Kapitalgesellschaft****	> 19,2 Mio. €	> 38,5 Mio. €	> 250

\*Zeitbezug: Bilanzjahr; \*\*im Jahresdurchschnitt

\*\*\*Mittelgroße Kapitalgesellschaften sind solche, die mindestens zwei der drei in der vorhergehenden Zeile aufgeführten Merkmale überschreiten und jeweils mindestens zwei der drei nachstehenden Merkmale nicht überschreiten.

\*\*\*\*Große Kapitalgesellschaften sind solche, die mindestens zwei der drei in dieser Zeile aufgeführten Merkmale überschreiten.

**Anhang 2: Konkordanz der Branchenzuordnungen**

Tabelle 16

**Konkordanz der Branchenzuordnungen**

Branchenschlüssel PEMD	FINANCE Magazin	Majunke Consulting	Preqin
<b>Dienstleistungen</b>	<b>Branche: Beratende Dienstleistungen</b>	– Dienstleistungen	– Business Services
– Unternehmens- und Personalberatung	– Unternehmens- und Personalberatung	– Immobilien (Einzelfallprüfung)	– Education/ Training
– Unternehmensverwaltung	– Unternehmensverwaltung		– Information Services
– Steuer- und Rechtsberatung, Wirtschaftsprüfung	– Steuer- und Rechtsberatung, Wirtschaftsprüfung		
– PR- und Werbeagenturen	– PR- und Werbeagenturen		
– Marktforschung	– Marktforschung		
– Immobilienwirtschaft (Einzelfallprüfung)			
– Informationsdienste			
– Weiterbildung	<b>Branche: Transport, Logistik und Touristik</b>		– Leisure
– Touristik	– Touristik		

<b>Branchenschlüssel PEMD</b>	<b>FINANCE Magazin</b>	<b>Majunke Consulting</b>	<b>Preqin</b>
<b>Software, IT und Internet</b> – Softwarehersteller/ -anbieter – Internetdienste – IT-Unternehmen	<b>Branche: Software</b> – Software, Services	– Software & IT – Internet – Mobile Services	– IT – IT Infrastructure – Healthcare IT – Internet
<b>Telekommunikation</b> – Telekommunikations- anbieter und -provider	<b>Branche: Telekommuni-            kation</b> – Internet und Telekom- munikation (Provider)	– Kommunika- tionstechno- logien (Einzelfall- prüfung)	– Telecoms
<b>Medien</b> – Verlage – Filmwirtschaft – Tonträgerindustrie – Rundfunk	<b>Branche: Medien</b> – Medien, Entertainment, Lifestyle	– Medien/Ver- lagswesen	– Publishing
<b>Handel</b> – Groß- und Einzelhandel – E-Commerce	<b>Branche:            Handel/E-Commerce</b> – Groß- und Einzelhandel – E-Commerce	– Handel	– Retail (Shops, Restaurant)
<b>Transport/Logistik</b> – Transport – Logistik	<b>Branche: Transport,            Logistik und Touristik</b> – Transport – Logistik	– Transport/ Logistik	– Logistics – Transportation
<b>Elektrotechnik/Elektronik</b> – Bauelemente – Sicherheitstechnik – Automation, inkl. Messtechnik – IT-Ausrüstung – TK-Ausrüstung – Haustechnik – Halbleiterindustrie – sonst. Herstellung techn. Produkte	<b>Branche: Elektrotechnik/            Elektronik</b> – Bauelemente – Sicherheitstechnik – Automation, inkl. Messtechnik – IT-Ausrüstung – TK-Ausrüstung – Haustechnik	– High-Tech	– Semiconductors – Technology (Einzelfallprü- fung)
<b>Fahrzeugbau</b> – Fahrzeughersteller – Fahrzeugzulieferer – Luft- und Raumfahrt – Schiffbau	<b>Branche: Fahrzeugbau            und -zubehör</b> – Fahrzeughersteller – Fahrzeugzulieferer	– Automobil; Automotiv – Bahn/ Schiene – Luft- und Raumfahrt – Schiffbau	– Manufacturing (Einzelfallprü- fung) – Technology (Einzelfallprü- fung)

Branchenschlüssel PEMD	FINANCE Magazin	Majunke Consulting	Preqin
<b>Maschinen- und Anlagenbau</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Kunststoff- und Gummimaschinen</li> <li>- Nahrungs- und Verpackungsmaschinen</li> <li>- Robotik und Automation</li> <li>- Druck- und Papiermaschinen</li> <li>- Werkzeugmaschinen</li> <li>- Bau- und Baustoffmaschinen</li> <li>- sonstige Maschinenbau</li> <li>- Pumpen und Kompressoren</li> <li>- Textilmaschinen</li> <li>- (Industrie-)Armaturen</li> </ul>	<b>Branche: Maschinen- und Anlagenbau</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Kunststoff- und Gummimaschinen</li> <li>- Nahrungs- und Verpackungsmaschinen</li> <li>- Robotik und Automation</li> <li>- Druck- und Papiermaschinen</li> <li>- Werkzeugmaschinen</li> <li>- Bau- und Baustoffmaschinen</li> <li>- sonstige Maschinenbau</li> <li>- Pumpen und Kompressoren</li> <li>- Textilmaschinen</li> <li>- (Industrie-)Armaturen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Anlagenbau/Maschinenbau</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Industrial; Manufacturing (Einzelfallprüfung)</li> </ul>
<b>Chemie/Kunststoff</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Industrie- und Agrarchemikalien</li> <li>- Haushaltschemikalien</li> <li>- Kunststoffe, Plastik</li> <li>- Papierindustrie</li> <li>- Farben und Lacke</li> <li>- Kosmetika</li> <li>- Verpackungen</li> <li>- Keramik</li> </ul>	<b>Branche: Chemie/ Kosmetik</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Keramik</li> <li>- Industrie- und Agrarchemikalien</li> <li>- Haushaltschemikalien</li> <li>- Kunststoffe, Plastik</li> <li>- Papier</li> <li>- Farben und Lacke</li> <li>- Kosmetika</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Chemie/Kunststoffe</li> <li>- Verpackungen</li> <li>- Papierindustrie</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Chemicals</li> <li>- Manufacturing (Einzelfallprüfung)</li> </ul>
<b>Pharma</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Pharmaindustrie</li> <li>- Biotechnologie</li> <li>- Medizintechnik</li> </ul>	<b>Branche: Pharma</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Pharma</li> <li>- Medizintechnik</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Pharma/Life Sciences</li> <li>- Medizintechnik</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Pharmaceuticals</li> <li>- Medical Instruments</li> </ul>
<b>Traditionelle Industrien</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Holz- und Möbelindustrie</li> <li>- Metallgewinnung und -bearbeitung</li> <li>- Druckindustrie</li> <li>- sonstiges produzierendes Gewerbe</li> </ul>	<b>Branche: Textil/ Bekleidung</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Bekleidung</li> <li>- Textil</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Mode/ Textilien</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Retail (Clothes Manufacturing)</li> </ul>
	<b>Branche: Nahrungs- und Genussmittel</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Genussmittel</li> <li>- Nahrungsmittel</li> <li>- Getränke</li> <li>- Konsumgüter</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Nahrungsmittel-industrie</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Food</li> <li>- Consumer Products</li> </ul>
	<b>Branche: Bau/Handwerk</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Möbel</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Möbel-industrie</li> </ul>	

<b>Branchenschlüssel PEMD</b>	<b>FINANCE Magazin</b>	<b>Majunke Consulting</b>	<b>Preqin</b>
<b>Energie/Umwelt</b> – Energieerzeuger – Energieversorger – Umwelttechnologie – Entsorgung – Recycling – Erneuerbare Energien	<b>Branche: Gas, Strom, Wasser</b> – Energieerzeuger – Energieversorger	– Energieversorgung	– Energie – Utilities
	<b>Branche: Umwelttechnologie/Erneuerbare Energien</b> – Umwelttechnologie – Entsorgung – Recycling – Erneuerbare Energien	– Cleantech – Entsorgung/Recycling – Regenerative Energien	– Clean Technology
<b>Bau/Handwerk Bau</b> – Handwerk	<b>Branche: Bau/Handwerk Bau</b> – Handwerk	– Bauindustrie	
<b>Gesundheit</b> – Krankenhäuser – Pflegeheime – Medizinische Versorgung	<b>Branche: Transport, Logistik und Touristik</b> – Transport – Logistik	– Krankenhäuser/Pflegeheime*	– Healthcare
<b>Finanzdienstleistungen</b> – Banken – Versicherungen – Immobilien (Einzelfallprüfung) – Fonds – Sonstige Finanzdienstleistungen	<b>Branche: Beratende Dienstleistungen</b> – Unternehmens- und Personalberatung – Unternehmensverwaltung – Steuer- und Rechtsberatung, Wirtschaftsprüfung	– Banken, Versicherungen, – Finanzwesen – Immobilien (Real Estate)**	– Financial Services – Insurance

\*Die Unternehmen aus dem Gesundheitssektor, die nicht der Pharmaindustrie oder der Medizintechnik zuzuordnen sind, d. h. Krankenhäuser, Pflegeheime und Praxismgemeinschaften, werden dem Finance-Multiple der Branche „Transport, Logistik, und Touristik“ zugeordnet, da hier strukturelle Ähnlichkeiten wie eine starke Kostenoptimierung, hohe Personalintensität sowie die Funktion als Abnehmer von Produkten aus High-Tech, Elektronik und Maschinenbau bestehen.

\*\* Den Banken und Versicherungen und den sonstigen Finanzdienstleistern werden das Finance-Multiple der Branche „beratende Dienstleistungen“ zugeordnet, da dies die einzige echte Dienstleistungskategorie in der Finance-Branchengliederung darstellt.

## Anhang 3: Ergänzende Tabellen und Abbildungen

Tabelle 17

## Buyouts und Beschäftigungsvolumen 2011–2015 nach Branchen

Branche	2011				2012				2013	
	Buyouts		Beschäftigte		Buyouts		Beschäftigte		Buyouts	
	Anzahl	Anteil	Anzahl	Anteil	Anzahl	Anteil	Anzahl	Anteil	Anzahl	Anteil
Bau/ Handwerk	3	1%	3.350	3%	2	1%	585	<0,5%	4	2%
Chemie/ Kunststoff	26	11%	8.064	7%	21	10%	8.939	7%	12	6%
Dienstleis- tungen	17	7%	18.105	15%	17	8%	12.001	9%	23	12%
Elektro- technik*	25	10%	8.827	7%	20	10%	18.491	15%	14	7%
Energie/ Umwelt	14	6%	977	1%	9	4%	3.944	3%	8	4%
Fahrzeug- bau	27	11%	22.615	19%	23	11%	14.466	11%	14	7%
Finanz- dienstleist.	8	3%	984	1%	7	3%	4.160	3%	6	3%
Gesund- heit	9	4%	7.467	6%	2	1%	400	<0,5%	8	4%
Handel	8	3%	2.092	2%	11	5%	6.570	5%	4	2%
Maschinen- bau**	18	7%	3.827	3%	21	10%	20.170	16%	28	15%
Medien	5	2%	548	<0,5%	2	1%	1.900	1%	3	2%
Pharma	8	3%	3.119	3%	14	7%	9.500	7%	6	3%
Software, IT***	17	7%	2.286	2%	14	7%	2.590	2%	23	12%
Telekommu- nikation	6	2%	7.832	7%	2	1%	511	<0,5%	3	2%
Tradition. Industrie	46	19%	24.465	21%	37	18%	22.380	18%	31	16%
Transport/ Logistik	7	3%	3.868	3%	4	2%	672	1%	4	2%
Summe****	244	100%	118.426	100%	206	100%	127.279	100%	191	100%

\*Elektrotechnik und Elektronik; \*\*Maschinen- und Anlagenbau; \*\*\*Software, IT und Internet; \*\*\*\*Abweichungen der Prozentsummen von 100% sind rundungsbedingt.



2013		2014				2015			
Beschäftigte		Buyouts		Beschäftigte		Buyouts		Beschäftigte	
Anzahl	Anteil	Anzahl	Anteil	Anzahl	Anteil	Anzahl	Anteil	Anzahl	Anteil
1.858	2%	10	5%	3.705	3%	11	5%	2.174	2%
8.320	7%	19	9%	10.350	9%	24	12%	6.450	6%
22.234	19%	19	9%	10.222	9%	18	9%	15.403	14%
1.544	1%	22	11%	11.029	10%	12	6%	5.324	5%
10.137	9%	6	3%	1.544	1%	4	2%	4.730	4%
14.314	12%	13	6%	3.878	4%	13	6%	3.921	4%
580	<0,5%	9	4%	2.018	2%	2	1%	1.240	1%
3.774	3%	7	3%	12.078	11%	6	3%	7.818	7%
8.797	8%	17	8%	13.394	12%	28	14%	24.919	23%
7.363	6%	30	14%	13.533	12%	24	12%	7.700	7%
7.224	6%	2	1%	162	<0,5%	4	2%	650	1%
3.836	3%	15	7%	2.776	3%	12	6%	5.088	5%
5.674	5%	17	8%	3.632	3%	20	10%	3.752	4%
172	<0,5%	4	2%	597	1%	2	1%	121	<0,5%
17.352	15%	13	6%	15.774	14%	25	12%	16.529	15%
3.901	3%	6	3%	5.379	5%	1	<0,5%	900	1%
117.080	100%	209	99%	110.071	98%	206	101%	106.719	99%

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

## Anzahl der Buyouts und Beschäftigte der Zielunternehmen in Deutschland in den Jahren 2014 und 2015 nach Bundesländern

Bundesland	2014				2015			
	Anzahl		Beschäftigte		Anzahl		Beschäftigte	
	absolut	Anteil	absolut	Anteil	absolut	in v. H.	absolut	in v. H.
Baden-Württemberg	45	22%	16.022	15%	30	15%	12.390	12%
Bayern	35	17%	11.874	11%	46	22%	29.391	28%
Berlin	13	6%	10.341	9%	8	4%	1.465	1%
Brandenburg	6	3%	3.420	3%	2	1%	150	<0,5%
Bremen	1	<0,5%	63	<0,1%	1	<0,5%	4.000	4%
Hamburg	12	6%	19.846	18%	12	6%	14.185	13%
Hessen	13	6%	5.339	5%	15	7%	6.542	6%
Mecklenburg-Vorpommern	2	1%	1.330	1%	0	0	0	0%
Niedersachsen	10	5%	1.763	2%	18	9%	5.030	5%
Nordrhein-Westfalen	42	20%	24.290	22%	43	21%	28.117	26%
Rheinland-Pfalz	10	5%	3.656	3%	9	4%	1.415	1%
Saarland	2	1%	150	<0,5%	0	0	0	0%
Sachsen-Anhalt	0	0	0	0	2	1%	266	<0,5%
Sachsen	8	4%	2.064	2%	5	2%	459	<0,5%
Schleswig-Holstein	8	4%	9.891	9%	8	4%	2.084	2%
Thüringen	1	<0,5%	22	0	7	3%	1.225	1%
<b>Summe*</b>	<b>208</b>	<b>101%</b>	<b>110.071</b>	<b>100%</b>	<b>206</b>	<b>100%</b>	<b>106.719</b>	<b>99%</b>

\*Abweichungen der Prozentsummen von 100% sind rundungsbedingt.

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

## Umsatzanteile und Anteile am Transaktionsvolumen nach Branchen bei den Buyouts 2014 und 2015

Branche	2014			2015			Abweichung des Anteils am Umsatz vom Anteil am Transaktionsvolumen
	Umsatz	Transaktionsvolumen (min)	Abweichung des Anteils am Umsatz vom Anteil am Transaktionsvolumen	Umsatz	Transaktionsvolumen (min)	Abweichung des Anteils am Umsatz vom Anteil am Transaktionsvolumen	
	Höhe in Mio. Euro	Höhe in Mio. Euro	Anteil	Höhe in Mio. Euro	Höhe in Mio. Euro	Anteil	
Bau/Handwerk	626	167	3%	385	222	2%	+2 PP
Chemie/Kunststoff	3.342	2.958	16%	1.368	978	6%	+2 PP
Dienstleistungen	747	538	4%	346	268	1%	+1 PP
Elektrotechnik*	2.018	976	9%	1.126	2.873	5%	+4 PP
Energie/Umwelt	2.201	5.280	10%	4.559	1.355	19%	-15 PP
Fahrzeugbau	551	155	3%	723	343	3%	+2 PP
Finanzdienstl.	1.084	1.349	5%	264	223	1%	-1 PP
Gesundheit	703	642	3%	468	409	2%	±0 PP
Handel	2.697	1.153	13%	8.233	7.964	35%	+7 PP
Maschinenbau**	2.682	2.322	13%	1.198	601	5%	+2 PP
Medien	24	16	<0,5%	256	85	1%	±0 PP
Pharma	513	1.371	2%	159	2.000	1%	-5 PP
Software, IT***	748	2.795	4%	555	377	2%	-5 PP

	2014			2015		
	Umsatz	Transaktions- volumen (min)	Abweichung des Anteils am Umsatz vom Anteil am Trans- aktionsvolumen	Umsatz	Transaktions- volumen (min)	Abweichung des Anteils am Umsatz vom Anteil am Trans- aktionsvolumen
Telekommunikation	225	1%	±0 PP	35	<0,5%	+10 PP
Tradition. Industrien	2.810	13%	+10 PP	3.739	16%	+9 PP
Transport/Logistik	485	2%	±0 PP	70	<0,5%	±0 PP
Summe****	21.456	101%	20.952	101%	19.062	100%

\*Elektrotechnik und Elektronik; \*\*Maschinen- und Anlagenbau; \*\*\*Software, IT und Internet

\*\*\*\*Abweichungen der Prozentsummen von 100% sind rundungsbedingt. PP: Prozentpunkt

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

Tabelle 20

### Höhe des verwalteten Kapitals der in den Jahren 2014 und 2015 an Unternehmensakquisitionen in Deutschland beteiligten Private-Equity-Gesellschaften nach Klassen

Klasse	2014		2015		2014/2015**	
	absolut	Anteil	absolut	Anteil	absolut	Anteil
0 bis < 150 Mio. €	13	19%	8	11%	17	17%
150 bis < 300 Mio. €	6	9%	10	14%	12	12%
300 bis < 1 Mrd. €	15	22%	23	32%	27	26%
ab 1 Mrd. €	33	49%	30	42%	47	46%
Summe*	67	99%	71	99%	103	101%

\* Abweichungen der Prozentsummen von 100 % sind rundungsbedingt.

\*\* Ohne Doppelzählungen, wenn eine PEG in beiden Jahren aktiv war.

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

Tabelle 21

### Herkunftsland der Private-Equity Gesellschaften, die 2014 und 2015 eine Transaktion in Deutschland vorgenommen haben

Herkunftsland	Anzahl PEG		Beschäftigte der PEG	
	absolut	Anteil	absolut	Anteil
Deutschland	114	48%	802	33%
Großbritannien	22	9%	445	18%
Vereinigte Staaten	40	17%	827	34%
Frankreich und Benelux	17	7%	191	8%
Österreich und Schweiz	23	10%	75	3%
Skandinavien	4	2%	59	2%
Sonstiges Europa	10	4%	63	3%
Sonstige Welt	8	3%	1	< 0,1%
Summe*	238	101%	2.463	101%

\* Abweichungen der Prozentsummen von 100 % sind rundungsbedingt.

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

**Umsatzgrößenklassen der Jahresabschlussdaten des Bundesverbands der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken und der Deutschen Bundesbank im Vergleich mit dem PEMD-Sample**

<b>Größenklasse</b>	<b>BVR</b>	<b>Bundesbank</b>	<b>PEMD</b>	<b>Größenklasse</b>
0 bis < 2 Mio. €	55%	31%	3%	0 bis < 1 Mio. €
2 bis < 10 Mio. €	30%	33%	24%	1 bis < 10 Mio. €
10 bis < 50 Mio. €	11%	25%	38%	10 bis < 50 Mio. €
> 50 Mio. €	4%	11%	35%	> 50 Mio. €
Anzahl Unternehmen (Zeitraum 2004 bis 2013)	1.332.252	620.112	396	Anzahl Unternehmen (2014/2015)

Datenquelle: VR Bilanzanalyse: Mittelstand im Mittelpunkt 3/2015, S. 29; Bundesbank 2015; eigene Berechnungen



---

Private Equity hat sich in Deutschland wie in allen Industrieländern als relevante Finanzierungsform etabliert. In dieser Studie werden die Aktivitäten von Finanzinvestoren in Deutschland für die Jahre 2014 und 2015 untersucht. Dabei werden die Übernahmen von Unternehmen (Buyouts), die Wiederverkäufe durch einen Finanzinvestor (Exits) und die Private-Equity-Gesellschaften selbst betrachtet. Insbesondere wird der Bestand an übernommenen Unternehmen mit mehr als 2.000 Beschäftigten, die potenziell der paritätischen Mitbestimmung unterliegen, erhoben. Es wird danach gefragt, wie sich Private Equity im Umfeld des wieder konsolidierten deutschen Wirtschafts- und Sozialmodells behaupten konnte.

---

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

ISBN 978-3-86593-266-2