
Häufige Fragen

PRIVATE EQUITY

Alexander Sekanina, Hans-Böckler-Stiftung

Dezember 2017 (Update)

Was bedeutet Private Equity und wie unterscheiden sich PE-Firmen von anderen Investoren? Wie laufen Einstieg und Ausstieg ab? Wer trifft die Entscheidungen im Unternehmen? Wo liegen aus Beschäftigtensicht die Chancen & Risiken?

Inhalt

1	Was ist Private Equity?	3
2	Wie unterscheiden sich PE-Investoren von strategischen Investoren?	3
3	Wie unterscheiden sich PE-Investoren von anderen Finanzinvestoren?	3
4	Wie läuft der Einstieg eines PE-Investors ab?	4
5	Was ist der Leverage-Effekt?	5
6	Wer trifft in der Beteiligungsphase die Entscheidungen im Unternehmen?	6
7	Welche Strategien werden zur Steigerung des Weiterverkaufswertes eingesetzt?	7
8	Wie läuft der Ausstieg eines PE-Investors ab?	8
9	Wer sind die potenziellen Käufer im Rahmen des Exits?	9
10	Wie hat die Finanz- und Wirtschaftskrise das Geschäftsmodell beeinflusst?	9
11	Welche Rolle spielen PE-Investoren aktuell in Deutschland?	10
12	Welche Chancen bestehen aus Beschäftigtensicht?	12
13	Welche Risiken bestehen aus Beschäftigtensicht?	12
14	Worauf kommt es aus Beschäftigtensicht an?	13
15	Weiterführende Informationen	14
	Über den Autor	15

1 Was ist Private Equity?

Der Begriff „Private Equity“ stammt aus dem Englischen und bedeutet übersetzt „privates Eigenkapital“. Eigenkapital ist das Kapital, welches einem Unternehmen von seinen rechtlichen Eigentümern dauerhaft zur Finanzierung des Geschäftsbetriebs zur Verfügung gestellt wird. Anders als für das sogenannte Fremdkapital wie z. B. Kredite und Anleihen existieren für Eigenkapital weder vertraglich vereinbarte Zinsen noch ein vertraglich festgelegter Rückzahlungszeitpunkt. Da dem Eigenkapital etwaige Verluste zugerechnet werden, erfüllt es für das Unternehmen die wichtige Funktion eines Risiko- und Haftungspuffers.

Der Begriff Private bezieht sich auf die Tatsache, dass Private-Equity-Investoren die Unternehmen in der Regel vollständig oder zum größten Teil übernehmen. Somit grenzt sich Private Equity vor allem von Public Equity ab: Hierbei werden die Anteile am Unternehmen in Form von Aktien am Kapitalmarkt und damit öffentlich gehandelt.

Konkret bezieht sich der Begriff Private Equity inzwischen nur noch auf eine bestimmte Art von Finanzinvestoren, die Unternehmen vollständig übernehmen und nach einem begrenzten Zeitraum möglichst gewinnbringend weiterverkaufen. Der begrenzte Zeithorizont und die damit verbundene „Exit-Orientierung“ gehören zu den entscheidenden Merkmalen dieses Geschäftsmodells.

2 Wie unterscheiden sich PE-Investoren von strategischen Investoren?

Private-Equity-Gesellschaften sind den sogenannten Finanzinvestoren zuzurechnen. Während strategische Investoren meist Unternehmen der gleichen Branche oder innerhalb ihrer Wertschöpfungskette übernehmen, um z. B. über Verbundeffekte oder Markteintritte ihr Kerngeschäft zu stärken, gehen Private-Equity-Gesellschaften anders vor. Bei ihnen handelt es sich um Beteiligungsgesellschaften, die als Vermögensverwalter für andere institutionelle Investoren agieren, z. B. für Pensionsfonds, Versicherer oder Stiftungen. Deren Gelder werden in Fonds gebündelt, welche die Beteiligungsgesellschaft verwaltet. Diese investiert die Finanzmittel anschließend in Zielunternehmen unterschiedlicher Branchen mit dem Ziel, sie nach einem begrenzten Zeitraum gewinnbringend weiterzuverkaufen. Man spricht hierbei auch von der sogenannten „Exit-Orientierung“. Denn den Hauptteil des Ertrags realisiert der Investor aus dem Weiterverkauf bzw. aus der Differenz zwischen Einstiegs- und Verkaufspreis.

Im Gegensatz zu einem strategischen Investor hat die Beteiligungsgesellschaft keine Möglichkeit, Synergien – Verbundeffekte zwischen dem übernommenen Unternehmen und dem eigenen Geschäftsbetrieb – zu realisieren.

3 Wie unterscheiden sich PE-Investoren von anderen Finanzinvestoren?

Das Modell der Vermögensverwaltung über Fonds findet sich auch bei zahlreichen anderen Finanzinvestoren, die nicht der Private-Equity-

Branche zuzurechnen sind, z. B. bei Pensions- oder Staatsfonds. Eine wichtige Eigenschaft von Private Equity ist diesbezüglich die „aktive“ Verwaltung der Fonds: Während in passiv verwalteten Fonds wie z. B. sogenannten Exchange Traded Funds (ETF) lediglich die Zusammensetzung bestimmter Börsenindizes „nachgebildet“ wird, werden bei aktiv verwalteten Fonds die Investments gezielt ausgewählt. Um möglichst hohe Wertsteigerungen bei den übernommenen Unternehmen zu erreichen, nehmen Private-Equity-Investoren „aktiv“ und teils massiv Einfluss auf die Geschäftspolitik. Dies kann sich beispielsweise daran zeigen, dass die Beteiligungsgesellschaft Aufsichtsratsposten besetzt und Veränderung in der Geschäftsleitung vornimmt.

In großen börsennotierten Gesellschaften, wie sie z. B. im DAX notiert sind, sind klassische Private-Equity-Investoren selten anzutreffen. Aufgrund ihrer Größe eignen sich diese Konzerne nicht für eine vollständige Übernahme, da Beteiligungsgesellschaften ihre Risiken bevorzugt auf verschiedene kleinere Investitionsziele verteilen („Diversifikation“). In börsennotierten Gesellschaften traten jedoch insbesondere in jüngerer Vergangenheit vermehrt sogenannte aktivistische Finanzinvestoren auf: Sie kaufen sich lediglich mit einem Minderheitenanteil in die Konzerne ein und versuchen u. a. über öffentlichen Druck, Maßnahmen zur kurzfristigen Steigerung der Aktienkurse zu erreichen. Diesen „Aktivisten“ sind u. a. auch Hedge-Fonds zuzurechnen. Diese nutzen im Gegensatz zu Private-Equity-Gesellschaften eine wesentlich größere Bandbreite an Investmentstrategien sowie verschiedenartige Finanzinstrumente, um ihre Renditen zu erzielen. Oft ist ihr Anlagehorizont noch deutlich kürzer als jener von Private-Equity-Investoren.

4 Wie läuft der Einstieg eines PE-Investors ab?

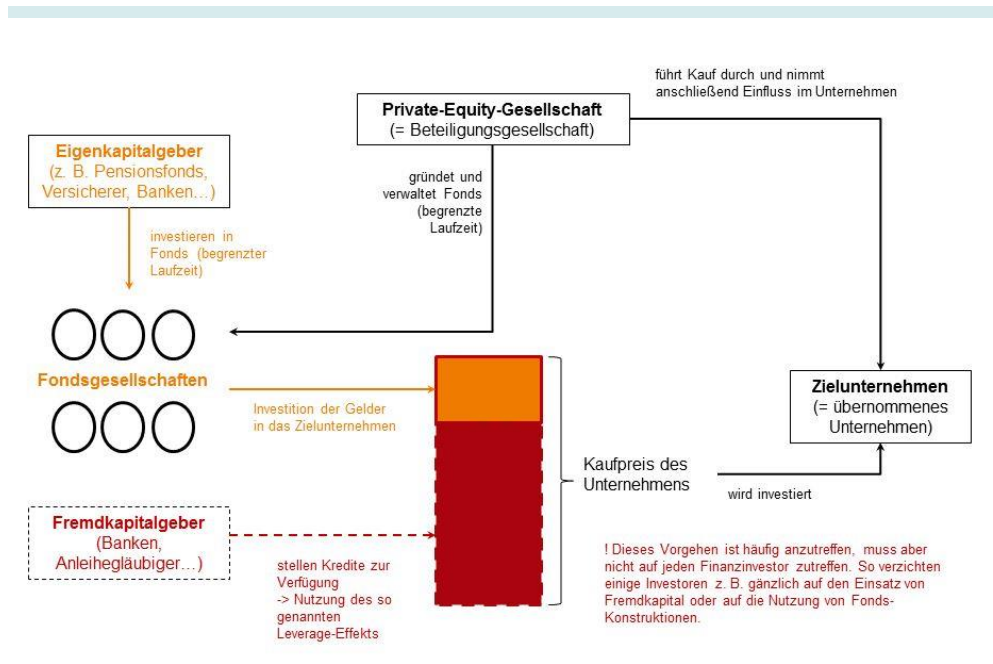
Im Folgenden wird der häufige Fall der Übernahme eines Zielunternehmens im Rahmen eines sogenannten Leveraged Buyouts beschrieben. Dabei übernimmt der Private-Equity-Investor das Unternehmen in der Regel vollständig und finanziert einen erheblichen Teil des Kaufpreises durch Aufnahme von Fremdkapital.

Zentraler Akteur im Rahmen jeder Übernahme ist die Beteiligungsgesellschaft. Die eigentlichen Kapitalgeber – sprich institutionelle Investoren wie Pensionsfonds oder Versicherer – nehmen auf die Entscheidungen in den Zielunternehmen in der Regel keinen Einfluss. Sie stellen der Beteiligungsgesellschaft ihre Gelder zur Verwaltung zur Verfügung und erhalten im Gegenzug in der Regel die Zusage einer Mindestrendite („Hurdle Rate“) auf ihr Kapital.

Die Beteiligungsgesellschaft gründet zur Bündelung der Gelder Fondsgesellschaften, die in der Folgezeit von ihr verwaltet werden. In der Regel werden die Fonds nach Abschluss einer Einwerbephase vorerst geschlossen, sodass die Mittel nicht wieder abgezogen werden können. In der anschließenden Investitionsphase nutzt die Beteiligungsgesellschaft die Gelder, um potenziell profitable Unternehmen möglichst günstig zu übernehmen.

Die Kaufpreise werden dabei nicht selten zu einem erheblichen Teil mit Fremdkapital (Kredite, Anleihen) finanziert. In den Hochzeiten des Private-Equity-Booms bis zum Ausbruch der Finanzkrise 2007/2008 wurden in Extremfällen lediglich Bruchteile von unter 10 % der Kaufpreise aus dem Ei-

genkapital der Fonds finanziert – der Restbetrag über die Aufnahme verschiedener Arten von Fremdkapital. Die Investoren nutzten auf diesem Weg den sogenannten Leverage-Effekt (siehe nächste Frage). In Folge der Finanz- und Wirtschaftskrise reduzierten sich zwar die Kreditanteile im Durchschnitt; sie spielen aber nach wie vor eine bedeutende Rolle bei der Finanzierung der Kaufpreise.



Hans Böckler
Stiftung

5 Was ist der Leverage-Effekt?

Der Leverage-Effekt (dt. Hebel-Effekt) bezeichnet einen finanzwirtschaftlichen Effekt. Dieser kann es einem Investor, genauer einem Eigenkapitalgeber, ermöglichen, seine Rendite (Eigenkapitalrendite) durch die zusätzliche Aufnahme von Fremdkapital zu erhöhen. Dies ist nur so lange möglich, wie die Rentabilität des Unternehmens insgesamt (Gesamtkapitalrentabilität) höher ist als der Zinssatz, der auf das Fremdkapital gezahlt werden muss. Übersteigt der Zins die Gesamtkapitalrendite, so kann sich der Effekt in fataler Weise umkehren und zur Insolvenzgefahr für das Unternehmen führen.

Ein vereinfachtes Beispiel veranschaulicht nebenstehend die Funktionsweise des Leverage-Effekts.

Aus Sicht der betroffenen Unternehmen erweist es sich häufig als besonders problematisch, wenn die Kredite, die ursprünglich durch den Investor zur Finanzierung des Kaufpreises aufgenommen wurden, auf das Zielunternehmen übertragen werden. Dies erfolgt mittels Verschmelzung der ei-

gens vom Investor gegründeten Übernahmegesellschaften (sogenannte NewCos) auf das Zielunternehmen.

Rechenbeispiel Leverage-Effekt			
Günstiges Szenario Gesamtkapitalrendite: 10% Fremdkapitalzinssatz: 5%	Fall 1: Eigentümer finanziert sein Unternehmen zu 100 € mit Eigenkapital und zu 100 € mit Krediten. Gesamtkapital: $100 € + 100 € = 200 €$ Gewinn vor Zinsen: $200 € \times 10 \% = 20 €$ Zinsen: $100 € \times 5 \% = 5 €$ Gewinn nach Zinsen: $20 € - 5 € = 15 €$ Der Gewinn von 15 € kann an die Eigentümer ausgeschüttet werden.	Fall 2: Eigentümer finanziert sein Unternehmen zu 100 € mit Eigenkapital und zu 300 € mit Krediten (Nutzung des Leverage-Effekts). Gesamtkapital: $100 € + 300 € = 400 €$ Gewinn vor Zinsen: $400 € \times 10 \% = 40 €$ Zinsen: $300 € \times 5 \% = 15 €$ Gewinn nach Zinsen: $40 € - 15 € = 25 €$ Bei gleicher Rentabilität und konstanten Zinsen wie in Fall 1, kann der Eigentümer seinen Gewinn durch zusätzliche Schulden erhöhen, ohne seinen eigenen Kapitaleinsatz zu erhöhen.	
	Ungünstiges Szenario Gesamtkapitalrendite: 5% Fremdkapitalzinssatz: 8%	Gesamtkapital: $100 € + 100 € = 200 €$ Gewinn vor Zinsen: $200 € \times 5 \% = 10 €$ Zinsen: $100 € \times 8 \% = 8 €$ Gewinn nach Zinsen: $10 € - 8 € = 2 €$ Im ungünstigen Szenario belasten die höheren Zinsen und die niedrigere Rentabilität das Ergebnis.	Gesamtkapital: $100 € + 300 € = 400 €$ Gewinn vor Zinsen: $400 € \times 5 \% = 20 €$ Zinsen: $300 € \times 8 \% = 24 €$ Gewinn nach Zinsen: $20 € - 24 € = -4 €$ Im ungünstigen Szenario kehrt sich der Leverage-Effekt um: Durch die hohe Zinsbelastung aus der zusätzlichen Verschuldung wird das Unternehmen in die Verlustzone gedrückt.

Hans Böckler
Stiftung

6 Wer trifft in der Beteiligungsphase die Entscheidungen im Unternehmen?

Grundsätzlich ist es Teil des Geschäftsmodells von Private-Equity-Gesellschaften, die Unternehmenspolitik selbst aktiv zu beeinflussen. Dies kann – muss aber nicht – zum Austausch des Managements führen, sofern zwischen Letzterem und dem Investor große Uneinigkeit besteht. In Unternehmen mit einem Aufsichtsrat wird zwangsläufig auch die Anteilseignerbank mit Vertretern des Investors oder ihm nahestehenden Personen besetzt.

Aus Sicht der Belegschaftsvertreter außerhalb des Aufsichtsrates ergibt sich eine besondere Problematik: Der Investor ist im Unternehmen selbst häufig kaum präsent, obwohl er von außen die Entscheidungen trifft. Der direkte Austausch von Informationen kann also erheblich erschwert werden, insbesondere dann, wenn die Beteiligungsgesellschaft nicht über Niederlassungen in Deutschland verfügt und das Unternehmen gewissermaßen aus dem Ausland „fernsteuert“. Häufig lässt sich in diesen Fällen schwer einschätzen, inwieweit das Management vor Ort noch eigenständige Entscheidungsspielräume besitzt.

Eine zentrale Rolle im Rahmen vieler Private-Equity-Beteiligungen spielt ferner der Einsatz externer Berater. Häufig beschäftigen selbst die großen US-amerikanischen und britischen Private-Equity-Häuser in ihren nationalen Niederlassungen nur sehr kleine Belegschaften mit niedriger zweistelliger Beschäftigtenzahl. Somit müssen externe Berater herangezogen wer-

den, um die vielseitigen Fragen zu beantworten, die im Rahmen einer Unternehmensbeteiligung relevant sind: z. B. zur Branchensituation, zum Marketing oder zur rechtlichen Situation. Die Kosten dafür trägt in der Regel das Zielunternehmen.

7 Welche Strategien werden zur Steigerung des Weiterverkaufswertes eingesetzt?

Grundsätzlich besteht das Ziel eines Private-Equity-Investors darin, eine möglichst große Differenz zu erzielen: zwischen dem Preis, zu dem er in das Unternehmen eingestiegen ist, und dem Preis, zu dem er es am Ende der Beteiligungsphase weiterveräußert („Exit-Orientierung“). Die unterjährige Ausschüttung von Dividenden kann dabei zwar auch eine Rolle spielen; sie ist gegenüber der Maximierung des Weiterverkaufswertes jedoch eher zweitrangig.

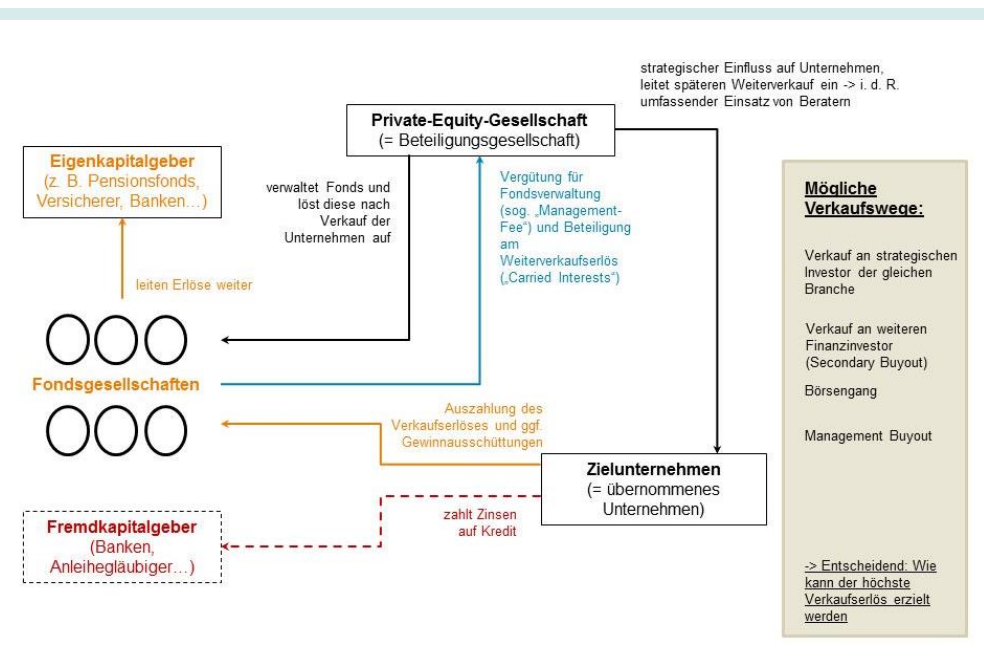
Aus Sicht der Beschäftigten lautet die entscheidende Frage: Mit welchen Maßnahmen möchte der Investor diese Wertsteigerung erreichen? Dabei kann grundsätzlich nicht von „dem Investor“ gesprochen werden. Entscheidend sind neben dessen Ausrichtung auch die Ausgangslage des Zielunternehmens sowie die Rahmenbedingungen bei seinem Ein- und Ausstieg. In der Vergangenheit ließen sich jedoch einige häufig wiederkehrende Muster im Vorgehen der Investoren erkennen. Dabei sollte man jedoch nicht verschweigen, dass die genannten Maßnahmen natürlich auch bei strategischen Investoren auftreten können:

- Buy-and-Build-Strategie: Aus verschiedenen Unternehmen einer Branche soll ein größeres Unternehmen mit besserer Wettbewerbsposition „geschmiedet“ werden.
- Fokussierung: Insbesondere in Mischkonzernen werden einzelne Geschäftsbereiche abgestoßen, um sich auf ein bestimmtes Kerngeschäftsfeld zu konzentrieren. Typischerweise betrifft dies Bereiche, die geringe Verbundeffekte mit dem angestrebten Kerngeschäft aufweisen.
- Internationalisierung: Profitable Geschäftsbereiche sollen gezielt auf neue Absatzmärkte und Produktionsländer ausgeweitet werden, vor allem auf Wachstumsmärkte in Schwellenländern.
- Effizienz- und Kostensenkungsprogramme: In bestimmten Unternehmensbereichen sollen Kosten verringert werden: z. B. durch Zentralisierung bestimmter Bereiche, Outsourcing, verminderte Lagerhaltung oder Nutzung von Leiharbeit und Werkverträgen. Häufig wird darauf abgezielt, den Output je Mitarbeiter (z. B. Umsatz je Mitarbeiter) weiter zu erhöhen, um so Personalkosten einzusparen.
- Schöpfung von liquiden Mitteln und Hebung stiller Reserven: Durch den Verkauf nicht betriebsnotwendigen Vermögens (z. B. nicht genutzte Grundstücke) oder Sale-and-Lease-Back-Geschäfte können ausschüttungsfähige bilanzielle Erträge realisiert werden.

8 Wie läuft der Ausstieg eines PE-Investors ab?

Die Beteiligungsphase des Investors endet typischerweise nach einer Phase von zwei bis acht Jahren, wobei die sehr kurzen Beteiligungshorizonte eher selten anzutreffen sind und besser zum Geschäftsmodell von Hedge-Fonds passen. Im Rahmen der Divestment-, sprich Ausstiegs-Phase, werden die Beteiligungen an verschiedenen Unternehmen, die in den Fonds gebündelt wurden, nach und nach veräußert. Mit dem nahenden Verkauf beginnt für die Private-Equity-Gesellschaft also die Suche nach möglichen Abnehmern (siehe nächste Frage). Die Erträge aus einem erfolgreichen Weiterverkauf fließen in die Fonds zurück und nach deren Öffnung bzw. Auflösung an die ursprünglichen Kapitalgeber.

Der Ertrag der Beteiligungsgesellschaft bzw. der dort beschäftigten Manager aus dem Deal setzt sich vor allem aus zwei Komponenten zusammen: In Form der Management-Fee erhält die Gesellschaft eine pauschale Vergütung für die Vermögensverwaltung, die in der Regel als prozentualer Anteil am Fondsvermögen veranschlagt wird. Die Carried Interests machen dagegen den erfolgsabhängigen Teil der Vergütung aus: Die Fondsmanager werden mit einem prozentualen Anteil am Weiterverkaufserlös aus den Unternehmen beteiligt. Da insbesondere hinsichtlich der Vergütungsstrukturen von Private-Equity-Gesellschaften auf große Verschwiegenheit geachtet wird, sind belastbare Angaben zur Höhe von Management-Fees und Carried Interests einzelner Fonds öffentlich kaum verfügbar.



9 Wer sind die potenziellen Käufer im Rahmen des Exits?

Dem Investor stehen als potenzielle Käufer des Zielunternehmens eine Reihe möglicher Käufergruppen zur Auswahl. Entscheidend ist aus seiner Sicht letztlich, wie er den maximalen Ertrag aus dem Weiterverkauf erzielen kann. Zu unterscheiden sind im Wesentlichen vier Wege des Ausstiegs:

- Im Rahmen eines **Trade Sale** wird das Unternehmen an einen strategischen Investor der gleichen Branche, also z. B. ein Industrieunternehmen, weiterveräußert.
- Beim **Börsengang** werden die Anteile am Grundkapital des Unternehmens am Aktienmarkt veräußert. Häufig ist hierfür eine längere Vorbereitungsphase erforderlich, um die Börsenreife des Unternehmens z. B. hinsichtlich Rechtsform, Berichtswesen etc. herzustellen, ein Börsenprospekt zu erstellen und potenzielle Großaktionäre anzusprechen.
- Beim **Secondary Buyout** ist der Käufer des Unternehmens ein weiterer Finanzinvestor, der ebenfalls nur für einen begrenzten Zeitraum Eigentümer des Unternehmens wird.
- Der **Management Buyout** ist ein Sonderfall des Secondary Buyouts, bei dem sich das bisherige Management des Unternehmens am Kauf beteiligt. Da es in der Regel die vollständige Übernahme nicht alleine stemmen kann, beteiligt sich auch in diesem Fall häufig ein Finanzinvestor.

Lange Zeit galt der Börsengang als die attraktivste Variante des Ausstiegs, weil hierbei der höchste Verkaufserlös zu erzielen war. Allerdings hängt der Erfolg eines Börsengangs maßgeblich vom herrschenden Marktumfeld ab. Demnach ging z. B. in den Folgejahren der Finanzkrise die Zahl der Börsengänge stark zurück, während insbesondere Secondary und Third Buyouts stark zunahmen. Vielfach bereiten Private-Equity-Investoren auch einen Börsengang vor und verhandeln zeitgleich mit kaufbereiten Investoren. Erst kurz vor Vertragsabschluss entscheiden sie sich für den lukrativeren Weg des Verkaufs.

10 Wie hat die Finanz- und Wirtschaftskrise das Geschäftsmodell beeinflusst?

Man kann feststellen, dass die Finanz- und Wirtschaftskrise seit 2007/2008 gravierende Auswirkungen auf die Private-Equity-Branche hatte. Das sehr niedrige Zinsniveau im Vorfeld der Krise hatte dazu geführt, dass die Investoren mit teils enorm hohen Kreditanteilen sehr teure Übernahmen in nahezu allen Wirtschaftszweigen durchführten. Man konnte von einem langjährigen Boom (seit ca. 2002) sprechen, der mit der Krise abrupt endete.

In den Jahren direkt nach der Krise war infolge der wirtschaftlichen Probleme vieler Kreditinstitute der Zugang zu weiteren Krediten versperrt und

Anschlussfinanzierungen für Altkredite schwer zu bekommen. Zahlreiche Unternehmen gerieten durch die hohe Liquiditätsbelastung der teils hoch verzinslichen Kredite und Anleihen in Zahlungsschwierigkeiten.

Für die Investoren erwies es sich durch den weltweiten Fall der Aktienkurse und die Rezession in vielen Industrieländern als zunehmend schwierig, noch Käufer für ihre Unternehmen zu finden. Die Zahl der Secondary und Third Buyouts nahm deutlich zu, da ein Verkauf innerhalb der Private-Equity-Branche häufig der einzig mögliche Weg war, sich von einem Unternehmen zu trennen.

Seit 2011 ist ausgehend von den USA eine weltweite Erholung der Branche festzustellen. Insbesondere das erneut sehr niedrige Zinsniveau sorgt dafür, dass den Investoren wieder vermehrt Gelder zufließen, da institutionelle Investoren auf der Suche nach lukrativen Anlagemöglichkeiten sind. Vielfach wird aber beobachtet, dass vor allem erfahrene Beteiligungsgesellschaften nun zielgerichteter in wachstumsstarke Branchen investieren und die Anteile der Kreditfinanzierung noch nicht das enorme Niveau der Vorkrisenjahre erreicht haben. Dennoch spielt der Leverage-Effekt nach wie vor eine wichtige Rolle.

Für Deutschland ist festzustellen: Eine Reihe großer Investmentgesellschaften verfügt nun schon über eine längerfristige Standorterfahrung von über 15 Jahren und hat entsprechende Erfahrungen mit Gewerkschaften und Mitbestimmungsakteuren als Verhandlungspartnern gesammelt. Welche Auswirkungen das auf die jeweilige Vorgehensweise hat, wird sich jedoch weiterhin zu einem großen Teil im Einzelfall erweisen.

11 Welche Rolle spielen PE-Investoren aktuell in Deutschland?

Der Private Equity Monitor der Hans-Böckler-Stiftung zeigt: Der Fokus der Investoren in Deutschland lag im Jahr 2016 - wie bereits in den vorangegangenen Jahren - auf dem industriellen Kernsektor. 85 der insgesamt 212 Übernahmen durch Private-Equity-Gesellschaften in Deutschland (40,1 %) entfielen auf die Branchen Maschinen- und Anlagenbau (25), Chemie und Kunststoffe (22), Elektrotechnik und Elektronik (21) sowie Fahrzeugbau (17). Der klare Schwerpunkt liegt also auf export- und innovationsorientierten Industriebranchen. Neben diesem Kernsektor spielten ferner Übernahmen in den Bereichen IT/Software (30) und in den traditionellen Industriezweigen (31) eine bedeutende Rolle.

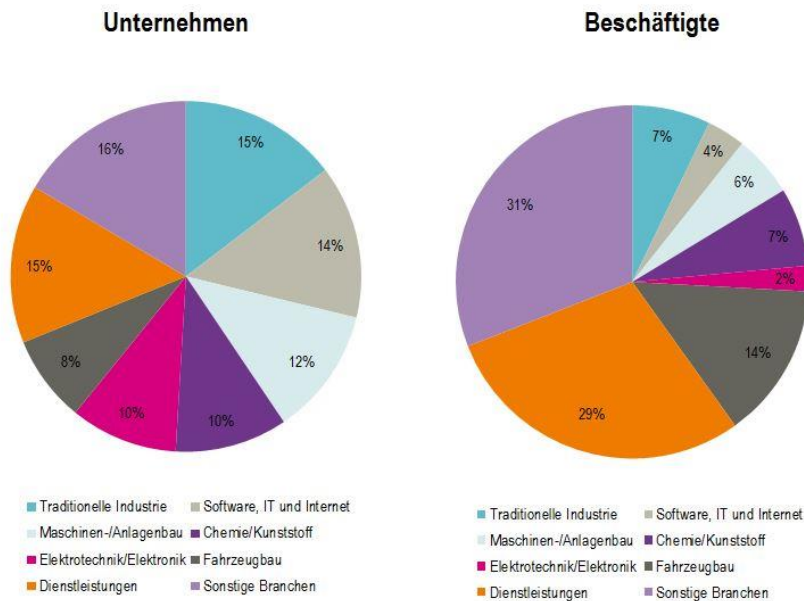
Weiterhin spielt Private Equity auch im Geltungsbereich des Mitbestimmungsgesetzes eine wichtige Rolle – zumindest soweit man sich an der Belegschaftsgröße betroffener Zielunternehmen orientiert: 45 betroffene Unternehmen (21,2 %) hatten 500 und mehr Beschäftigte. Kritisch ist jedoch zu beobachten, dass lediglich knapp 60 % der Unternehmen, die gemäß Studie mehr als 2.000 Beschäftigte in Deutschland aufweisen und

aktuell unter der Kontrolle von Private Equity stehen, auch über einen paritätisch mitbestimmten Aufsichtsrat verfügen.

Bezüglich der Herkunft in Deutschland aktiver PE-Investoren, hat die Bedeutung deutscher Beteiligungsgesellschaften im Jahr 2016 abgenommen: Jedoch waren sie weiterhin an knapp der Hälfte aller Übernahmen – insbesondere jener kleinerer Zielunternehmen – beteiligt. Den Schwerpunkt bei den größeren Unternehmen bildeten dagegen Investoren aus dem angelsächsischen Raum (27 % der Übernahmen) und Frankreich/BeNeLux (15 %).

Problematisch bleibt weiterhin die hohe Bedeutung von secondary buyouts, bei denen ein Unternehmen von einem Finanzinvestor an einen weiteren veräußert wird. Diese Deals waren im Jahr 2016 für 44 % der Private-Equity-Gesellschaften der „Weg der Wahl“ zum Weiterverkauf ihrer Unternehmen. Zwar stellt der Verkauf an einen strategischen Investor (49 %) weiterhin den häufigsten Ausstiegsweg dar. Doch das unverändert hohe Niveau der „secondaries“ bleibt mit Blick auf den Anspruch der Investoren auf Schaffung strategischer und langfristiger Werte für Unternehmen und Belegschaften äußerst diskussionswürdig.

Übernommene Unternehmen 2016 und ihre Beschäftigten nach ausgewählten Branchen (in v. H.)



Quelle: eigene Berechnungen auf der Basis von Buyout Deal/Preqin, ZEPHYR und DAFNE/Bureau van Dijk und Deal News/Majunke

12 Welche Chancen bestehen aus Beschäftigtensicht?

Grundsätzlich muss der Einstieg eines Private-Equity-Investors aus Beschäftigtensicht differenziert beurteilt werden. Je nach Art des Investors, den Rahmenbedingungen beim Ein- und Ausstieg und der Ausgangssituation des Zielunternehmens unterscheiden sich die Chancen und Risiken stark. Klar ist jedoch in jedem Fall, dass es sich um eine „Ehe auf Zeit“ handelt.

Wirtschaftlich muss berücksichtigt werden, welche Rolle das betroffene Unternehmen für seine vorherigen Eigentümer spielte: Beispielsweise kann es nur noch eine strategische Randstellung innerhalb eines Mischkonzerns eingenommen haben, sodass z. B. Investitionen zurückgehalten wurden. Hierbei kann ein Investor Abhilfe schaffen, indem er die Kernkompetenz des Unternehmens wieder stärkt. Er kann nützliches betriebswirtschaftliches Fachwissen bereitstellen und etwa im Controlling und im Finanzwesen eine Professionalisierung vorantreiben. Und letztlich kann ein Unternehmen schlicht in einer Ausgangssituation sein, in der ein Finanzinvestor der einzige verbleibende zahlungsbereite Geldgeber ist.

Letztlich darf auch eine Tatsache nicht außer Acht gelassen werden: Die häufig angeführten Synergien, die bei Übernahmen durch strategische Investoren im Fokus stehen, können gleichfalls zu Arbeitsplatzverlusten führen. Man denke hierbei z. B. an die Zusammenlegung von Produktionsstandorten. Und grundsätzlich kann die Einordnung als strategischer Investor nicht in jedem Fall mit einem verantwortungsvollen Investor gleichgesetzt werden, wie auch ein Finanzinvestor nicht zwingend verantwortungslos mit Blick auf die Beschäftigten handeln muss.

13 Welche Risiken bestehen aus Beschäftigtensicht?

Den Chancen durch Beteiligung einer Private-Equity-Gesellschaft stehen jedoch diverse Risiken gegenüber: Problematisch wird es aus Sicht der Beschäftigten insbesondere dann, wenn die Steigerung des Weiterverkaufswertes durch den Investor einseitig durch Einsparprogramme vorangetrieben wird. Der Verlust von qualifiziertem Personal oder das Zurückhalten von Instandhaltungs- und Modernisierungs-Investitionen kann die langfristige Stabilität des Unternehmens erheblich beeinträchtigen.

Kritisch wird diese Situation insbesondere dann, wenn dem Investor eine tiefere Kenntnis der Branche und des Geschäftsmodells fehlt, um die Absatzseite des Unternehmens entsprechend zu stärken. Mögliche Pläne zur Fokussierung des Geschäftsmodells können andererseits den Zusammenhalt der Belegschaft auf die Probe stellen.

Die Spätfolgen der Verschuldung durch Ausnutzung des Leverage-Effekts können für ein Unternehmen existenzbedrohend werden, wenn das Augenmaß für seine finanzielle Belastbarkeit fehlt oder bewusst ignoriert wird.

Hohe Zinszahlungen können den Spardruck im Unternehmen gegebenenfalls noch deutlich verschärfen.

Ein spezielles Problem stellt zudem die wachsende Zahl an Secondary und Third Buyouts dar, bei denen Unternehmen nur noch von Finanzinvestor zu Finanzinvestor weitergereicht werden. Da die Renditeforderungen der einzelnen Investoren im Zeitverlauf meist nicht geringer werden, stellt sich hier erst recht die Frage: Wie sollen diese noch realisiert werden?

Für Betriebs- und Aufsichtsräte erweisen sich vor allem Fälle als Herausforderung, in denen ein Investor das Modell der deutschen Mitbestimmung und der industriellen Beziehungen nicht kennt bzw. bewusst auf Konfrontationskurs zu ihm geht. Als direkter Gesprächs- und Verhandlungspartner fällt er weitgehend aus (gegebenenfalls mit Ausnahme des Aufsichtsrates), zumindest wenn eine eigene deutsche Niederlassung fehlt. Die Durchsetzung von Informationsrechten kann unter anderem durch die nach außen unklare Rollenverteilung zwischen Management und Investor erschwert werden.

14 Worauf kommt es aus Beschäftigtensicht an?

Vorrangigstes Ziel der Belegschaft sollte im Fall einer absehbaren Übernahme generell die Ausschöpfung ihrer Informationsrechte und -möglichkeiten sein, um sich strategisch positionieren zu können. Frühzeitig sollte man sich mit der zuständigen Gewerkschaft abstimmen, da diese den Prozess der Informationsgewinnung und Analyse unterstützen kann. Wichtig ist es zunächst, den potenziellen Investor hinsichtlich seiner vornehmlichen Eigenschaften zu beurteilen. Zentrale Aspekte sind hier z. B. seine Standort- und Branchenerfahrung sowie das Bestehen einer deutschen Niederlassung. Auch die absehbare Dauer des Beteiligungshorizonts ist von Bedeutung, da er den späteren Renditedruck maßgeblich beeinflusst. Dies gilt umso mehr für die Zusagen der Beteiligungsgesellschaft an ihre Kapitalgeber (Hurdle Rate) und Fonds-Manager (Carried Interests). Während Angaben zu konkreten Konditionen der Fonds eher selten verfügbar sind, können die anderen Fragen z. B. anhand von Erfahrungswerten aus früheren Beteiligungen des Investors zumindest tendenziell beantwortet werden. Bezogen auf den konkreten Fall muss sich die Belegschaft jedoch auch einen Überblick über die Situation des eigenen Unternehmens verschaffen:

- Wo liegen Stärken und Schwächen des Geschäftsmodells?
- In welchen Märkten können wir wachsen?
- Welche Bereiche wurden in der Vergangenheit möglicherweise vernachlässigt?
- Gibt es Unternehmensbereiche, die aufgrund geringer Verbindungen zum Restkonzern von einem Verkauf bedroht sein könnten?
- Wie sind die finanzielle Belastbarkeit und die Kreditwürdigkeit des Unternehmens zu beurteilen?

Eine ehrliche Bestandaufnahme – gegebenenfalls unter Zuhilfenahme der Gewerkschaft oder externer Berater – kann Fingerzeige liefern, was auf die Kolleginnen und Kollegen zukommt.

Unterstützt werden können Informationsgewinnung und Analyse z. B. durch die Vernetzung mit Arbeitnehmervertretern aus anderen Unternehmen, die Erfahrung mit dem Investor gesammelt haben. Im Sinne eines reibungslosen Informationsflusses ist zudem ratsam, die Arbeitnehmergremien innerhalb eines Konzerns personell eng zu verzahnen: von den Betriebsräten über den Gesamt- und Konzernbetriebsrat, den Europäischen Betriebsrat, den Wirtschaftsausschuss bis hin zur Arbeitnehmerbank im Aufsichtsrat ratsam.

Der Schutz der Belegschaftsinteressen im weiteren Verlauf kann auf verschiedenen Ebenen gewährleistet werden. Beispielsweise ist auf betrieblicher Ebene an Betriebsvereinbarungen zu Fragen der Unternehmensrestrukturierung zu denken. Eine enge Kooperation mit der Gewerkschaft ist spätestens in Fragen der präventiven Beschäftigungs- und Standortsicherung erforderlich oder beim Abschluss einer sogenannten Best-Owner-Vereinbarung, in der Kriterien für einen guten Eigentümer im Sinne der Belegschaft vereinbart werden.

15 Weiterführende Informationen

Böttger (2006): **→I** [Strukturen und Strategien von Finanzinvestoren](#), Arbeitspapier der Hans-Böckler-Stiftung

IG-Metall (Hg.) (2010): **→I** [Finanzinvestoren entzaubern – Wie Betriebsräte Arbeitsplätze sichern, wenn Finanzinvestoren in das Unternehmen einsteigen](#)

Haves/Wilke/Meixner/Reich/Vitols (2013): **→I** [Private Equity and Labour in Europe: Did the crisis change the perception and role of Private Equity](#), Studie der Hans-Böckler-Stiftung,

Scheuplein/Teetz (2014): **→I** [Private Equity Monitor Deutschland 2013](#), **→I** [Kurzfassung](#)

Scheuplein/Sekanina/Teetz (2017): [Private Equity Monitor Deutschland 2016](#), Reihe Mitbestimmungsreport der Hans-Böckler-Stiftung. (im Erscheinen)

Laßmann/Rupp (2010): **→I** [Beschäftigungssicherung](#), Reihe Betriebs- und Dienstvereinbarungen, 2. Auflage, BUND-Verlag (2010). Im Buchhandel zu bestellen.

Rupp (2012): **→I** [Restrukturierungsprozesse in Betrieben und Unternehmen](#), Reihe Betriebs- und Dienstvereinbarungen. BUND-Verlag (2012). Im Buchhandel zu bestellen.

Praxisblätter für Betriebsräte und Aufsichtsräte: **→I** [Finanzinvestoren](#), u. a. mit Fallbeispielen aus Betrieben

Im Mitbestimmungsportal

Wissen kompakt [„Finanzinvestoren in Deutschland – Eine Bilanz für das Jahr 2016“](#) (Kartenstapel)

Über den Autor

Alexander Sekanina arbeitet seit 2011 als Wirtschaftsreferent in der Abteilung Mitbestimmungsförderung der Hans-Böckler-Stiftung. Er berät und schult Aufsichts- und Betriebsräte zu den Themen Unternehmensfinanzierung, Jahresabschluss (HGB und IFRS) und Risikomanagement.

Alexander-Sekanina@boeckler.de

Impressum

Erschienen im Mitbestimmungsportal, dem Infoservice der Hans-Böckler-Stiftung für die Mitbestimmungspraxis. Die Reihe "Wissen kompakt" bietet im Kartenstapel-Format anschaulich und komprimiert aufbereitete Hintergrundinformationen zu aktuellen Themen.

Online-Fassung und weitere Themen unter www.mitbestimmung.de/wissen-kompakt

Kontakt:

Michael Stollt
Hans-Böckler-Stiftung
Hans-Böckler-Straße 39
40476 Düsseldorf
mitbestimmungsportal@boeckler.de

Hans-Böckler-Stiftung,
Dezember 2017 (Update)