

**Interessenpolitik & Grundlagen**  
Mag.<sup>a</sup> Ingrid Reischl

**ÖGB Analyse Nr. 6/24**  
05.08.2024

**Die VAMED Übernahme durch das Private  
Equity Unternehmen PAI**

Autorin: Mag.<sup>a</sup> Angela Pfister  
Volkswirtschaftliches Referat, ÖGB

## Zusammenfassung

- Anfang Mai wurde der **Verkauf des VAMED Postakut-Geschäfts** (insbesondere Rehabilitationsgeschäft) an PAI Partners („PAI“), ein führendes Private-Equity-Unternehmen, bekannt gegeben.
- Die VAMED erbringt **etwas mehr als zwölf Prozent der Reha-Leistungen in Österreich** und ist somit **versorgungsrelevant**.
- PAI Partners ist als Private-Equity-Unternehmen tätig; Private Equity Fonds sind auf fremdfinanzierte Übernahmen spezialisiert. Der **Anteil der Schulden ist sehr hoch** und der **Eigenkapitalanteil wird niedrig** gehalten, um eine möglichst hohe Eigenkapitalrentabilität zu erzielen. Die Zinszahlungen und Tilgung erfolgen durch das übernommene Unternehmen.
- Für PAI Partners gibt es dabei ein **wesentliches Ziel: Die Rendite für ihre Teilhaber zu maximieren**. Der Wert der aufgekauften Unternehmen wird oft durch Sparen, Expansion sowie durch Verschuldung so weit gesteigert, dass sie nach ein paar Jahren mit hohem Gewinn weiterverkauft werden können. **Gespart wird oft auf Kosten der Beschäftigten und der Qualität der Leistungen**. Die Haltedauer der Investitionen beträgt durchschnittlich 6 Jahre.
- Wer die **eigentlichen Eigentümer von PAI** sind, ist völlig **undurchsichtig**.
- Das **Investitionskontrollgesetz wäre ein möglicher Hebel, den Verkauf zu verhindern** und eine österreichische Lösung zu finden – vorzugsweise eine Lösung, bei der die Unternehmen in öffentliche Hand rückgeführt werden. Bislang fehlt jedoch der politische Wille, bei dieser Übernahme einzugreifen und die österreichische Regierung lässt den Prozess einfach laufen.

## Rückblick

Der Gesundheitskonzern Fresenius SE & Co. KGaA („Fresenius“) hat Anfang Mai den Verkauf des VAMED Postakut-Geschäfts (insbesondere Rehabilitationsgeschäft) an PAI Partners („PAI“), ein führendes Private-Equity-Unternehmen, bekannt gegeben. PAI soll über seinen auf die Übernahme von mittelständischen Unternehmen spezialisierten Fonds, den PAI Mid-Market Fund („PAI MMF“), nach Abschluss der Transaktion einen Anteil von 67 % und Fresenius einen Anteil von 33 % halten.

Die **VAMED deckt mit ihrem Angebot sämtliche Bereiche der gesundheitlichen Versorgung von Prävention und Wellness über die Akutversorgung bis zur Rehabilitation und Pflege ab.** Darüber hinaus ist die VAMED führender privater Anbieter von Rehabilitationsleistungen und mit VAMED Vitality World der **größte Betreiber von Thermen- und Gesundheitsresorts in Österreich.** VAMED hat weltweit ca. 24.000 Beschäftigte, in Österreich fast 4.000. Betroffen sind 17 Rehakliniken, Thermen und Pflegeheime (siehe Anhang). Besondere Betroffenheit gibt es bei den sog. „high end“ Dienstleistungen, z.B. IT oder Buchhaltung. Ein großer Teil der Arbeitsplätze könnte hier verloren zu gehen.

Nach letztbekannten Informationen wird das Konsortium aus den Baukonzernen Porr und Strabag Anteile an mehreren Thermen in Österreich (u.a. Therme Wien, Geinberg, St. Martins), die technische Betriebsführung des Allgemeinen Krankenhauses Wien (AKH Wien) sowie das österreichische Projektgeschäft der Vamed übernehmen.

PAI Partners ist ein europäisches Private-Equity-Unternehmen, das 2001 ein Management-Buy-out aus der Fusion von Banque Nationale de Paris und der Bank Paribas vollzogen hat. PAI war ursprünglich der wichtigste Investmentzweig von Paribas (Handelsbank). Das Unternehmen hat seine Zentrale in Paris und seine rechtliche Niederlassung in Luxemburg.

## Was sind eigentlich Private Equity-Unternehmen/Gesellschaften?

Private Equity (PE) ist der englische Begriff für Beteiligungskapital. Das Beteiligungskapital wird meist über einen Fonds von Investoren eingesammelt, um mit diesem Geld Anteile **an Unternehmen**, die meist nicht börsennotiert sind, zu kaufen. Die konkreten Vertrags- und Beteiligungsstrukturen von Private Equity Fonds sind in der Regel nicht öffentlich.

### Was ist der Unterschied zwischen einem Private-Equity- und Hedge-Fonds?

Private-Equity-Fonds (PE)	Hedge-Fonds
<ul style="list-style-type: none"><li>➤ <b>Beteiligungsgesellschaften (PEs) erwerben für einen begrenzten Zeitraum Unternehmensanteile</b>, um eine hohe Rendite zu erwirtschaften.</li><li>➤ <b>Geschlossener Fonds</b>, aus dem die Anleger erst nach vier bis sieben Jahren wieder herauskommen.</li><li>➤ Es gibt eine klare Strategie für das Unternehmen. Der Fonds stellt öfters Personen für das Management des übernommen Unternehmens.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>➤ Vielfalt von Anlagegegenständen wie Aktien und Anleihen, Devisen, Derivate. Es werden Leerverkäufe getätigt und Kredite zur Ausnutzung des Leverage-Effektes eingesetzt.</li><li>➤ Investoren können dagegen jederzeit ihre Anteile im Unterschied zum PE-Fonds verkaufen.</li><li>➤ Hedge-Fonds haben dagegen in der Regel keine so weitreichenden Pläne.</li><li>➤ Spekulationsgeschäfte</li></ul>

## Das Geschäftsmodell von Private Equity-Firmen

Private Equity-Firmen sind spezialisiert auf sogenannte „leveraged<sup>1</sup> buy-outs“ oder „buy-ins“ von Unternehmen. Das bedeutet, dass **die Übernahme mit wenig Eigenkapital und hohen Krediten finanziert** wird. Die Schuldenaufnahme wirkt als „Hebel“. Beim Leverage-Effekt macht man sich somit eine gewisse Hebelwirkung zu Nutze. Dabei fungiert der Fremdfinanzierungsanteil als Hebel und erhöht die Rentabilität des Eigenkapitals, also den Gewinn in Relation zum eingesetzten Eigenkapital. **Die Bedienung eines Kredits wird den übernommenen Unternehmen aufgebürdet.** Dies ermöglicht es, auch bei verhältnismäßig geringem Eigenkapital, große Firmen zu übernehmen. Für Investor:innen ist das „leveraged buy out“ eine beliebte Methode, da schnelle und hohe Gewinnausschüttungen zu erwarten sind. Das übergeordnete Ziel ist, die Rendite für ihre Teilhaber zu maximieren und das Unternehmen nach einigen Jahren zu verkaufen.

Das wird oft zum Problem für das übernommene Unternehmen, denn wegen der hohen Schulden wird es anfälliger für Insolvenzen. Der Wert des gekauften Unternehmens wird insbesondere durch Einsparungen so weit gesteigert, dass es nach ein paar Jahren mit hohem Gewinn weiterverkauft werden kann – in der Regel wiederum an andere Private Equity Firmen. Die Investoren können so oft Milliardengewinne erzielen, während die Mittel für Personal gekürzt werden. Diese Strategien sind gerade auch im Gesundheits- und Pflegebereich höchst problematisch, denn bei Rehazentren betragen die Personalkosten oft mehr als 60 Prozent. Gespart werden kann damit meist nur auf Kosten der Beschäftigten oder der Qualität der Leistungen. Der Vorteil aus der Sicht der Investoren gegenüber dem Börsenhandel ist, dass die soziale Verantwortung vermieden werden kann. So kann der Investor möglichen „Reputationsschäden“ für bestimmte Investments aus dem Weg gehen.

## Der Ablauf von Private Equity-Investments bei Arztpraxen in Deutschland



Quelle: [https://www.finanzwende-recherche.de/wp-content/uploads/Profite-vor-Patientenwohl\\_Private-Equity-Beteiligungen-an-Arztpraxen-in-Deutschland.pdf](https://www.finanzwende-recherche.de/wp-content/uploads/Profite-vor-Patientenwohl_Private-Equity-Beteiligungen-an-Arztpraxen-in-Deutschland.pdf)











<sup>1</sup> gehebelte

## Erfahrungen mit Private Equity im Gesundheitsbereich

Gesundheits- und Pflegeeinrichtungen sind für Private Equity-Firmen zunehmend sehr beliebte Investments, denn staatliche Zahlungen (Sozialversicherung) für die Pflegekosten geben zuverlässige Erlöse. Laut Investigate Europe verwalten mittlerweile die zwanzig größten Konzerne bereits mehr als 4.681 Heime für mehr als 400.000 Pflegebedürftige. Damit fließt ein stetig wachsender Teil der staatlichen Ausgaben für die Pflege in die Kassen transnationaler Unternehmen und Fonds, die damit einen wichtigen Teil der sozialen Infrastruktur in ihrem Besitz haben. Private Equity-Investoren entziehen ihre mit öffentlichen Geldern erzielten Gewinne auch oft der Besteuerung, indem sie ihre Erlöse in sogenannte Offshore-Zentren verschieben. Privatisierungen und speziell der Einstieg von Private Equity-Firmen hat in vielen EU-Ländern zu Einsparungen beim Personal und großen Mängeln bei der Pflegequalität geführt. Regierungen aber lassen den Prozess vielfach einfach laufen.

Eine jüngste Studie zeigt für die USA, dass die Übernahme von Altersheimen durch Private Equity Fonds die Sterblichkeitsrate um ca. 10% erhöht hat. Gleichzeitig kam es zum Abbau von Pflegepersonal und Pflegestandards.<sup>2</sup>

## Die größten Pflegeheimbetreiber in Europa

Rang	Unternehmen	Betten 2020	Basisland	Aktionäre
1	<a href="#">Orpea</a>	85.562		Canada Pension Plan Investment, 14.5%; Peugeot Investment Asset, 5.1%; Rest, öffentlich an der Börse
2	Korian	73.599		Predica/Credit Agricole, 24.4%, Versicherungs- und investmentfonds 1-7%, 50.3% öffentl. an der Börse
3	<a href="#">DomusVi</a>	36.000		Intermediate Capital Group (PE/UK)
4	<a href="#">Colisée</a>	24.986		EQT (PE/SWE)
5	<a href="#">HC-One Ltd</a>	22.203		Safanad (PE/USA), Formation Capital (PE/USA)
6	<a href="#">Alloheim</a>	22.000		Nordic Capital (PE/SWE)
7	<a href="#">Maisons de Famille</a>	17.090		Creadev (PE/F)
8	<a href="#">Attendo</a>	15.684		Nodstjeman (family investment company SWE), 18.5%; mehrere Banken und Fondsgesellschaften, 03 – 11%; Kleinaktionäre, 30%
9	<a href="#">Victor's Group</a>	13.000		privater Eigentümer
10	<a href="#">Four Seasons</a>	11.000		PE (mehrere Investoren), insolvent, in der Verwaltung

Quelle: Investigate Europe, rot: Einrichtung ist in Eigentum eine Private-Equity-Unternehmen

## Wer sind die Eigentümer von PAI?

Wer die Eigentümer von PAI sind, ist völlig undurchsichtig. PAI ist eine einfache Aktiengesellschaft. Die Manager von PAI sind vermutlich auch die Eigentümer. Diese verwalten das in verschiedenen Fonds gesammelte Kapital. Wer die Investoren bzw. Kapitalgeber des Fonds sind und woher sie kommen, ist nicht bekannt. Ein großer Kapitalgeber ist laut Medienberichten Blue Owl, ein Finanzinvestor mit Sitz in New York. Laut Internetseite von PAI kommen 55 % seiner Investoren nicht aus Europa. Mediale Berichte der Vergangenheit u.a. der [Financial Times](#) deuten darauf hin, dass Investoren durchaus starken Einfluss aufgrund einer sogenannten „key men clause“ auf die Geschäftstätigkeit haben.

<sup>2</sup> Atul Gupta, Sabrina T Howell, Constantine Yannelis, Abhinav Gupta, Owner Incentives and Performance in Healthcare: Private Equity Investment in Nursing Homes, The Review of Financial Studies, Volume 37, Issue 4, April 2024, Pages 1029–1077

Siehe <https://academic.oup.com/rfs/article/37/4/1029/7441509?login=false>

PAI investiert weltweit in die Bereiche „Unternehmensdienstleistungen“, „Lebensmittel“ und „Konsumgüter“, „allgemeine Industrie“, „Gesundheitswesen“ sowie „Einzelhandel und Vertrieb“. Die **Haltedauer der Investitionen beträgt durchschnittlich 6 Jahre**.

Das verwaltete Vermögen beträgt mehr als 26 Milliarden Euro. Das Unternehmen hat **100 Investitionen in 12 Ländern getätigt** und **über 24 Milliarden Euro an Erlösen aus 60 Wiederverkäufen** (Exits) erzielt.

## Übersicht von einigen getätigten Investitionen

### Unternehmen im Gesundheitssektor aktuell in PAI Besitz

- ✓ Thermamex (Frauengesundheit)
- ✓ Veonet (Kliniken für Augenheilkunde)
- ✓ Amplitude (Implantate für Knie- und Hüftchirurgie)
- ✓ **Zahneins (Zahnheilkunde)**
- ✓ ELITechGroup (In-Vitro Diagnostik)
- ✓ Ethypharm (Pharma)

### Unternehmen im Gesundheitssektor ehemals in PAI Besitz

- ✓ Atos Medical (Produkte zur Kehlkopfentfernung) Gekauft 2016, Verkauft 2022
- ✓ **DomusVi (Pflegeheime) Gekauft 2014, Verkauft 2017**
- ✓ Cerba Healthcare (Pathologie) Gekauft 2010, Verkauft 2017
- ✓ Ceva (Tiergesundheit) Gekauft 1999, Verkauft 2003
- ✓ Ipsen (Pharma) Gekauft 1998, Verkauft 2006

## Zwei Beispiele von Unternehmensaufkäufen / Beteiligungen von PAI

### 1. Übernahme und Verkauf des Unternehmen DomusVi (Pflege) durch PAI

DomusVi ist mit 354 Pflegeheimen in fünf EU-Staaten das drittgrößte Unternehmen der Branche in Europa mit Sitz in Paris. Im Jahr 2014 übernahm PAI die Kette für 639 Millionen Euro. Drei Jahre später reichte PAI DomusVi an die britische Intermediate Capital Group (ICG) **zum fast vierfachen Wert von 2,4 Milliarden Euro** weiter. Die britische Gruppe setzte dann den Sparstift zugunsten der Beschäftigten und der zu pflegenden Personen an, um ihre Gewinne zu steigern. Kollektivverträge wurden gewechselt und Löhne gedrückt. Übrig blieben überarbeitete, teils verzweifelte Pflegekräfte und vernachlässigte Heimbewohner:innen.

### 2. Joint Venture von PAI mit Nestle FRONERI/Schöller Eis

Laut der deutschen Gewerkschaft Nahrung, Genuss und Gaststätten (NGG) wurden Re- und Umstrukturierungen durchgesetzt. Auch rentable Unternehmensteile wurden veräußert oder geschlossen. Die Investitionen wurden zurückgefahren. Verschlechterung der Arbeitsbedingungen, Tarifflicht, sinkende Beschäftigungssicherheit und Entlassungen waren an der Tagesordnung. Arbeitgeber:innen und Entscheidungsträger:innen aber waren für Beschäftigte und Betriebsräte unerreichbar. Am Standort Nürnberg wurde die Belegschaft seit 2016 von 1.166 Mitarbeiter:innen auf 381 Beschäftigte (Stand: 31. März 2023) geschrumpft. Davon sollen nach den jüngsten Plänen des Joint Ventures nur noch 90 Arbeitsplätze übrigbleiben. Diese sollen auf andere Standorte verlagert werden.

## VAMED-Rehaeinrichtungen sind versorgungsrelevant

Die VAMED erbringt etwas mehr als zwölf Prozent der Reha-Leistungen in Österreich und ist somit **versorgungsrelevant**. Das wichtige und auch international angesehene Anton Proksch Institut (kurz API) ist die größte Klinik im stationären und ambulanten Bereich für Suchterkrankungen. Das API behandelt etwa 5000 suchtkranke Patientinnen und Patienten jährlich. Ein Wegbrechen des API würde viele Mehrkosten für den Dachverband, für die Österreichische Gesundheitskasse ÖGK, die Länder und Sozialeinrichtungen der Länder bedeuten.

Die Kinder-Reha St.Veit/Pongau „Leuwaldhof“ ist die einzige familienorientierte Reha bei Krebserkrankungen und Stoffwechselerkrankungen in Österreich. Auch der Leuwaldhof ist eine erfolgreiche und international hochgeschätzte Einrichtung. Studien belegen, dass eine Behandlung von Kindern bzw. Jugendlichen **und** der Eltern sowie Geschwister den Behandlungsprozess wirksam verbessert und eine Rückkehr in den Alltag leichter erfolgt. Würde diese Rehaeinrichtung wegbrechen, müssten Kinder im Ausland behandelt werden.

Reha-Kliniken sind aber auch ein wichtiger Arbeitgeber und zentral für die regionale Wirtschaftsstruktur (Gewerbe, Landwirtschaft, usw.).

## Investitionskontrollgesetz als möglicher Hebel, um einzuschreiten

Mit der Investitionskontrolle besteht ein **Instrument, mit dem potenziell problematische Erwerbsvorgänge an kritischen Unternehmen untersucht werden müssen**. Auf Basis einer Investitionsprüfung können Auflagen erteilt oder auch der Erwerbsvorgang untersagt werden. Die Gesundheit wird als sensibler Bereich im Gesetz angeführt. Es ist auch der mittelbare Erwerb umfasst. Das bestätigt auch ein Rechtsgutachten<sup>3</sup> von Dozent Dr. Stefan Mayr von der Wirtschaftsuniversität Wien. Das beutet, auch: wenn die übernehmende Gesellschaft A ihren Sitz in der EU hat, aber die Mittel zur Übernahme des Unternehmens B von einem Investor C aus den USA stammen, ist eine Investitionskontrolle durchzuführen. Maßgeblich ist dabei der Einfluss, der von den Investoren C auf die Gesellschaft A ausgeübt wird.

Die Übernahmen der VAMED ist völlig undurchsichtig und folgende Fragen müssen daher beantwortet werden:

- Wer sind die genauen Anteilseigner von PAI?
- Mit welchem Volumen sind diese beteiligt?
- Welches Verhältnis besteht zwischen Anteilseignern aus der EU und aus Ländern außerhalb der EU?
- Wer trifft die Unternehmensentscheidungen von PAI?

Bislang wurden diese zentralen Fragen nicht beantwortet, weil laut dem Wirtschaftsminister Verschwiegenheitspflicht zum Schutz des Investors gewahrt werden muss. Damit werden Profitinteressen vor das öffentliche Interesse und die Sicherheit der Gesundheitsversorgung gestellt. Das darf nicht sein.

Das Investitionskontrollgesetz wäre ein möglicher Hebel, den Verkauf zu verhindern und eine österreichische Lösung finden zu können – vorzugsweise in öffentlicher Hand. Bislang fehlt jedoch der politische Wille, bei dieser Übernahme einzugreifen und die österreichische Regierung lässt den Prozess einfach laufen.

---

<sup>3</sup> Dr. Stefan Mayr, LL.M., Privatdozent an der Wirtschaftsuniversität Wien, Kurzgutachten „Sind „indirekte“ ausländische Direktinvestitionen vom Anwendungsbereich des österreichischen Investitionskontrollgesetzes erfasst“

## Die VAMED wurde bereits im Jahr 1996 teilprivatisiert – Warum jetzt die Aufregung?

Es wird immer wieder argumentiert, dass die VAMED bereits im Jahr 1996 unter der SPÖ/ÖVP Regierung teilprivatisiert wurde. Die VAMED wurde ursprünglich im Jahr 1982 von der Voestalpine gegründet, um das Allgemeine Krankenhaus (AKH) der Stadt Wien fertigzustellen. Im Anschluss daran begann VAMED, Gesundheitsprojekte auf internationaler Ebene zu organisieren. Sie lieferte beispielsweise Einrichtungen für Spitäler. Ab 1986 begann das Unternehmen, auch Gebäude- und Liegenschaftsverwaltungen zu übernehmen – seit 1989 ist es auch in der Gesamtbetriebsführung von Kurbetrieben und seit 1991 im Krankenhausmanagement tätig.

Im Juni 1996 wurde dann das Unternehmen zu 77 % an den deutschen Gesundheitskonzern Fresenius und zu 10 % an die B&C Holding verkauft. Die restlichen 13 % blieben bei der ÖIAG (Österreichische Industrieholding AG; jetzt ÖBAG). Die VAMED von anno dazumal kann jedoch nicht mit der heutigen VAMED verglichen werden. **Die Thermen und der Großteil der Rehaeinrichtungen kamen erst nach 1996 dazu.** Es ist zutreffend, dass damals mit dem Verkauf der VAMED eine Tür geöffnet wurde. Aber gerade zu Beginn der 2000er Jahre zeigte sich, dass öffentliche-private Partnerschaften der falsche Weg im Gesundheitswesen sind. Viele solcher öffentlicher-privater Partnerschaften scheiterten vor allem im Bereich der Akutspitäler. Es müssen die Lehren daraus gezogen werden. Aus diesem Grund darf die Tür aktuell bei der VAMED-Übernahme nicht noch weiter aufgemacht werden und die Rehaeinrichtungen einem Private Equity Fonds überlassen werden, sondern es soll die Gelegenheit wahrgenommen werden, die Tür wieder zu schließen.



## Anhang Übersicht der betroffenen Gesundheitseinrichtungen

### Betriebsführung Allgemeines Krankenhaus Wien (AKH)

#### Rehakliniken

Neurologisches Rehabilitationszentrum Rosenhügel

Therme Wien Med

Rehabilitationsklinik Gars am Kamp

Der Sonnberghof – Onkologisches Rehasentrum

Neurologisches Therapiezentrum Kapfenberg

Neurologisches Therapiezentrum Gmundnerberg

Rehaklinik Enns

Rehasentrum Oberndorf

Rehabilitation St. Veit im Pongau

Leuwaldhof – Kinder und Jugendlichen Rehabilitation

Rehasentrum Kitzbühel

Reha-Klinik Montafon Schruns

Ambulantes Rehasentrum Eisenstadt

Ambulantes Rehasentrum Wien Baumgarten

Ambulantes Rehasentrum Wörgl

Ambulantes Rehasentrum Innsbruck

Klinik Eggenburg

Anton-Proksch-Institut

Medizinzentrum Wien Oberlaa

Gesundheitszentrum Bad Sauerbrunn, Burgenland

#### Pflegeheime

Seniorenheim St. Corona am Schöpfl

Vitality Residenz Am Kurpark Wien

Vitality Residenz Veldidenapark Innsbruck

#### VAMED Vitality World

Aqua Dome Tirol Therme

Therme Geinberg Spa Resort

St. Martins Therme & Lodge, Frauenkirchen

Therme Wien, Oberlaa

Therme Spa World, Zell am See/Kaprun

Therme Laa – Hotel & Spa