

ISM

INTERNATIONAL
SCHOOL OF MANAGEMENT

University of Applied Sciences

ISM Workingpaper No. 5

Matthias Lütke Entrup;
Diethard B. Simmert;
Lisa Caspari

Die Performance von
deutschen Portfolio-
unternehmen nach
Private Equity Buyouts

Matthias Lütke Entrup; Diethard B. Simmert; Lisa Caspari

**Die Performance von deutschen Portfolio-
unternehmen nach Private Equity Buyouts**

Lütke Entrup, Matthias; Simmert, Diethard B.; Caspari, Lisa: Die Performance von deutschen
Portfoliounternehmen nach Private Equity Buyouts

© 2017 der vorliegenden Ausgabe, Münsterscher Verlag für Wissenschaft

readbox unipress in der readbox publishing GmbH

<http://unipress.readbox.net>

© 2017 ISM

Alle Rechte vorbehalten

Herstellung: readbox unipress

ISBN 978-3-96163-099-8

ISM - International School of Management gGmbH

Otto-Hahn-Str. 19 · 44227 Dortmund

www.ism.de

Tel.: 0231.975139-0 · Fax: 0231.975139-39

ism.dortmund@ism.de

Lütke Entrup, Matthias; Simmert, Diethard B.; Caspari, Lisa: Die Performance von deutschen
Portfoliounternehmen nach Private Equity Buyouts, Dortmund und Münster, readbox uni-
press, 2017 (Working Paper ; 5)

ISBN 978-3-96163-099-8

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis	IV
Abstract.....	1
1 Einleitung.....	1
2 Private Equity	2
3 Abschlussanalyse.....	6
3.1 Grundlagen.....	6
3.2 Absolute Größen	7
3.3 Finanzwirtschaftliche Abschlussanalyse	9
3.4 Erfolgswirtschaftliche Abschlussanalyse.....	9
4 Performance deutscher PE-Portfoliounternehmen	10
4.1 Methodik.....	10
4.2 Entwicklung der Portfoliounternehmen	15
4.3 Vergleich internationaler und deutscher PE-Gesellschaften	16
4.4 Grenzen der Untersuchung.....	17
5 Fazit und Ausblick.....	18
Literaturverzeichnis	20

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1:	Definitiorische Abgrenzung von Private Equity	3
Abbildung 2:	Struktur einer PE Beteiligung	4
Abbildung 3:	Berechnungsschema der Pro-Forma-Ergebnisse	8
Abbildung 4:	Variablen zur Messung der Performance	12
Abbildung 5:	Exemplarische Berechnung der Entwicklung der Umsatz- erlöse nach dem Buyout	14
Abbildung 6:	Durchschnittliche Veränderung der Kennzahlen aller PU.....	15
Abbildung 7:	Durchschnittliche Veränderung der Kennzahlen aller PU nach internationalen und deutschen PEG	16

Abstract

Der vorliegende Beitrag untersucht die Entwicklung von deutschen *Portfoliounternehmen* (PU) nach *Private Equity* (PE) Buyouts. Es wird der Frage nachgegangen, inwieweit Kapitalbeteiligungsgesellschaften fähig sind, die Performance ihrer PU während der Haltephase zu verbessern. Ziel ist es zu klären, ob eine Mehrheitsbeteiligung durch eine *Private Equity Gesellschaft* (PEG) eine erfolgreiche Form der Unternehmensfinanzierung für deutsche Unternehmen darstellt. Diese Fragestellung wird auf der Grundlage einer eigenständigen Erhebung behandelt, indem Werte aus den Jahresabschlüssen der PU extrahiert und ausgewertet werden.

Im Ergebnis hat sich die Mehrheit der analysierten Unternehmen nach dem Buyout positiv entwickelt. Viele der betrachteten Kennzahlen konnten im Durchschnitt verbessert werden, bei den Umsatzerlösen lag der Anstieg sogar bei über 10%. Eine negative Entwicklung hat die durchschnittliche Margensituation erfahren: Die EBITDA-Marge hat sich im Durchschnitt der betrachteten Unternehmen verschlechtert, insbesondere getrieben durch gestiegene Materialaufwandsquoten.

Die PU internationaler PEG haben sich bei fast allen Kennzahlen deutlich besser entwickelt als die PU deutscher PEG. Internationale PEG verfolgen eher wachstumsorientierte Strategien, die in stark gestiegenen Umsatz- und Mitarbeiterzahlen ihren Ausdruck finden. Die entsprechenden Renditen haben sich gleichfalls besser entwickelt.

„Bei einer wissenschaftlichen Diskussion hat der Unterlegene größeren Gewinn, sofern er etwas hinzulernt.“

Epikur (um 341 – 271 v. Chr.), griechischer Philosoph

1 Einleitung

Durch privates Eigenkapital finanzierte Mehrheitsbeteiligungen, sogenannte *Private Equity Buyouts*, haben sich in Deutschland zu einer bedeutenden Finanzierungsform für Unternehmen entwickelt (vgl. Brettel et al. 2008: 8 & 11 f.). Im Jahr 2014 investierten Kapitalbeteiligungsgesellschaften insgesamt 7,1 Mrd. € in deutsche Unternehmen, davon entfielen allein 79% auf Buyouts. Ziel dieser Übernahmen ist eine wertschöpfende Entwicklung der Unternehmen, damit beim Verkauf der erworbenen Anteile ein Gewinn erwirtschaftet werden kann. Um den Wert der Beteiligung zu steigern, nimmt die PEG Einfluss auf das PU (vgl. BVK 2015b: 6 f.).

Das Ziel dieses Beitrags ist es daher zu analysieren, inwieweit sich die Performance der PU durch die Beteiligung der PEG verändert und ob den PEG die angestrebte

Wertsteigerung der PU gelingt. Hierfür werden unterschiedliche PU von Kapitalbeteiligungsgesellschaften betrachtet und deren Performance vor und während der Beteiligungsphase untersucht. Um eine fundierte Aussage über die Entwicklung der Unternehmen treffen zu können, bietet sich die Analyse der Jahresabschlüsse an. Früher war es kaum möglich, eine umfassende jahresabschlussorientierte Erfolgsmessung bei deutschen PU durchzuführen, da oft private (d.h. nicht publizitätspflichtige) Unternehmen übernommen werden. Dieser Mangel an Information wurde im Januar 2007 durch das Inkrafttreten des Gesetzes über das elektronische Handelsregister behoben (vgl. Henssen 2011: 83). Die Abschlüsse der Unternehmen sind nun seit einigen Jahren öffentlich verfügbar, wodurch eine detaillierte externe Zeitreihenanalyse möglich wird.

Hierzu werden vorab einige Grundlagen zu den Themenbereichen PE und Abschlussanalyse beleuchtet. Darauf aufbauend wird zunächst die methodische Vorgehensweise der Untersuchung beschrieben, anschließend werden Datenerhebung und Auswertung dokumentiert. Im Anschluss werden die Performance der PU nach PE-Buyouts analysiert und die Unterschiede von deutschen und internationalen PEG herausgearbeitet.

2 Private Equity

Der Begriff „*Private Equity*“ wird in der Literatur nicht einheitlich definiert und abgegrenzt. Insbesondere zwischen dem englisch- und dem deutschsprachigen Verständnis gibt es Differenzen. Die Definition von Kraft findet in zahlreichen Quellen Übereinstimmung (vgl. u. a. BVK 2015a; EVCA 2013; Weber et al. 2009: 24; Gietl 2009: 18 f.; Friedrich 2005: 11 f. & Pankotsch 2005 S. 8 ff.):

„Private Equity ist eine Art der Unternehmensfinanzierung, bei der [...] Unternehmen von spezialisierten Finanzintermediären mittel- bis langfristig Risikokapital zur Verfügung gestellt wird. Private Equity-Gesellschaften nehmen eine aktive Rolle bei der Kontrolle und Betreuung ihrer Portfoliounternehmen ein und leisten bei Bedarf Management-Unterstützung. Zur Realisierung eines Kapitalgewinns besteht von vornherein die Absicht, die Beteiligung wieder zu veräußern.“ (Kraft 2001: 34)

Ein maßgebliches Merkmal von PE ist die Tatsache, dass es im Gegensatz zu Public Equity ausschließlich außerbörslich, d.h. nicht auf organisierten Kapitalmärkten, gehandelt wird (vgl. BVK 2015a & Kaserer et al. 2007: 14). Weiterhin handelt es sich grundsätzlich um voll haftendes sowie zins- und tilgungsfreies Eigenkapital (vgl. Friedrich 2005: 13 & Gündel/Katzorke 2007: 20), welches überwiegend von institutionellen Anlegern stammt, die es den PEG zur Verfügung stellen. Mit diesen Mitteln werden Anteile von Unternehmen mit Finanzierungsbedarf erworben (vgl. BVK 2015c). Hierbei handelt es sich stets um eine zeitlich begrenzte Investition, welche i.d.R. mit aktiver Einflussnahme auf das Investitionsobjekt verbunden ist (vgl. EVCA

2013). Ziel dieser Einflussnahme ist die Wertsteigerung der erworbenen Anteile, um beim finalen Verkauf der Beteiligung Gewinne generieren zu können (vgl. Schmedding/Simmert 2010: 130). Abbildung 1 veranschaulicht sowohl die Einordnung von PE in den Gesamtzusammenhang als auch die unterschiedlichen Anwendungsbereiche und Formen des privaten Beteiligungskapitals.

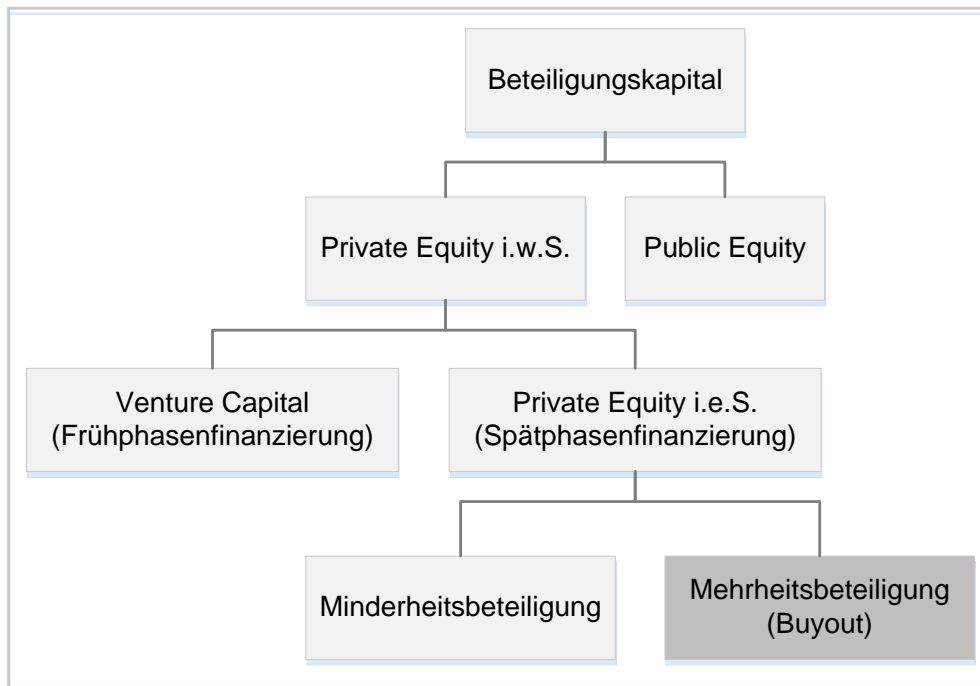


Abbildung 1: Definitive Abgrenzung von Private Equity

Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an Kaserer et al. 2007: 14

Investieren sogenannte Buyout-Gesellschaften in ein Zielunternehmen, so erwerben sie eine Mehrheit der Unternehmensanteile und üben somit maßgeblichen Einfluss auf dessen Geschäftstätigkeit aus. Das Unternehmen wird ab der Übernahme als *Portfoliounternehmen* bezeichnet, da es sich während der Haltephase im Portfolio der PEG befindet. Am PE Markt sind mehrere Akteure beteiligt, die unterschiedliche Aufgaben erfüllen und divergente Ziele verfolgen. Die zentralen Teilnehmer sind die PEG, ihre Ziel- bzw. Portfoliounternehmen sowie Investoren, welche die finanziellen Mittel zur Verfügung stellen (vgl. Kraft 2001: 34). Zusätzlich zu diesen drei Hauptteilnehmern sind bei einer PE Beteiligung weitere Akteure involviert. Im Zuge einer Transaktion werden meist externe Berater wie Anwälte, Wirtschaftsprüfer und Unternehmensberater herangezogen, um PEG und PU gleichermaßen zu unterstützen. Investmentbanken agieren zudem häufig als Vermittler zwischen Zielunternehmen und PEG (vgl. Hoffmann 2011: 71 ff.). Da typischerweise neben dem Kapital der Investoren auch Fremdkapital zur Finanzierung des Kaufpreises der Unternehmensanteile verwendet wird (vgl. Kaserer et al. 2007: 15), spielen Banken ebenfalls eine wichtige Rolle (siehe Abbildung 2).

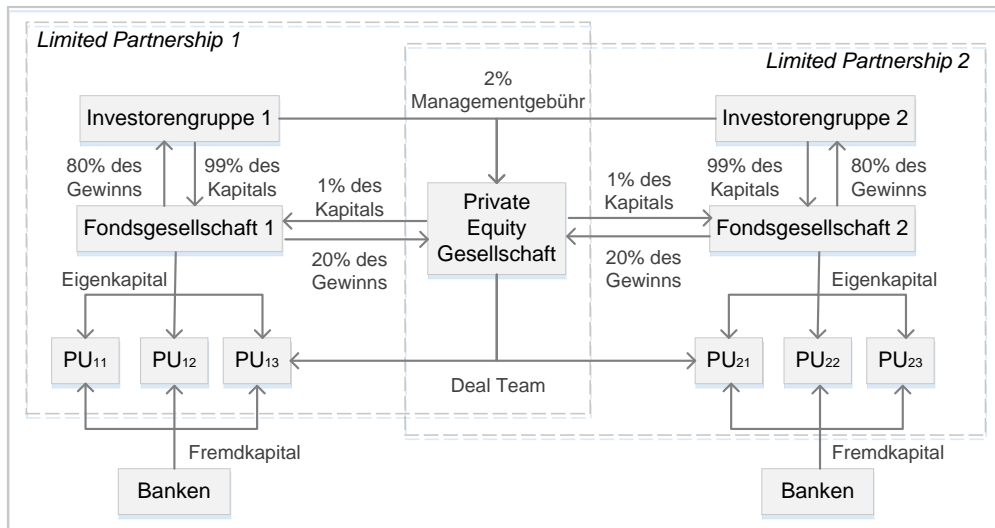


Abbildung 2: Struktur einer PE Beteiligung

Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an Sewing 2008: 12; Röhrig 2011: 18; Kraft 2001: 40¹

Das Portfolio einer PEG kann unterschiedlich viele Unternehmen beinhalten. Die Gründe für den Kapitalbedarf dieser Unternehmen sind vielfältig und meist von der Lebenszyklusphase des Zielunternehmens abhängig (vgl. Gündel/Katzorke 2007: 33). In dieser Analyse werden ausschließlich mehrheitliche Übernahmen von bereits etablierten Unternehmen betrachtet. Um für eine derartige Beteiligung in Frage zu kommen, muss das Zielunternehmen eine Reihe von Voraussetzungen erfüllen. Zunächst muss die Übernahme generell möglich sein, d.h. dass die Eigentümer bereit sein müssen, ihre Anteile an die PEG zu veräußern bzw. während der Beteiligungsphase mit dieser zusammenzuarbeiten. Damit die PEG die Investition erfolgreich abschließen kann, sollte ein gewisses Wertsteigerungspotenzial vorhanden sein, welches zudem innerhalb einer relativ kurzen Zeit realisierbar sein sollte. Auch sollte das Unternehmen über einen stabilen Cashflow verfügen. Dies ist insbesondere bei einer Finanzierung mit hohem Fremdkapitalanteil von Bedeutung, da hier die Verschuldung aus der Transaktion finanziert werden muss (vgl. Hoffmann 2011: 57 ff.). Nicht zuletzt sollte das Zielunternehmen über ein gutes Management und eine ausgereifte Unternehmensstruktur verfügen, damit der Buyout erfolgreich wird (vgl. Brettel et al. 2008: 37 f.).

Die Aufgabe der PEG ist somit das Management des von den Investoren in den PE-Fonds eingezahlten Vermögens sowie die Betreuung der PU. Demzufolge kann festgehalten werden, dass die Beteiligungsgesellschaften in Bezug auf die Investoren eine Investitionsfunktion und für die PU sowohl eine Finanzierungsfunktion als auch eine Kontroll- und Unterstützungsfunktion ausüben (vgl. Kraft 2001: 39). PEG werden häufig auch als Finanzinvestoren bezeichnet, da es ihr Ziel ist, mit einer befristeten,

¹ Bei den Prozentangaben handelt es sich um beispielhafte Größenordnungen.

rein finanziellen Beteiligung eine möglichst hohe Rendite mit möglichst geringem Risiko zu erzielen.

PEG nehmen in unterschiedlichem Umfang Einfluss auf ihre PU. Es lassen sich zwei grundlegende Strategien unterscheiden. Eine sogenannte *Hands-on*-Strategie ist durch eine intensive Betreuung seitens der PEG charakterisiert. Im Gegensatz dazu beschreibt eine *Hands-off*-Strategie eine geringe Einflussnahme auf das Investitionsobjekt (vgl. Meier 2006: 12; Gietl 2009: 21 f. & Pankotsch 2005: 64). Im Falle eines Buyouts gewährt die Eigenkapitalbeteiligung den PEG fast völlige Entscheidungsfreiheit im Umgang mit ihrem PU (vgl. Weber et al. 2009: 20). Es kann somit davon ausgegangen werden, dass die Buyout-Gesellschaften im Zweifelsfall eher eine *Hands-on*-Strategie verfolgen, um die Wertsteigerung ihrer PU möglichst stark zu beeinflussen und ihren Gewinn zu maximieren.

Die Mehrheitsbeteiligung durch eine PEG hat sich in Deutschland zu einer etablierten Form der Unternehmensfinanzierung entwickelt. Auch steigen Zahl und Wert der realisierten Buyouts weiterhin stetig an. Laut einer Statistik des *Bundesverband für Kapitalbeteiligungsgesellschaften e.V.* (BVK) wurden im Jahr 2014 insgesamt 127 Buyouts mit einem Gesamtvolumen von 5,6 Mrd. € realisiert. Im Vergleich zum Vorjahr entspricht dies einer Steigerung von rund 43% (vgl. BVK 2015b: 6 f.). Da mit einer Mehrheitsübernahme auch ein maßgeblicher Einfluss seitens der PEG einhergeht, werden in dieser Analyse ausschließlich PU untersucht, die sich im mehrheitlichen Besitz einer PEG befinden.

Beteiligungsgesellschaften streben danach, den Wert des investierten Kapitals in möglichst kurzer Zeit möglichst stark zu steigern (vgl. Röhrig 2011: 36 f.). Die intensive Beeinflussung der PU unterscheidet die PEG von anderen Finanzinvestoren wie beispielsweise Anlagefonds, welche üblicherweise keinen Einfluss auf die Unternehmen in ihrem Portfolio nehmen (vgl. Kraft 2001: 238). Die absolute Höhe der erreichten Wertsteigerung und somit der Erfolg der Investition kann vor allem durch den erzielten Veräußerungspreis im Vergleich zum Kaufpreis beurteilt werden (vgl. Kaserer et al. 2007: 199).

McKinsey hat im Jahr 2005 insgesamt 60 Buyout-Transaktionen untersucht, um die Ursachen der erzielten Wertsteigerung zu identifizieren (vgl. Heel/Kehoe 2005). Demnach wird die Steigerung des Wertes einer PE Beteiligung von drei Faktoren bestimmt (vgl. Kraft 2001: 280). Mithilfe des *Leverage-Effekts* kann durch eine Erhöhung des Verschuldungsgrads die Eigenkapitalrentabilität gesteigert werden, was eine Wertsteigerung aus Sicht der Eigenkapitalgeber bedeutet (vgl. Tcherveniachki 2007: 57). Weiterhin kann durch eine hohe Transaktionsarbitrage, d.h. einem wesentlichen Unterschied zwischen Kauf- und Verkaufspreis des PU, Wert generiert werden. Gründe hierfür können beispielsweise eine strukturelle Veränderung von Angebot und Nachfrage oder Verhandlungsgeschick sein. Im Fokus dieses Beitrags

soll jedoch die tatsächliche Wertschöpfung stehen, da diese eine Steigerung der wirtschaftlichen Leistungskraft der PU bedeutet (laut *McKinsey* bei 63% der Buyouts der primäre Grund für die Wertsteigerung) (vgl. Heel/Kehoe 2005). Ein Anstieg der Profitabilität und Produktivität kann u.a. durch Investitionen in neue Technologien, Akquisitionen von Wettbewerbern und Effizienzsteigerungen in Unternehmensprozessen erreicht werden (vgl. Hoffmann 2011: 57 f.). Im Zuge dessen kann die PEG das Unternehmen beispielsweise bei der strategischen Planung sowie bei der Suche nach weiteren Kapitalgebern unterstützen. Auch erfolgt häufig eine Ergänzung des Managementteams (vgl. Kraft 2001: 240).

3 Abschlussanalyse

3.1 Grundlagen

Die Basis der durchgeführten Analyse sind die Jahresabschlüsse der PU. Unternehmen müssen mindestens einmal jährlich Rechenschaft über den Erfolg ihrer Geschäftstätigkeit sowie ihre wirtschaftliche Situation ablegen. Dies geschieht in Form eines Jahresabschlusses, bestehend aus Bilanz, Gewinn- und Verlustrechnung (GuV) und ggf. einem Anhang. Die gesetzlichen Grundlagen hierzu finden sich in § 242 HGB (vgl. Coenenberg et al. 2014: 3; Gräfer/Schneider 2010: 1). Die Angaben der Abschlüsse werden in Form von Kennzahlen ausgewertet und interpretiert, um so Erkenntnisse über die Finanz- und Ertragslage des Unternehmens zu gewinnen (vgl. Coenenberg et al. 2014: 1017 & Kirsch 2012: 1). Anschließend ermöglicht ein Zeitvergleich Aussagen über die Performance eines Unternehmens nach dem Buyout. Dies beinhaltet vor allem den Vergleich der Entwicklung nach der Übernahme mit den Werten vor der Transaktion.

Die Durchführung der externen Abschlussanalyse ist diversen Schwierigkeiten ausgesetzt. Diese resultieren zum einen aus Bilanzierungs- und Bewertungswahlrechten, zum anderen sind Abschlüsse stets vergangenheitsorientiert und zudem meist erst eine gewisse Zeit nach dem Bilanzstichtag verfügbar, sodass die aufgeführten Informationen oft nicht mehr aktuell sind. Auch besteht kaum eine Möglichkeit, relevante qualitative Einflussfaktoren wie beispielsweise die Qualität des Managements und die Qualifikation der Mitarbeiter, das Image, die Konkurrenzsituation und technisches Know-how quantitativ zu erfassen (vgl. Coenenberg et al. 2014: 1025 f. & Gräfer/Schneider 2010: 11). Dennoch gilt die Abschlussanalyse als geeignetes Instrument, um Entwicklungstendenzen der zu betrachtenden Unternehmen festzustellen und Auffälligkeiten zu erkennen (vgl. Gräfer/Schneider 2010: 11).

Da jede einzelne Kennzahl durch Sondereffekte beeinflusst sein kann, basiert die Analyse der Portfoliounternehmen auf der Zusammenstellung einer Reihe von Kennzahlen pro Unternehmen, die im Zusammenspiel einen Überblick über die Perfor-

mance des Unternehmens geben. Betriebswirtschaftliche Kennzahlen sind Messzahlen, die in komprimierter, quantitativer Form über Sachverhalte berichten (vgl. Weber/Schäffer 2014: 173 f. & Wehrheim/Schmitz 2005: 118). So können komplizierte betriebliche Informationen, Strukturen und Prozesse auf einfache Weise abgebildet werden, um einen umfassenden Überblick zu ermöglichen (vgl. Küting/Weber 2012: 51). Die Auswahl und Berechnung sowie der Vergleich von Kennzahlen kann daher als Kern der Abschlussanalyse bezeichnet werden (vgl. Gräfer/Schneider 2010: 19).

Kennzahlen können sowohl absolut als auch relativ sein. Absolute Zahlen werden auch als Grundzahlen bezeichnet. Sie geben an, aus wie vielen Elementen eine näher bezeichnete Menge besteht (vgl. Küting/Weber 2012: 51 f.). Ohne einen Vergleich mit anderen Zahlen haben absolute Größen allein kaum Aussagekraft, da sie ohne einen geeigneten Maßstab keine wesentliche Information vermitteln (vgl. Coenenberg et al. 2014: 1023; Gladen 2011: 16 & Gräfer/Schneider 2010: 19). Dennoch spielen sie in der Abschlussanalyse eine wichtige Rolle, da nur so konkrete Aussagen über die tatsächliche Höhe eines Wertes getroffen werden können. Relative Zahlen entstehen durch die Verbindung zweier absoluter Größen, indem Sachverhalte in Form eines Quotienten sinnvoll zueinander ins Verhältnis gesetzt werden (vgl. Gladen 2011: 16). Dies führt zu einer höheren Aussagekraft und der Möglichkeit, Kennzahlen unterschiedlicher Unternehmen miteinander zu vergleichen (vgl. Küting/Weber 2012: 52 f.).

3.2 Absolute Größen

Im Rahmen der Abschlussanalyse erfolgt zunächst die Zusammenfassung und Saldierung von ausgewählten Angaben zu aussagefähigen Größen, die dann in der Kennzahlenanalyse sinnvoll verwendet werden können (vgl. Coenenberg et al. 2014: 1039). Im Falle der absoluten Kennzahlen erfolgt dies durch Addition oder Subtraktion verschiedener Posten des Jahresabschlusses. Teils können diese Größen auch direkt dem Abschluss entnommen werden.

Als wichtige absolute Größe ist zunächst der Umsatz zu nennen, welcher das erzielte Ergebnis am Markt anzeigt. Der Posten Umsatzerlöse ist bereits um die Umsatzsteuer und Erlösschmälerungen gekürzt (vgl. Coenenberg et al. 2014: 1051), daher ist die Veränderung dieser Größe ein Indikator für die wirtschaftliche Entwicklung des Unternehmens und somit ein wichtiger Anhaltspunkt für den Erfolg des Buyouts. Die Umsatzerlöse eignen sich als Variable besonders gut, da meistens eine lückenlose Verfügbarkeit gewährleistet und somit ein umfassender Vergleich möglich ist. Zudem findet die Größe bei der Berechnung vieler relativer Kennzahlen Anwendung.

Häufig wird vermutet, dass die Wertsteigerung nach dem Buyout zum Teil durch Einsparungen von Personalkosten realisiert wird (vgl. Kaserer et al. 2007: 192). Um diese These zu überprüfen, soll im Zuge der Untersuchung auch die Entwicklung der Be-

schäftigung dokumentiert werden, in Form der durchschnittlichen Mitarbeiterzahl vor und nach der Buyout-Transaktion. Dabei ist zu beachten, dass eine Angabe der Beschäftigtenzahlen im Rahmen eines nach IFRS (International Financial Reporting Standards) erstellten Abschlusses nicht vorgeschrieben ist. Dementsprechend ist in diesen Fällen die Analyse der Zahlen nur bei freiwilliger Veröffentlichung möglich (vgl. Coenenberg et al. 2014: 1183). In HGB-Abschlüssen hingegen ist die durchschnittliche Mitarbeiterzahl üblicherweise angegeben, sodass diese Größe problemlos analysiert werden kann.

In der Ergebnisanalyse werden die Ergebnisinformationen der GuV analysiert. Eine zentrale Größe hierfür ist der Jahresüberschuss (vgl. Coenenberg et al. 2014: 1105). Für die Ermittlung des Jahresüberschusses werden sämtliche Erträge und Aufwendungen berücksichtigt. Allerdings können bei der Berechnung Zwischenergebnisse gebildet werden, diese werden als „Pro-Forma-Ergebnisse“ bezeichnet. Es handelt sich um Gewinngrößen, die gesondert analysiert werden können (vgl. Coenenberg 2014: 1048). Abbildung 3 zeigt das Berechnungsschema der Pro-Forma-Ergebnisse.

	Jahresüberschuss/-fehlbetrag
±	Außerordentliches Ergebnis
±	Ertragssteuern
<hr/>	
=	EBT (<i>Earnings Before Taxes</i>)
±	Zinsergebnis
<hr/>	
=	EBIT (<i>Earnings Before Interest and Taxes</i>)
+	Abschreibungen auf Sachanlagevermögen (<i>Depreciation</i>)
+	Abschreibungen auf immaterielles Anlagevermögen einschl. des derivativen Goodwill (<i>Amortization</i>)
<hr/>	
=	EBITDA (<i>Earning Before Interest, Taxes, Amortization and Depreciation</i>)

Abbildung 3: Berechnungsschema der Pro-Forma-Ergebnisse

Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an Coenenberg et al. 2014: 1049

Für die Analyse wird ausschließlich die Größe EBITDA herangezogen. Diese ist eine Größe vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen und misst den Erfolg der betrieblichen Tätigkeit eines Unternehmens, unabhängig von dessen Investitionsverhalten und Finanzierungsstruktur (vgl. Gladen 2011: 71 & Weber/Schäffer 2014: 178 f.). Die Kennzahl ermöglicht eine stabile Aussage über die Profitabilität eines Unternehmens und ist somit geeignet, die operative Leistungsfähigkeit nach einem Buyout zu beurteilen. Auf Basis der Kennzahl EBITDA kann darüber hinaus die EBITDA-Marge berechnet werden, ein Maß für die Rentabilität eines Unternehmens.

3.3 Finanzwirtschaftliche Abschlussanalyse

Bei der finanzwirtschaftlichen Abschlussanalyse sollen Informationen über die Kapitalverwendung (Investitionsanalyse), die Kapitalaufbringung (Finanzierungsanalyse) sowie über die Beziehung zwischen Kapitalverwendung und -aufbringung (Liquiditätsanalyse) gewonnen werden (vgl. Coenenberg et al. 2014: 1063).

Bei der Investitionsanalyse werden Art und Zusammensetzung des Vermögens sowie die Dauer der Vermögensbindung untersucht. Dies ist in Bezug auf den Kapitalbedarf und die finanzielle Stabilität eines Unternehmens von großer Bedeutung (vgl. Coenenberg et al. 2014: 1064), da die Analyse der Vermögensstruktur Aufschluss über das Liquiditätssicherungsvermögen eines Unternehmens gibt (vgl. Küting/Weber 2012: 122).

Um Aussagen über die Vermögensstruktur treffen zu können, kann beispielsweise das Verhältnis von Anlage- und Umlaufvermögen untersucht werden. Ein hoher Anteil an Umlaufvermögen geht mit einer höheren Flexibilität einher. Dies hängt sowohl mit dem steigenden Liquiditätspotenzial als auch mit dem sinkenden Fixkostenanteil zusammen (vgl. Coenenberg et al. 2014: 1064 & Gräfer/Schneider 2010: 50). Die Vermögensstruktur kann weiterhin mithilfe von sogenannten Umschlagskoeffizienten analysiert werden. Diese geben an, wie oft ein Vermögensposten in einer Periode umgeschlagen wurde. Die Umschlagshäufigkeit kann wiederum in Bezug auf das Anlage-, Umlauf- und Gesamtvermögen ermittelt werden. Im Zeitvergleich ermöglichen diese Kennzahlen Schlussfolgerungen über die Bindungsdauer des Vermögens und geben Hinweise auf den Kapitalbedarf (vgl. Coenenberg et al. 2014: 1067 f. & Gräfer/Schneider 2010: 51). Ein hoher (Gesamt-)Kapitalumschlag ist erstrebenswert, da so mit wenig Kapital hohe Erlöse erzielt werden (vgl. Heesen/Gruber 2014: 116 f.). Die Kennzahl wird berechnet, indem die Umsatzerlöse zum Gesamtkapital in Beziehung gesetzt werden. Es wird davon ausgegangen, dass sich mit steigender Umschlagshäufigkeit auch das Liquiditätspotenzial des Unternehmens erhöht (vgl. Wehrheim/Schmitz 2005: 126).

3.4 Erfolgswirtschaftliche Abschlussanalyse

Zielsetzung der erfolgswirtschaftlichen Abschlussanalyse ist die Gewinnung von Informationen zur Beurteilung der Ertragskraft eines Unternehmens. Die Ertragskraft bezeichnet die Fähigkeit, in der Zukunft Erfolge zu erwirtschaften. Besonders relevant ist die Rentabilitätsanalyse. Die Rentabilität ist eine Beziehungskennzahl, die entsteht, indem eine Ergebnisgröße zu einer Einflussgröße in Relation gesetzt wird (vgl. Coenenberg et al. 2014: 1103 f. & S. 1151).

Die Eigenkapitalrentabilität gibt die Verzinsung des Eigenkapitals an und zeigt somit den Eigenkapitalgebern, wie vorteilhaft ihre Investition in das Unternehmen ist. Eine

Steigerung der Eigenkapitalrendite kann z.B. durch einen verstärkten Einsatz von Fremdkapital erreicht werden (vgl. Krause/Arora 2010: 39 ff.). Die Eigenkapitalrentabilität wird berechnet, indem der Jahresüberschuss zum durchschnittlichen Eigenkapital der Periode in Beziehung gesetzt wird (vgl. Coenenberg et al. 2014: 1152 f. & Wehrheim/Schmitz 2005: 142). Da jedoch sowohl das Jahresergebnis als auch das Eigenkapital nach dem Buyout erhebliche Schwankungen aufweisen, wird von dieser Kennzahl abgesehen.

Die Rentabilität kann weiterhin in Bezug auf den Umsatz ermittelt werden. Die Umsatzrentabilität gibt an, wie viel Prozent vom Umsatz dem Unternehmen als Gewinn verbleiben (vgl. Krause/Arora 2010: 37 ff.). Sie kann auf unterschiedliche Weise berechnet werden. Eine Methode basiert auf dem EBITDA, das Ergebnis wird daher auch als EBITDA-Marge bezeichnet. Die Kennzahl ist ein relatives Maß für die operative Ertrags- und Selbstfinanzierungskraft eines Unternehmens (vgl. Krause/Arora 2010: 35 f. & Küting/Weber 2012: 319). Je höher diese Kennzahl ist, desto positiver kann die Erfolgssituation des Unternehmens eingeschätzt werden (vgl. Wöltje 2013: 377 f.). Da sowohl das EBITDA als auch die Umsatzerlöse problemlos aus den Jahresabschlüssen extrahiert werden können, ist die EBITDA-Marge eine geeignete Kennzahl, um die Entwicklung der Rentabilität der PU zu beurteilen.

Darüber hinaus kann die Umsatzproduktivität berechnet werden. Sie ergibt sich, indem der Umsatz zur durchschnittlichen Mitarbeiterzahl der Periode in Relation gesetzt wird. Diese Kennzahl gibt Aufschluss darüber, wie viel Umsatz pro Mitarbeiter erbracht wird (vgl. Wickel-Kirsch et al. 2008: 21) und liefert somit Hinweise auf die Leistungsfähigkeit der Beschäftigten eines Unternehmens (vgl. Bieg et al. 2012: 276). Da die Kennzahl eine Aussage über die Entwicklung der Produktivität des PU ermöglicht, soll sie im Rahmen der Untersuchung berechnet werden.

Mithilfe der Materialaufwandsquote können Aussagen über die Materialintensität eines Unternehmens getroffen werden. Für die Berechnung wird der Materialaufwand zu den Umsatzerlösen in Beziehung gesetzt. Eine Reduzierung des Ergebnisses ist wünschenswert, da dies bedeutet, dass das eingekaufte Material entweder zu höheren Preisen verkauft oder zu geringeren Einkaufspreisen erworben wird (vgl. Bieg et al. 2012: 267 & 369). Die Kennzahl liefert Anhaltspunkte über die Effizienz des Einkaufes eines Unternehmens.

4 Performance deutscher PE-Portfoliounternehmen

4.1 Methodik

Um die Stichprobe für die Untersuchung zu erstellen, erfolgt zunächst eine umfassende Recherche. Die Internetseite des BVK bietet hier eine nützliche Basis, da sie eine Liste von in Deutschland tätigen PEG enthält. Den Internetseiten der PEG kön-

nen dann Informationen zu deren aktuellen und ehemaligen Unternehmensbeteiligungen entnommen werden. Zudem berichten Wirtschaftsmagazine üblicherweise über den Verlauf aktueller Buyouts, sodass auch diese Quellen zur Informationsgewinnung genutzt werden. Auf diese Weise konnten etwa 100 Beteiligungen erfasst und auf deren Eignung für die hier durchgeführte Untersuchung geprüft werden. Damit eine Transaktion zur Stichprobe hinzugefügt werden kann, müssen vier Kriterien erfüllt sein:

- Zunächst muss es sich bei dem PU um ein deutsches Unternehmen handeln, damit die Verfügbarkeit und Einheitlichkeit der zu analysierenden Abschlüsse sichergestellt ist.
- Es sollte zudem ein Buyout vorliegen, d.h. die PEG muss zu einem Zeitpunkt die Mehrheit der Anteile am PU halten und somit unmittelbaren Einfluss ausüben. Nur so ist sichergestellt, dass sich die Entwicklung des PU während der Haltephase auf die Handlungen der PEG zurückführen lässt.
- Eine weitere entscheidende Voraussetzung ist die durchgängige Verfügbarkeit von Bilanz und GuV der PU, wenn möglich sowohl für den Zeitraum vor dem Buyout als auch mindestens drei Jahre danach. Daher sollte der Buyout zwischen 2005 und 2011 stattgefunden haben.
- Nicht zuletzt muss im Einzelnen geprüft werden, inwieweit eine lückenlose Verfügbarkeit der für die Kennzahlenanalyse benötigten Daten besteht und ob diese Daten aussagekräftig und vergleichbar sind.

Es ist daher unvermeidlich, dass es sich bei den analysierten Beteiligungen nur um eine Teilmenge handelt. Zwar wurde im betreffenden Zeitraum in Deutschland ein Vielfaches der hier betrachteten Buyouts realisiert, jedoch waren viele Transaktionen vor allem aufgrund von mangelnden Informationen nicht für eine umfassende Analyse geeignet.

Die Stichprobe umfasst insgesamt 33 PU von 20 verschiedenen PEG, wobei jeweils ein bis vier PU je PEG betrachtet werden. Sieben dieser PEG haben ihren Hauptsitz in Deutschland, der Rest setzt sich aus global tätigen amerikanischen und europäischen Beteiligungsgesellschaften zusammen. Dieser Überschuss an internationalen PEG lässt sich damit erklären, dass der deutsche PE Markt generell sehr international geprägt ist. In 2014 stammten nur 34% aller in deutsche Unternehmen investierten Mittel von deutschen PEG (vgl. BVK 2015b: 7 f.).

Bei den PU handelt es sich ausschließlich um deutsche Unternehmen, die zwischen 2005 und 2011 eine Mehrheitsbeteiligung durch eine PEG erfahren haben. Die durchschnittliche Haltedauer dieser PU beträgt rund sechs Jahre. Die Stichprobe setzt sich aus sehr unterschiedlichen Unternehmen zusammen, sowohl in Bezug auf die Unternehmensgröße als auch auf die Branchenzugehörigkeit. Bei 24% der PU handelt es sich um Unternehmen der Konsumgüterindustrie, gefolgt von den Branchen Maschi-

nenbau (21%) und Chemie (18%). Die Umsatzerlöse bewegen sich in einem Rahmen von 6,6 Mio. € bis 1,9 Mrd. €, die durchschnittliche Mitarbeiterzahl reicht von 70 bis 10.200. Gemäß den Kriterien in § 267 HGB handelt es sich bei knapp 70% der betrachteten PU um große Unternehmen. Hierbei kann beobachtet werden, dass die PU der internationalen PEG einen durchschnittlichen Umsatz von ca. 374 Mio. € erwirtschafteten, während sich der Umsatz der von deutschen PEG übernommenen Unternehmen auf durchschnittlich 69 Mio. € beläuft. Auch die durchschnittliche Mitarbeiterzahl unterscheidet sich mit 1.830 bzw. 520 deutlich.

Bei 15% der betrachteten Beteiligungsfälle handelt es sich um Spin Off Buyouts, d.h. ein Unternehmensbereich wurde aus einem Konzern herausgelöst, von der PEG erworben und unter einem neuen Namen fortgeführt. Vor allem in diesen Fällen kann lediglich eine Aussage über die Entwicklung der Unternehmen nach dem Buyout getroffen werden, da die PU in den meisten Fällen vorher keine eigenen Jahresabschlüsse veröffentlicht haben. Auch ist kein Vergleich mit der Performance vor dem Buyout möglich, wenn sich im Rahmen der Übernahme Änderungen in der Rechnungslegung ergaben, wie beispielsweise ein Wechsel von HGB auf IFRS. Bei einer Reihe von PU kann aus diesen Gründen kein Vergleich mit den Werten vor der Übernahme angestellt werden. Trotzdem können auch hier Aussagen über die Entwicklung des Unternehmens in den Jahren nach der Übernahme getroffen werden, da die Variablen stets über mindestens drei Jahre berechnet werden.

Abbildung 4 bietet eine Übersicht über die Kennzahlen, die in der Untersuchung Anwendung finden. Es werden insgesamt sieben Kennzahlen zur Messung der Performance herangezogen, diese entstammen sowohl der finanzwirtschaftlichen als auch der erfolgswirtschaftlichen Abschlussanalyse. Drei dieser Kennzahlen sind absolut, wodurch konkrete Aussagen über die Relationen ermöglicht werden. Die relativen Kennzahlen eignen sich für einen größenunabhängigen Vergleich der PU.

Kennzahl	Formel	Kennzahl	Formel
Umsatzerlöse (Veränderung in %)	- angegeben -	Kapitalumschlag (Veränderung in %)	$\frac{\text{Umsatzerlöse}}{\text{Bilanzsumme}}$
Ø Mitarbeiterzahl (Veränderung in %)	- angegeben -	EBITDA-Marge (Veränderung in %-Pkt.)	$\frac{\text{EBITDA}}{\text{Umsatzerlöse}}$
Umsatzproduktivität (Veränderung in %)	$\frac{\text{Umsatzerlöse}}{\text{Ø Mitarbeiterzahl}}$	Materialaufwandsquote (Veränderung in %-Pkt.)	$\frac{\text{Materialaufwand}}{\text{Umsatzerlöse}}$
EBITDA (Veränderung in %)	EBIT + Abschreibungen		

Abbildung 4: Variablen zur Messung der Performance

Die Verfügbarkeit der Daten, welche für die Erfassung und Berechnung der gewählten Variablen benötigt werden, ist für einen Großteil der betrachteten PU gegeben.

Sämtliche Kennzahlen lassen sich problemlos ermitteln. Daher bieten sie eine geeignete Basis, um die Performance der PU zu beurteilen.

Für die Erhebung der zu analysierenden Daten werden zunächst die für die Berechnung der jeweiligen Kennzahl benötigten Größen bestimmt. Die zu analysierenden Abschlüsse können in Form von Einzel- oder Konzernabschlüssen vorliegen. Letztere können nach HGB oder nach IFRS erstellt worden sein (vgl. Gräfer/Schneider 2010: 5). Zwar umfasst die Stichprobe ausschließlich deutsche PU, jedoch müssen kapitalmarktorientierte Unternehmen in der Europäischen Union seit dem 01.01.2005 bei der Konzernbilanzerstellung die IFRS beachten (vgl. Coenenberg et al. 2014: 5). Da im Rahmen dieser Arbeit allerdings weniger Unternehmen untereinander verglichen werden, sondern ihre individuelle Entwicklung betrachtet wird, spielen die Differenzen zwischen HGB- und IFRS-Abschlüssen eine untergeordnete Rolle. Die Veröffentlichung der Abschlüsse erfolgt meist direkt durch das übernommene Unternehmen. Gelegentlich gründet die PEG jedoch zunächst eine Holding (oder hält die Mehrheit an dieser), welche wiederum die Mehrheit am Zielunternehmen erwirbt.

Im Idealfall sollten die Daten der PU einige Jahre vor der Übernahme und mindestens drei Jahren nach dem Buyout analysiert und verglichen werden. Um das Ergebnis nicht zu verzerren soll das Jahr, in dem der Buyout stattfand (im Folgenden als t_0 bezeichnet) vernachlässigt werden, da es in diesem Zeitraum meist zu transaktionsbedingten Verwerfungen kommt (vgl. auch Henssen 2011: 78). Zudem geht der Buyout häufig mit einer Änderung des Bilanzstichtages einher, sodass für das Jahr der Übernahme entweder nur ein unvollständiger oder zwei separate Abschlüsse veröffentlicht werden (vgl. auch Werbik 2009: 125 ff.). Daher beginnt die Auswertung und Beurteilung der Performance erst im Jahr nach der Übernahme (t_1).

Aus den Rohdaten werden im Anschluss die zuvor festgelegten Variablen berechnet. Dies gilt vor allem für die relativen Zahlen. Aber auch absolute Größen wie das EBITDA werden, sofern nicht im Jahresabschluss angegeben, eigenständig ermittelt. Außerdem müssen für die Berechnung einiger Kennzahlen im Vorfeld Mittelwerte gebildet werden.

Die während der Datenerhebung gewonnenen Informationen werden mithilfe eines Entwicklungs- bzw. Zeitvergleichs ausgewertet. Es werden also Größen einander gegenübergestellt, die sich auf unterschiedliche Zeitpunkte oder Zeiträume beziehen, aber stets das gleiche Objekt betreffen (vgl. Küting/Weber 2012: 69). Für ein besseres Verständnis erfolgt die Auswertung der Kennzahlen Umsatzerlöse, Mitarbeiterzahl, Umsatzproduktivität, EBITDA und Kapitalumschlag in Prozent und die Auswertung der Kennzahlen EBITDA-Rendite und Materialaufwandsquote in Prozentpunkten.

Hierfür wird für jede Zahlenreihe zunächst ein Basiswert gewählt. Sind von einem Unternehmen auch Abschlüsse der Jahre vor dem Buyout verfügbar, ergibt sich der

Basiswert als Durchschnitt der Daten dieser Jahre. Wenn die Informationen erst ab dem Jahr des Buyouts verfügbar sind, wird der Wert des ersten Jahres nach der Übernahme (t_1) als Basiswert festgesetzt. Zur Veranschaulichung dieser Vorgehensweise folgt in Abbildung 5 ein Beispiel für die Auswertung der aus dem Abschluss gewonnenen Daten.

Jahr	Umsatzerlöse			
t_{-3}	48.448.467,37 €	}	Basiswert	53.265.613,73 €
t_{-2}	52.752.986,84 €			
t_{-1}	58.595.386,97 €			
t_0	56.586.968,23 €		% zum Basiswert	
t_1	65.232.231,51 €	→ % →	22,5 %	} Ø % zum Basiswert
t_2	72.594.837,78 €	→ % →	36,3 %	
t_3	74.894.977,27 €	→ % →	40,6 %	
Amor GmbH				

Abbildung 5: Exemplarische Berechnung der Entwicklung der Umsatzerlöse nach dem Buyout

Die Auswertung wird dargestellt am Beispiel der Umsatzerlöse des PU *Amor GmbH* vor und während der Beteiligung durch die PEG *3i*. Es wurden insgesamt sieben Jahre erfasst, davon drei nach dem Buyout. Zunächst wird der Basiswert als Mittelwert aus den Umsatzerlösen der drei Jahre vor der Übernahme (t_{-3} bis t_{-1}) berechnet. Die Werte vom ersten bis zum dritten Jahr nach der Übernahme (t_1 bis t_3) werden dann entsprechend auf diesen Basiswert bezogen. Nun lässt sich ablesen, dass sich die Umsatzerlöse im zweiten Jahr nach der Übernahme (t_2) im Vergleich zum Wert vor der Übernahme um 36,3% gesteigert haben. Um diese Angaben anschließend besser vergleichen zu können, wird aus den prozentualen Veränderungen der Umsatzerlöse nach der Übernahme wiederum ein Mittelwert („Ø % zum Basiswert“) gebildet. Es kann somit festgestellt werden, dass die Umsatzerlöse von *Amor* nach der Beteiligung von *3i* um durchschnittlich 33,1% gestiegen sind.

Diese Berechnung wird für alle Kennzahlen und Unternehmen gleichermaßen durchgeführt. Bei sämtlichen Auswertungen wird die jeweils betrachtete Anzahl von Unternehmen angegeben. Dies ist notwendig, da in einigen Fällen nicht alle PU in den Mittelwert einbezogen wurden. Teilweise ist dies auf einen Mangel an Daten zurückzuführen, weswegen die betreffende Kennzahl für das Unternehmen nicht berechnet werden konnte. Um das Ergebnis nicht zu verfälschen, wurde es zudem um offensichtliche Ausreißer bereinigt. Als Ausreißer wurde ein Wert definiert, wenn er signifikant (mehr als 100%) höher oder niedriger war als die übrigen Werte.

4.2 Entwicklung der Portfoliounternehmen

Die durchschnittliche Entwicklung der Kennzahlen nach dem Buyout durch die PE-Gesellschaften wird aus Abbildung 6 ersichtlich. Die Ergebnisse beziehen sich auf sämtliche PU der Stichprobe.

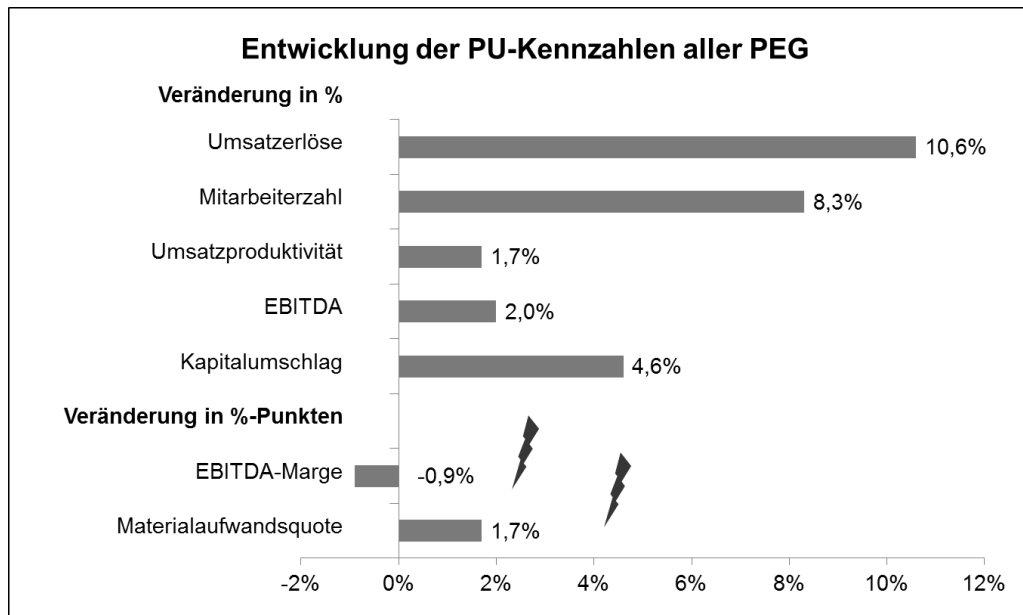


Abbildung 6: Durchschnittliche Veränderung der Kennzahlen aller PU

Zusammenfassend kann festgestellt werden, dass die betrachteten PEG die Performance ihrer PU insgesamt steigern konnten, wobei sich insbesondere die wachstumsbasierten Kennzahlen verbessert haben. Die Gesamtverbesserung des EBITDA ist daher auch bei den meisten Unternehmen umsatzgetrieben, die durchschnittliche EBITDA-Marge hat sich jedoch verschlechtert. Zu den Kennzahlen im Einzelnen:

- Die **Umsatzerlöse** erhöhten sich durchschnittlich über alle betrachteten PU um 10,6%, die **Mitarbeiterzahl** um 8,3%. In diesen Werten spiegelt sich eine der grundlegenden PE-Ideen wider, mit zusätzlichem Eigenkapital Unternehmenswachstum zu ermöglichen, was vielen PU erfolgreich gelingt.
- Da dieses Umsatzwachstum mit nur unterproportional gestiegenen Mitarbeiterzahlen bzw. nur unterproportional gestiegenem Kapitaleinsatz generiert werden konnte, haben sich die Kennzahlen **Umsatzproduktivität** und insbesondere der **Kapitalumschlag** verbessert.
- Im Ergebnis führte dieses Wachstum auch zu einem höheren **EBITDA**, welches mit einer Steigerung von 2,0% nur unterproportional gestiegen ist.
- Diese nur unterproportionale Steigerung lässt sich u.a. durch die Entwicklung der Margensituation erklären, die dem positiven Trend insbesondere bei den wachstumsorientierten Kennzahlen nicht folgen konnte. So ist die durchschnittliche **EBITDA-Marge** um 0,9 Prozentpunkte gesunken. Ein Erklärungs-

faktor hierfür ist die um 1,7 Prozentpunkte gestiegene durchschnittliche **Materialaufwandsquote**.

Bei diesen Ergebnissen handelt es sich jedoch nur um Durchschnittswerte. Um weitere und vor allem präzisere Aussagen über die Entwicklung der PU treffen zu können, werden im Folgenden die Ergebnisse von internationalen und deutschen PEG getrennt voneinander betrachtet und verglichen.

4.3 Vergleich internationaler und deutscher PE-Gesellschaften

Für die Stichprobe wurden bewusst PU von deutschen und internationalen PEG gewählt, um im Verlauf der Auswertung mögliche Unterschiede in der Entwicklung der PU feststellen zu können. Hierfür wurde die Auswertung beider Gruppen getrennt voneinander durchgeführt. In Abbildung 7 wird die durchschnittliche Kennzahlenentwicklung der PU von internationalen und deutschen PEG gegenübergestellt. Insgesamt wird deutlich, dass die PU der internationalen PEG ihre Umsatzerlöse, ihr EBITDA und ihren Kapitalumschlag deutlich besser als die PU der deutschen PEG entwickeln konnten. Die PU der deutschen PEG fallen in nahezu allen Bereichen zurück.

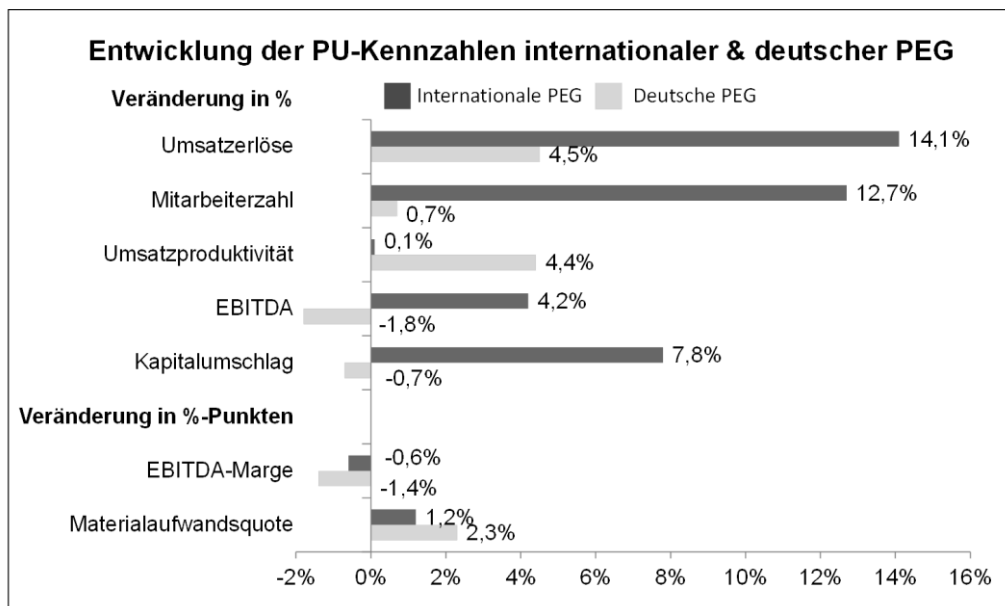


Abbildung 7: Durchschnittliche Veränderung der Kennzahlen aller PU nach internationalen und deutschen PEG

Hinsichtlich der Entwicklung einzelner Kennzahlen werden einige Auffälligkeiten sichtbar:

- Die **Umsatzerlöse** der PU sind in beiden Fällen gestiegen. Jedoch waren die internationalen PEG mit 14,1% wesentlich erfolgreicher als die deutschen Gesellschaften, welche den Umsatz ihrer PU nur um durchschnittlich 4,5% steigern konnten.

- Die Entwicklung der durchschnittlichen **Mitarbeiterzahl** zeigt eine noch deutlichere Diskrepanz. Während sich die Zahl der Beschäftigten bei den PU der internationalen PEG um 12,7% erhöhte, waren es bei den PU der deutschen PEG lediglich 0,7%. Hier ist eine deutliche Zurückhaltung deutscher PEG zu erkennen, zusätzliche Mitarbeiter einzustellen.
- Da die deutschen PEG den Umsatzzuwachs von 4,5% nahezu ohne neue Mitarbeiter realisieren konnten, hat sich die **Umsatzproduktivität** der PU der deutschen PEG mit 4,4% signifikant besser entwickelt als die der PU internationaler PEG.
- Größere Unterschiede sind bei der Gewinngröße **EBITDA** zu erkennen. Während die PU internationaler PEG im Durchschnitt eine Steigerung von 4,2% erzielen konnten, war die Entwicklung des EBITDA der PU der deutschen PEG sogar negativ. Hier zahlen sich also die Wachstumsstrategien der internationalen PEG aus.
- Beim **Kapitalumschlag** liegen die PU internationaler PEG ebenfalls vorne. Sie konnten die hohe Umsatzsteigerung mit einer nur unterproportional gestiegenen Kapitalbasis erzielen.
- Auch die **EBITDA-Marge** und die **Materialaufwandsquote** entwickelten sich unterschiedlich. So ist der Rückgang der EBITDA-Marge der PU internationaler PEG weniger stark ausgeprägt. Ein Erklärungsfaktor dafür ist die Entwicklung der Materialaufwandsquote, die bei den PU deutscher PEG sogar um 2,3 Prozentpunkte gestiegen ist.

Im Ergebnis verfolgen internationale PEG eher wachstumsfokussierte Strategien, dies wird insbesondere an der Entwicklung der Umsatz- und Mitarbeiterzahlen deutlich. Die PU deutscher PEG verhalten sich bei Neueinstellungen eher restriktiv und können so zumindest ihre Umsatzproduktivität stärker steigern als die PU internationaler PEG. Bei der Ergebnis- und Margenentwicklung konnten die PU internationaler PEG insgesamt ebenfalls besser abschneiden.

4.4 Grenzen der Untersuchung

Aus verschiedenen Gründen waren der Untersuchung sowohl inhaltliche als auch methodische Grenzen gesetzt, welche im Folgenden kurz aufgegriffen und erläutert werden, um die Ergebnisse besser einordnen zu können.

Zunächst ist die relativ geringe Stichprobe zu nennen, welche die Aussagekraft der Erkenntnisse deutlich einschränkt. Dies resultiert sowohl aus dem ungleichen Verhältnis von internationalen und deutschen PEG als auch der hohen Diversität der PU in Bezug auf Größe, Branche und Buyout-Anlass. Auch wird die Entwicklung unabhängig von der Wirtschaftslage betrachtet. Darüber hinaus werden Konzernausglie-

derungen oder Akquisitionen während der Haltephase in der Auswertung nicht berücksichtigt.

Weiterhin konnte jegliche Aussage über die Leistungsfähigkeit einer PEG ausschließlich aus der Performance der in diesem Zusammenhang betrachteten PU abgeleitet werden. Dies ist vor allem für die größeren internationalen PEG problematisch, da diese insgesamt sehr viel mehr PU halten und die Stichprobe nur einen Teil dieser Unternehmen abdeckt. Daher lassen sich die Erkenntnisse hinsichtlich der Leistungsfähigkeit der PEG nicht auf deren generelle Performance übertragen.

Eine weitere Problematik ist die externe Abschlussanalyse als einzige Methode der Performancemessung. Im Regelfall liefern die Jahresabschlüsse nur ein eingeschränktes Bild der Unternehmenssituation, da qualitative Faktoren vernachlässigt werden. Auch konnte die Entwicklung der Performance hier lediglich beschrieben werden. Es können keine Aussagen über konkrete Maßnahmen der PEG während der Haltephase getroffen werden, die diese Entwicklungen nach sich zogen.

Trotz all dieser Einschränkung ermöglichen die gewonnenen Erkenntnisse Aussagen über die Performance der PEG auf dem deutschen Markt. Auch können anhand der beobachteten Entwicklung der PU die Erfolgchancen von PE Buyouts als Finanzierungsmöglichkeit für deutsche Unternehmen beurteilt werden.

5 Fazit und Ausblick

Die Mehrheit der analysierten Unternehmen hat sich in den Jahren nach dem Buyout positiv entwickelt. Viele der betrachteten Kennzahlen konnten im Durchschnitt verbessert werden, bei den Umsatzerlösen lag der Anstieg sogar bei über 10%. Eine negative Entwicklung hat die durchschnittliche Margensituation erfahren: Die EBITDA-Marge hat sich im Durchschnitt der betrachteten Unternehmen verschlechtert, insbesondere getrieben durch gestiegene Materialaufwandsquoten.

Die PU internationaler PEG haben sich bei fast allen Kennzahlen deutlich besser entwickelt als die PU deutscher PEG. Internationale PEG verfolgen eher wachstumsorientierte Strategien, die in stark gestiegenen Umsatz- und Mitarbeiterzahlen ihren Ausdruck finden. Die entsprechenden Renditen haben sich gleichfalls besser entwickelt.

Aus den Ergebnissen lassen sich zahlreiche Ansatzpunkte für künftige Analysen ableiten. Interessant wäre es beispielsweise, den genauen Zusammenhang zwischen der Performance und dem Einfluss der PEG zu untersuchen, d.h. die angewandten Werttreiber im Einzelnen zu identifizieren und sie mit der Entwicklung des PU in Verbindung zu setzen. Weiterhin könnte die Entwicklung der PU mit Unternehmen derselben Branche und Größe, die keinen PE Buyout erfahren haben, verglichen werden. So

könnte untersucht werden, ob die herausgestellte positive Entwicklung die von Unternehmen derselben Branche im entsprechenden Zeitraum übersteigt. Letztendlich bietet sich auch ein Vergleich deutscher PU mit PU aus anderen Ländern an, um PE-Gesellschaften Hinweise auf die attraktivsten Beteiligungsmärkte geben zu können.

Da sowohl der PE Markt in Deutschland als auch das zur Verfügung stehende Datenmaterial stetig anwachsen, werden in absehbarer Zeit weitere Erkenntnisse über die Performance von deutschen PU nach PE-Buyouts gewonnen werden können.

Literaturverzeichnis

- Bieg, H.; Kußmaul, H.; Waschbusch, G. (2012): Externes Rechnungswesen. 6. Aufl., Oldenbourg, München
- Brettel, M.; Kauffmann, C; Kühn, C.; Sobczak, C. (2008): Private Equity-Investoren – Eine Einführung. Kohlhammer, Stuttgart
- BVK [Bundesverband für Kapitalbeteiligungsgesellschaften] (2015a): Beteiligungskapital (<http://www.bvkap.de/privateequity.php/cat/184/aid/783/title/>). Abgerufen am 6.4.2015
- BVK [Bundesverband für Kapitalbeteiligungsgesellschaften] (2015b): BVK Statistik – Das Jahr in Zahlen 2014 (<http://www.bvkap.de/privateequity.php/cat/42/title/Statistiken>). Abgerufen am 6.4.2015
- BVK [Bundesverband für Kapitalbeteiligungsgesellschaften] (2015c): Investoren (http://www.bvkap.de/privateequity.php/cat/12/aid/595/title/Woher_kommt_das_Kapital_fuer_Private_Equity_). Abgerufen am: 6.4.2015
- Coenenberg, A. G.; Haller, A.; Schultze, W. (2014): Jahresabschluss und Jahresabschlussanalyse - Betriebswirtschaftliche, handelsrechtliche, steuerrechtliche und internationale Grundlagen. 23., überarb. Aufl., Schäffer-Poeschel, Stuttgart
- EVCA [European Private Equity and Venture Capital Association] (2013): About Private Equity (<http://www.evca.eu/about-private-equity/private-equity-explained/>). Abgerufen am 6.4.2015
- Friedrich, A. (2005): Auswahl von Syndikatspartnern im Private-Equity-Geschäft – eine deutschlandweite empirische Betrachtung. Gabler, Wiesbaden
- Gietl, R. (2009): Substanzielle Wertschöpfungsbeiträge durch Private Equity-Gesellschaften in europäischen Secondary Buyout Investments. Eine vergleichende Analyse mit europäischen Primary Buyout Investments. Pro Business, Berlin
- Gladen, W. (2011): Performance Measurement. Controlling mit Kennzahlen, 3. Aufl., Gabler, Wiesbaden
- Gräfer, H.; Schneider, G. (2010): Bilanzanalyse – Traditionelle Kennzahlenanalyse des Einzelabschlusses, kapitalmarktorientierte Konzernjahresabschlussanalyse. 11., vollst. überarb. Aufl., nwb, Herne

- Gündel, M; Katzorke, B (2007): Private Equity – Finanzierungsinstrument und Anlagemöglichkeit. Bank-Verlag, Köln
- Heel, J.; Kehoe, C. (2005): Why some private equity firms do better than others. In: The McKinsey Quarterly, 2005 (1), S. 24-26
(http://www.mckinsey.com/insights/corporate_finance/why_some_private_equity_firms_do_better_than_others). Abgerufen am 6.4.2015
- Heesen, B.; Gruber, W. (2014): Bilanzanalyse und Kennzahlen - Fallorientierte Bilanzoptimierung. 4., aktualisierte Aufl., Gabler, Wiesbaden
- Henssen, P. J. (2011): Entwicklung von Private-Equity-Portfoliounternehmen in Deutschland. Performance und Einflussfaktoren aus Sicht der Portfoliounternehmen. Peter Lang, Frankfurt am Main
- Hoffmann, W. (2011): Turnaround Equity. Erfolgsfaktoren im Transaktionsprozess bei Turnaround-Investitionen in Deutschland. Josef Eul, Köln
- Kaserer, C.; Achleitner, A.; von Einem, C.; Schireck, D. (2007): Private Equity in Deutschland - Rahmenbedingungen, ökonomische Bedeutung und Handlungsempfehlungen. Books on Demand, Norderstedt
- Kirsch, H. (2012): IFRS-Abschlussanalyse. Finanz- und erfolgswirtschaftliche Aspekte. 3., neu bearb. und erw. Aufl., Erich Schmidt, Berlin
- Kraft, V. (2001): Private Equity für Turnaround-Investitionen. Erfolgsfaktoren in der Managementpraxis. Campus, Frankfurt/Main
- Krause, H.; Arora, D. (2010): Controlling-Kennzahlen. Key Performance Indicators. 2., überarb. und erw. Aufl., Oldenbourg, München
- Küting, K.; Weber, C.-P. (2012): Die Bilanzanalyse. Beurteilung von Abschlüssen nach HGB und IFRS. 10. Aufl., Schäffer-Poeschel, Stuttgart
- Meier, D. (2006): Post-Investment Value Addition to Buyouts - Analysis of European Private Equity Firms. Gabler, Wiesbaden
- Pankotsch, F. (2005): Kapitalbeteiligungsgesellschaften und ihre Portfoliounternehmen - Gestaltungsmöglichkeiten und Erfolgsfaktoren der Zusammenarbeit. Gabler, Wiesbaden
- Röhrig, M. (2011): Die wertschöpfende Einflussnahme von Private Equity-Gesellschaften bei Turnaround Buyout-Investments. Pro Business, Berlin

- Schmeding, C; Simmert, D. B. (2010): Zur Bedeutung von Private Equity im mittelständischen Unternehmenssektor. In: Hilse, J.; Netzel, W; Simmert, D.B. (Hrsg.): Praxishandbuch Firmenkundengeschäft. Gabler, Wiesbaden, S. 129-148
- Sewing, B. (2008): Exit-Management in Private Equity - Eine qualitative Untersuchung großer Buyout-Gesellschaften. Gabler, Wiesbaden
- Tcherveniachki, V. (2007): Kapitalgesellschaften und Private Equity Fonds - Unternehmenskauf durch Leveraged Buyout. Erich Schmidt, Berlin
- Weber, J.; Bender, M.; Eitelwein, O.; Nevries, P. (2009): Von Private-Equity-Controllern lernen - Wie Controller und Manager mit Finanzinvestoren erfolgreich zusammenarbeiten. WILEY-VCH, Weinheim
- Weber, J.; Schäffer, U. (2014): Einführung in das Controlling. 14. Aufl., Schäffer Poeschel, Stuttgart
- Wehrheim, M.; Schmitz, T. (2005): Jahresabschlussanalyse - Instrumente, Bilanzpolitik, Kennzahlen. 2., überarb. Aufl., W. Kohlhammer, Stuttgart
- Werbik, A. R. (2009): Management-Buy-Out – Der Prozess des Erwerbs von Geschäftsanteilen eines Dienstleistungsunternehmens in der Praxis. Hansebuch, Hamburg
- Wickel-Kirsch, S.; Janusch, M.; Knorr, E. (2008): Personalwirtschaft - Grundlagen der Personalarbeit in Unternehmen. Gabler, Wiesbaden
- Wöltje, J. (2013): Bilanzen lesen, verstehen und gestalten. 11. Aufl., Haufe-Lexware, München

Die Autoren

Matthias **Lütke Entrup** studierte nach einer Ausbildung zum Bankkaufmann bei der Westdeutschen Landesbank an der Technischen Universität Berlin Wirtschaftsingenieurwesen. Zusätzlich erwarb er das in Frankreich sehr angesehene „Diplôme d'Ingénieur Civil des Ponts et Chaussées“ und den „Master of Business Administration“ an der ENPC in Paris. Im Anschluss an sein Studium arbeitete Lütke Entrup sieben Jahre für die Unternehmensberatung A.T. Kearney. Seine Beratungsschwerpunkte lagen dabei in den Bereichen Strategieentwicklung, Operations Management und Kostensenkung für nationale und internationale Unternehmen der Konsumgüterindustrie (u.a. Brauereien, Schlachthäuser, Fleischverarbeiter, Airline Catering u.v.m.). Parallel wurde er an der TU Berlin mit einem Thema aus der Nahrungsmittelproduktion zum Dr.-Ing. promoviert. Führungsverantwortung übernahm er dann als Geschäftsführer Finanzen der Valensina-Gruppe in Mönchengladbach. An der ISM ist Lütke Entrup seit 2012 als Hochschullehrer für Operations Management und Controlling tätig, zudem verantwortet er als Studiengangsleiter das berufsbegleitende Masterprogramm der ISM und ist Vorsitzender des Förderausschusses.



Nach Studium und wissenschaftlicher Tätigkeit (Geld, Kredit, Banken) war Prof. Dr. Diethard B. **Simmert** von 1978 bis 1986 beim Deutschen Sparkassen- und Giroverband, Bonn, zuletzt als Berater des Präsidenten. Im gleichen Zeitraum war er Chefredakteur der wissenschaftlichen Zeitschrift „Kredit und Kapital“. Anschließend übernahm er die Funktion eines Chefvolkswirtes einer Frankfurter Großbank. Von 1989 bis 2003 war er Bereichsleiter (Direktor) bei der Provinzial Rheinland AG in Düsseldorf. In dieser Zeit war er u.a. verantwortlich für die Kapitalanlage, den Vertrieb Verbund (Sparkassen), die Kommunikation. Nach langjähriger Lehrbeauftragung (Geld und Kredit) an der Universität Bonn (1979 - 1989) wurde ihm 1997 eine Professur an der International School of Management (ISM) in Dortmund verliehen. Er ist dort Studiengangsleiter für „B.Sc. Finance & Management“. Er ist Gründer und Vorstandsvorsitzender des Vereins „Monetärer Workshop“. Seit 2003 ist er Partner beim Institut für Wirtschaftsberatung (IfW). Neben seiner Aufsichtsrats-tätigkeit bei der GNP AG (Vorsitz) und der median ag ist er Bafin-bestellter Treuhänder eines Versicherungskonzerns. Neben seinen zahlreichen wissenschaftlichen Veröffentlichungen und Fachpublikationen ist er Herausgeber bzw. Koordinator der Fachzeitschriften „SAnlagebrief“ und „SFirmenberatung“. Seit 2001 ist er Mitglied des Kuratoriums der Wissenschaftsförderung der Sparkassen-Finanzgruppe e.V. (DSGV), Bonn.



Lisa **Caspari** studiert Wirtschaftswissenschaften im Masterstudiengang (M.Sc.) an der Technischen Universität Dortmund. In diesem Studium belegt sie das Profil Accounting & Finance. Im Wintersemester 2015/16 schloss sie ihr Bachelorstudium (B.A.) im Studiengang Corporate Finance an der International School of Management in Dortmund ab. Während ihres Studiums an der ISM sammelte Lisa Caspari vielseitige Auslandserfahrung in Form von Auslandssemestern und Praktika. Sie studierte an der Oxford Brooks University in England sowie an der University of Cape Town in Südafrika. Zudem absolvierte sie ein Praktikum in einer Investmentbank in Qingdao, China. Parallel zu ihrem Masterstudium arbeitet Lisa Caspari als Werkstudentin beim Dortmunder Konzern Wilo. Hier ist sie für die Abteilung Corporate Development tätig, die sich mit der Unternehmensentwicklung sowie der strategischen Voraussicht und dem strategischen Management der Wilo Gruppe befasst. Im Rahmen ihrer Masterarbeit wird sie die Chancen von Direktinvestitionen in China zur Steigerung der Innovationfähigkeit untersuchen und hierfür einige Wochen bei Wilo China in Peking verbringen.



International School of Management

Die International School of Management (ISM) – eine staatlich anerkannte, private Hochschule – bildet seit 1990 in Dortmund, Frankfurt/Main, München, Hamburg, Köln und Stuttgart Nachwuchsführungskräfte für die internationale Wirtschaft aus. Das Studienprogramm umfasst sieben Vollzeit-Bachelor-Studiengänge, neun Vollzeit-Master-Studiengänge, einen fachfremden Master-Studiengang, einen vorbereitenden Pre-Master sowie drei duale Studiengänge und drei berufsbegleitende Programme (B.A. Business Administration, M.A. Management, MBA General Management). Alle Studiengänge der ISM zeichnen sich durch ihre Internationalität und Praxisorientierung aus. Diese Erfolgsfaktoren garantiert die ISM durch enge Kooperationen mit Unternehmen, Projekte in Kleingruppen sowie integrierte Auslandssemester und -module an weltweit über 175 Partnerhochschulen. Die Qualität der Ausbildung bestätigen Studierende und Ehemalige ebenso wie Personaler in zahlreichen Hochschulrankings. Die ISM belegt dort seit Jahren konstant vorderste Plätze.

Mit dem ISM Working Paper werden Ergebnisse von Arbeiten präsentiert, wie z. B. Thesen, Ergebnisse aus Workshops oder aus eigenen Forschungsarbeiten. Ähnlich wie beim ISM Research Journal, das ebenfalls zu den neuen ISM Publikationsreihen gehört, werden die Beiträge im ISM Working Paper einem fachlichen Bewertungsverfahren (Peer Review) unterzogen.

In der Reihe „Working Paper“ bisher erschienen:

- No. 1** Brock, Stephan; Antretter, Torben: Kapitalkostenermittlung als Grauzone wertorientierter Unternehmensführung, 2014
- No. 2** Ohlwein, Martin: Die Prüfung der globalen Güte eines Kausalmodells auf Stabilität mit Hilfe eines nichtparametrischen Bootstrap-Algorithmus, 2015
- No. 3** Lütke Entrup, Matthias; Simmert, Diethard B.; Tegethoff, Carolin: Die Entwicklung des Working Capital in Private Equity Portfoliounternehmen, 2017
- No. 4** Ohlwein, Martin: Kultur- vs. regionenbezogene Abgrenzung von Ländergruppen. Eine clusteranalytische Untersuchung auf Basis der Kulturdimensionen nach Hofstede, 2017
- No. 5** Lütke Entrup, Matthias; Simmert, Diethard B.; Caspari, Lisa: Die Performance von deutschen Portfoliounternehmen nach Private Equity Buyouts, 2017