



## Familienunternehmen und Private Equity

VORAUSSETZUNGEN, PROZESSE UND  
ERGEBNISSE BEIM EINSATZ VON  
FAMILIENEXTERNEM EIGENKAPITAL

## Voraussetzungen, Prozesse und Ergebnisse beim Einsatz von familienexternem Eigenkapital

### Familienunternehmen und Private Equity

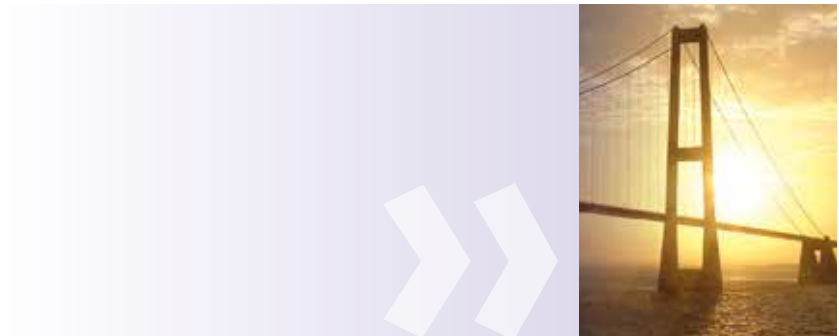
Dieser Praxisleitfaden richtet sich an Gesellschafter, aktive Mitglieder von Gesellschafterfamilien sowie familienexterne Führungskräfte von Familienunternehmen, die den Gedanken hegen, eine Private Equity-Gesellschaft in ihr Unternehmen aufzunehmen. Ziel ist es, die Grundlagen einer Finanzierung mittels Private Equity zu beleuchten. In diesem Rahmen werden die typischen Eigenheiten solcher Prozesse unter Berücksichtigung der spezifischen Eigenschaften von Familienunternehmen aufgeführt. Der Leser erhält zudem einen Überblick über Geschäftsmodell, Sichtweisen und Entscheidungskriterien von Private Equity-Investoren. Missverständnisse sollen verhindert, Vorurteile abgebaut und damit die Basis für eine erfolgreiche Partnerschaft mit einem Private Equity-Investor geschaffen werden.

Die vorliegende Broschüre ist im Rahmen einer Zusammenarbeit des Wittener Instituts für Familienunternehmen (WIFU) an der Universität Witten/Herdecke mit der VR Equitypartner GmbH entstanden. Das WIFU ist in Deutschland der Pionier und Wegweiser der akademischen Forschung und Lehre zu Besonderheiten von Familienunternehmen. Bereits bei der Institutsgründung 1998 wurde das Fundament der konsequent interdisziplinären Ausrichtung des WIFU gelegt: Drei Forschungs- und Lehrbereiche – Betriebswirtschaftslehre, Psychologie/Soziologie und Rechtswissenschaften – bilden das wissenschaftliche Spiegelbild der Gestalt von Familienunternehmen. Dadurch hat es sich eine einzigartige Expertise im Bereich Familienunternehmertum erarbeitet. Seit 2004 ermöglichen die Institutsträger – ein exklusiver Kreis von knapp 50 Familienunternehmern – einen Austausch auf Augenhöhe in der Form eines Instituts von Fami-

lienunternehmen für Familienunternehmen. Das WIFU nutzt diese europaweit einzigartigen Voraussetzungen, um Forschung und Lehre über diese besondere Organisationsform konsequent voranzutreiben, innovative Problemlösungsansätze zu erarbeiten und den Austausch von Familienunternehmen und Gesellschafterfamilien zu fördern. Mit aktuell zwölf Professoren leistet es mittlerweile seit über einem Jahrzehnt einen signifikanten Beitrag zur generationenübergreifenden Zukunftsfähigkeit von Familienunternehmen

VR Equitypartner zählt zu den führenden Eigenkapitalfinanzierern in Deutschland, Österreich und der Schweiz. Besondere Merkmale sind die langfristige Ausrichtung der Investments und die Bereitschaft, sich minderheitlich an mittelständischen Familienunternehmen zu beteiligen. Als gemeinsame Tochter der DZ BANK und der WGZ Bank, den Spitzeninstituten der Genossenschaftsbanken in Deutschland, stellt VR Equitypartner seit mehr als vier Jahrzehnten die Nachhaltigkeit der Unternehmensentwicklung ihrer Beteiligungen vor kurzfristiges Exit-Denken. Ziel ist immer eine maßgeschneiderte und passgenaue Lösung, wobei eine langfristige, partnerschaftliche Zusammenarbeit mit dem Unternehmer im Vordergrund steht, um das Unternehmen erfolgreich weiterzuentwickeln. Als wesentliche Werte in diesem Prozess sieht VR Equitypartner Offenheit, Partnerschaft, Vertrauen, Kompetenz und Verantwortung. Derzeit umfasst das Portfolio rund 100 Engagements, die von VR Equitypartner mit eigenen Mitteln in Höhe von 570 Mio. € finanziert wurden.

# Inhalt



EINFÜHRUNG .....	4
1 FINANZIERUNG VON FAMILIENUNTERNEHMEN .....	5
2 DEFINITION UND EIGENSCHAFTEN VON PRIVATE EQUITY .....	8
3 PRIVATE EQUITY-MARKT FÜR FAMILIENUNTERNEHMEN .....	10
4 DIE SUCHE NACH DER PASSENDEN PRIVATE EQUITY-GESELLSCHAFT .....	11
5 BETEILIGUNGSPROZESS .....	13
6 BETEILIGUNGSVERTRAG .....	15
7 UNTERNEHMENSWERT .....	16
8 WIE PROFITIERT DAS FAMILIENUNTERNEHMEN VON DER WERTSTEIGERUNG? .....	17
9 ZUSAMMENFASSUNG .....	18
LITERATUR .....	19
KONTAKT .....	19

## Einführung

Die klassische Finanzierung von Familienunternehmen stößt vor dem Hintergrund zahlreicher externer Herausforderungen schnell an ihre Grenzen. Steigender Wettbewerbsdruck, stärkere Notwendigkeit zur Internationalisierung sowie Unsicherheiten im weltweiten Finanzsystem können wichtige Faktoren sein, um über eine mögliche Eigenkapitalfinanzierung nachzudenken. Gleichzeitig stellen Banken im Rahmen von Basel III bei der Fremdkapitalfinanzierung systematisch höhere Anforderungen an die Bonität und schränken über engere Kreditvertragsklauseln und Konditionierungen die Handlungs- und Expansionsfähigkeit der Unternehmen ein. Zunehmend führen auch familieninterne Dynamiken, wie etwa der Wunsch nach dem Herauskauf einzelner Gesellschafter/-stämme, zu einem hohen Bedarf an kurzfristig verfügbarem Kapital.

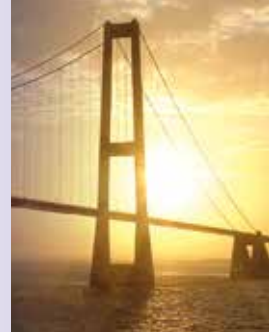
Gibt es keine Möglichkeit, aus der Unternehmerfamilie oder über die Börse frisches Kapital zu beschaffen, sind alternative Instrumente gefragt. Eines davon ist die Aufnahme neuer Gesellschafter. Die Zusammenarbeit mit Private Equity-Gesellschaften, deren Geschäftsmodell auf die Investition von Eigenkapital in Unternehmen ausgerichtet ist, hat in den vergangenen Jahren in deutschen Familienunternehmen zwar an Akzeptanz gewonnen, trotzdem herrschen vielerorts auch noch Vorurteile und Skepsis gegenüber einer solchen Allianz. Einer der Gründe dafür ist, dass beide Parteien sich heute immer noch nicht ausreichend kennen beziehungsweise enttäuscht wurden, weil sie Einstellung, Erfahrung, Erwartungen und Ziele ihres künftigen Partners vor Vertragsunterzeichnung nicht ausreichend hinterfragt und mit den eigenen abgestimmt hatten.

Dieser Leitfaden soll einen Überblick über das Thema Familienunternehmen und Private Equity mit seinen vielseitigen Facetten geben und damit auch eine Entscheidungshilfe für eine Partnerschaft mit einem geeigneten Eigenkapitalgeber bieten.

Wann ist eine Private Equity-Finanzierung für mein Unternehmen wirklich sinnvoll? Unter welchen Bedingungen kann eine Zusammenarbeit mit einem professionellen Investor für mich als Familienunternehmer Früchte tragen? Wo lauern die Risiken? Fragen wie diese müssen unbedingt beantwortet werden, bevor es zur Unterzeichnung kommt. Denn entscheidend für das Funktionieren einer solchen Partnerschaft ist immer das klare Aushandeln von Regeln und Kriterien. Nur auf dieser Basis kann eine für beide Seiten faire Vereinbarung getroffen werden. Sonst besteht durchaus die Gefahr, dass unterschiedliche Vorstellungen über die Ziele und Zukunftsentwicklungen des Unternehmens erst spät aufeinanderprallen. Wenn sich beispielsweise erst bei der Diskussion über die Gewinnverwendung herauskristallisiert, dass den Familiengesellschaftern neben der Ausschüttung einer Dividende auch die Einhaltung bestimmter Werte, Traditionen oder sozialer Bedürfnisse (wie zum Beispiel Arbeitsplatzerhaltung am Heimatort) wichtig ist, sind Konflikte vorprogrammiert.

Die Kombination von Familienunternehmen und Private Equity kann für beide Seiten sehr erfolgreich sein, wenn die im Vorfeld vereinbarten Spielregeln eingehalten werden. Zahlreiche Transaktionen in den vergangenen Jahren – auch die des Praxispartners bei diesem Leitfaden – bestätigen dies. Auf den folgenden Seiten erhalten Sie einen Überblick, was für eine erfolgreiche Beteiligung auf Zeit entscheidend ist.

# 1 Finanzierung von Familienunternehmen



In der Regel ist die Gesellschafterfamilie Allein- oder zumindest Mehrheitseigentümerin ihres Unternehmens und kann so unabhängig die eigene Strategie verfolgen. Die Finanzierung des Unternehmens ist oftmals darauf ausgerichtet, dessen Entwicklung und den Einfluss der Familie nicht zu gefährden, zumal in vielen Fällen der größte Teil des Familienvermögens im Unternehmen gebunden und wenig diversifiziert ist.

Bei der Entscheidung für den Einsatz der Finanzierungsinstrumente stehen unternehmerische Autonomie und finanzielle Unabhängigkeit im Vordergrund. Folglich zählen zu den typischen Finanzierungszielen in Familienunternehmen niedrige Finanzierungskosten, ein geringes Mitspracherecht der familienexternen Kapital- und Kreditgeber, die Aufrechterhaltung von Unabhängigkeit, Sicherheit und Langfristigkeit der Finanzierung und schließlich geringe zu leistende Sicherheiten sowie Flexibilität bei der Inanspruchnahme des Kapitals.

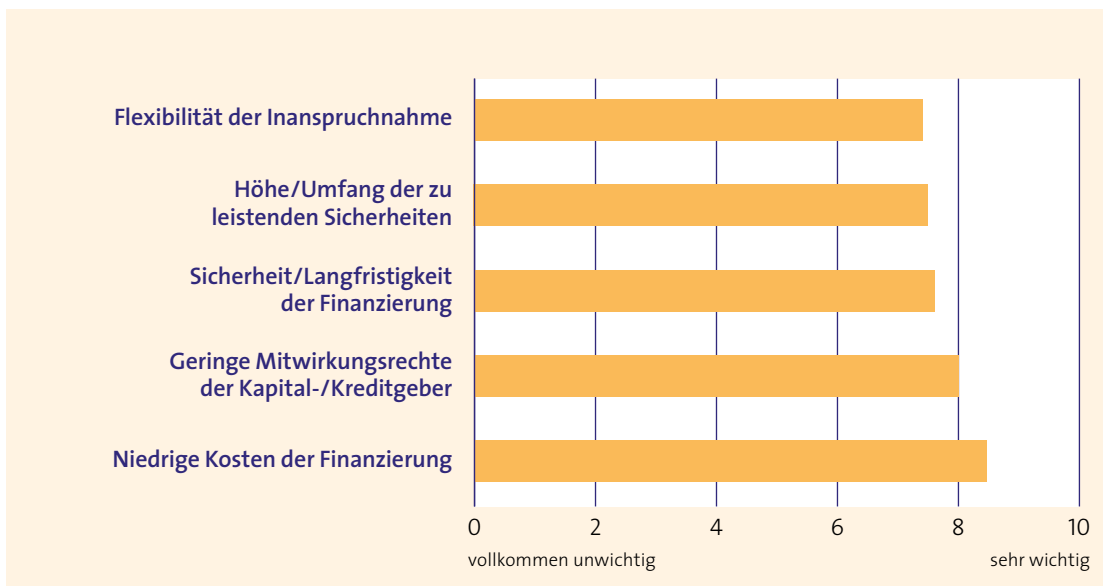


Abbildung 1: Finanzierungsziele von Familienunternehmen.

Quelle: Redlefsen/Eiben (2006) S. 5. Eigene Darstellung.

## 1 Finanzierung von Familienunternehmen

Dieser Grundhaltung entsprechend werden in Familienunternehmen typischerweise folgende Finanzierungsinstrumente eingesetzt: Thesaurierte Gewinne, kurzfristige und langfristige Kredite, Leasing, Gesellschafterdarlehen und Einlagen. Obwohl in den vergangenen zwei Jahrzehnten eine Vielzahl innovativer Finanzierungsmöglichkeiten auf den Markt gekommen ist, lässt sich bei deutschen Familienunternehmen nach wie vor eine Präferenz für den klassischen Bankkredit innerhalb eines Hausbankenmodells klar erkennen.

Allerdings ist diese klassische Form der Finanzierung immer häufiger nicht mehr mit den steigenden Anforderungen vereinbar: Zu den Gründen zählen die zukünftigen Kreditvergabekriterien (Basel III) und die damit verbundenen höheren Kosten für die Unternehmen sowie eine stärkere Zurückhaltung der Banken bei Kreditvergaben. Hinzu kommen die Notwendigkeit zur Internationalisierung, gegebenenfalls ein starker Expansionsdruck in der Branche oder Konjunkturschwankungen, die mit Hilfe einer höheren Eigenkapitalquote besser abgedeckt werden können. Neben diesen externen Faktoren sind Familienunternehmen immer häufiger mit internen Herausforderungen konfrontiert: Beispiele dafür sind ungeklärte Nachfolgesituationen sowie eine abnehmende Bereitschaft von Söhnen und Töchtern, die Nachfolge anzutreten. Daneben ist eine stärkere Offenheit spürbar, einen bevorstehenden Gesellschafterwechsel, zum Beispiel bei Familienstämmen, über den Herauskauf zu organisieren.

6

Von Familienunternehmen genutzte Finanzierungsinstrumente	In Prozent der Fälle
Thesaurierte Gewinne	96%
Kurzfristige Kredite	87%
Langfristige Kredite	83%
Leasing	77%
Gesellschafterdarlehen	71%
Einlagen	70%

Abbildung 2: Finanzierungsinstrumente in Familienunternehmen.

Quelle: Achleitner et al. (2008) S. 28.

Eigene Darstellung.

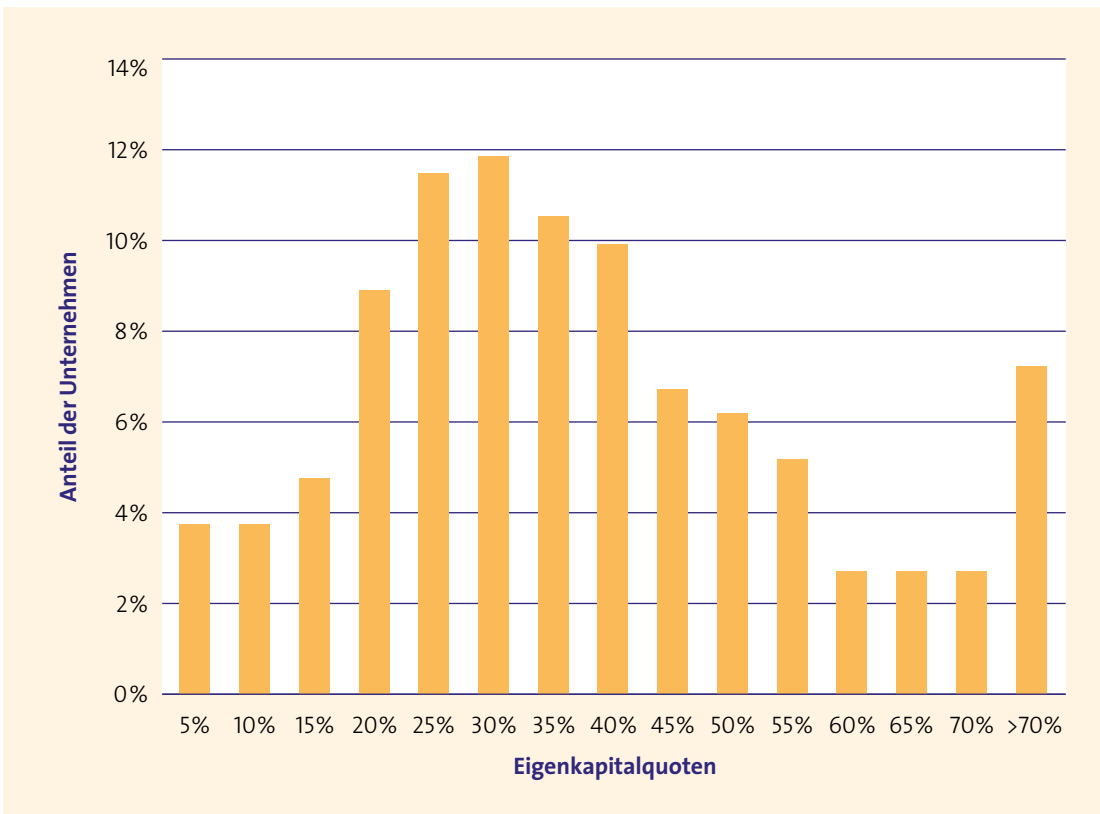
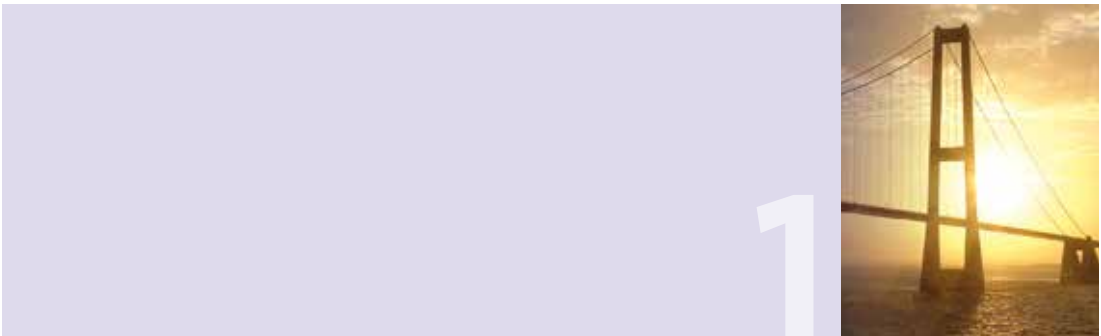


Abbildung 3: Eigenkapitalquoten von Familienunternehmen in Prozent.  
Quelle: Redlefsen/Eiben (2006) zf. Eigene Darstellung

In solchen Situationen kann der Einsatz von privatem Eigenkapital seine besonderen Eigenschaften, nämlich die Stärkung der finanziellen Stabilität und Erhöhung der unternehmerischen Handlungsspielräume, zeigen. Eigenkapitalquoten sind in Familienunternehmen zum Teil gering. Private Equity als aktives und intelligentes Kapital ist aber kein Standardprodukt, sondern muss auf die individuellen Bedürfnisse des Unternehmens und der

Eigentümerfamilie exakt abgestimmt sowie mit dem Investitionshorizont des Investors in Einklang gebracht werden. Wie das funktionieren kann und was es dabei zu beachten gilt, sollen die nachfolgenden Kapitel aufzeigen.

## 2 Definition und Eigenschaften von Private Equity

Private Equity (Beteiligungskapital) wird als Oberbegriff für Eigenkapitalfinanzierungen von nicht-börsennotierten Unternehmen genutzt. Private Equity-Gesellschaften treten als Mehrheits- oder Minderheitsgesellschafter mit begrenztem Zeithorizont in Unternehmen auf. Im Gegensatz zu Venture Capital-Gebern investieren Private Equity-Gesellschaften nicht in Unternehmensgründungen in ihrer Start-, sondern ausschließlich in reife Unternehmen in ihrer Wachstumsphase.

Der Einsatz von Private Equity ist immer dann sinnvoll, wenn es einen konkreten Beteiligungsanlass gibt, der außerhalb des normalen Geschäftsbetriebs liegt. Häufige Anlässe sind unter anderem Wachstumsfinanzierungen, Restrukturierungen der Passivseite der Unternehmensbilanz und zu geringe Eigenkapitalquoten. Beispielsweise kann ein erfolgreiches Familienunternehmen eine solche Finanzierung nutzen, um einen neuen, vielversprechenden Markt zu erobern oder eine Akquisition zu tätigen.

Auch die Familie des Familienunternehmens kann Anlass für Eigenkapitalbedarf sein, zum Beispiel im Rahmen der Unternehmensnachfolge, wenn ein Nachfolger seine Geschwister auszahlen möchte, oder bei einem Gesellschafterwechsel (beispielsweise Herauskauf eines Familienstammes). Der Einstieg eines Private Equity-Investors lässt sich zunehmend auch als moderierendes Element bei Gesellschafterkonflikten beobachten. Hier geben beide Konfliktparteien Gesellschafteranteile an einen familienexternen dritten Investor ab, oftmals verbunden mit dessen Positionierung als „schlichtendem Dritten“.

### Klassische Beteiligungsanlässe im Unternehmen

- Wachstum und Expansion
- Restrukturierung Passivseite
- Mangelnde Eigenkapitalquote

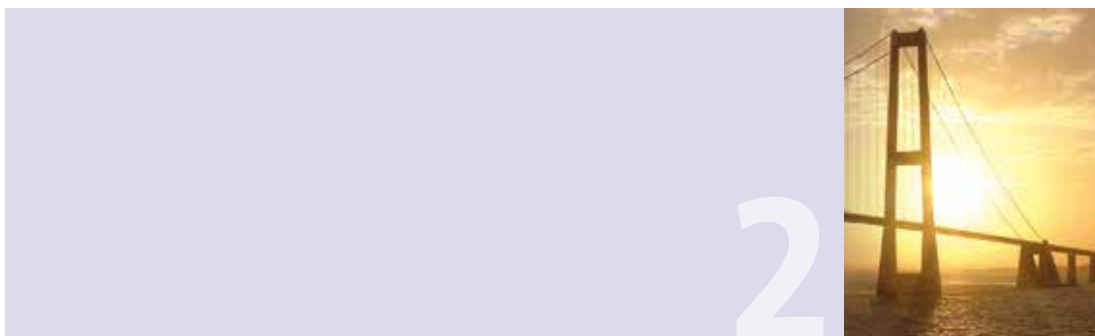
### Klassische Beteiligungsanlässe in der Unternehmerfamilie

- Nachfolge
- Gesellschafterwechsel
- Gesellschafterkonflikte

*Abbildung 4: Anlässe/Hintergründe für die Kooperation mit Private Equity-Investoren. Eigene Darstellung.*

Mit dem Einstieg eines Private Equity-Investors wird die weitere Unternehmensstrategie und damit die erwartete mittelfristige Wertsteigerung des Beteiligungunternehmens festgelegt. Im Rahmen eines strategischen und operativen Controllingprozesses beobachtet der neue Gesellschafter die Unternehmensentwicklung engmaschig und analysiert sie aus einer zusätzlichen Perspektive. Die Strategie wird dabei für einen Zeitraum entwickelt, der über die Beteiligung des Private Equity-Hauses hinausreicht. Aufgrund des höheren Risikoprofils von Eigenkapital liegt die Renditeerwartung des Private Equity-Investors deutlich über den Zinsen für Fremdkapital, gewöhnlich im unteren zweistelligen Prozentbereich.





## Die Nutzung von Private Equity bietet Familienunternehmen zahlreiche Chancen für ihre Weiterentwicklung

Finanzierung von Gesellschafterwechsel, Nachfolge, Expansion und Wachstum

Restrukturierung der Passivseite der Bilanz

Stärkung der Eigenkapitalquote

Teilverkauf von Unternehmensanteilen

Erhaltung des Unternehmens als eigenständige Gesellschaft – „verschwindet“ nicht vom Markt

Aktive Unterstützung durch das internationale Expertennetzwerk des Finanzinvestors

Sicherung der Unabhängigkeit und Langlebigkeit des Unternehmens

Keine Publikationspflichten

Möglichkeit von Zukäufen, die das Geschäftsmodell komplettieren und abrunden

Abbildung 5: Chancen der Finanzierungsform Private Equity für Familienunternehmen. Eigene Darstellung.

Grundsätzlich ist zwischen einer Mehrheits- und einer Minderheitsbeteiligung zu unterscheiden. Während im ersten Fall der Fokus des Verkäufers üblicherweise auf einem möglichst hohen Preis für die abzugebenden Anteile liegt, muss beim zweiten Fall insbesondere „die Chemie“ zwischen den beiden Vertragsparteien stimmen, da sie für mehrere Jahre eng miteinander arbeiten müssen.

Vor dem Einsatz von Private Equity sollte sich die Gesellschafterfamilie unbedingt über ihre langfristigen Pläne im Klaren sein. Möchte sie nach einereteiligungsphase später wieder alleinige Gesellschafterin werden, müssen Struktur und Ausgestaltung der Private Equity-Finanzierung von Anfang an darauf abgestimmt werden. Oder ist es die volle Überzeugung aller Familiengeschafter, dass es

für Unternehmen und Familie besser ist, das Unternehmen mittelfristig komplett zu verkaufen? Auch dies sollte unbedingt schriftlich festgehalten werden.

Eine klassische Private Equity-Beteiligung endet typischerweise nach drei bis sieben Jahren mit dem Exit, also dem Verkauf der Anteile durch den Private Equity-Investor. Ausgewählte Private Equity-Unternehmen sind allerdings auch zu längeren Haltefristen ihres Investments bereit. Klare Absprachen und die Diskussion der wichtigsten Fragen zu einem frühen Zeitpunkt erleichtern die Auswahl.

### 3 Private Equity-Markt für Familienunternehmen

3



Schon in den 1960er Jahren gab es die ersten Private Equity-Gesellschaften in Deutschland. Die Branche entwickelte sich jedoch erst in den vergangenen 20 Jahren zu einem reifen, effizienten und wettbewerbsintensiven Markt.

Bei einer breiten Marktbetrachtung gibt es in Deutschland rund 260 Gesellschaften, die etwa 6.900 Beteiligungen halten. Das verwaltete Kapital lag 2010 bei ca. € 39 Mrd. Hiervon sind bei einer engeren Sichtweise die so genannten Mittelständischen Beteiligungsgesellschaften (MBGs) abzugrenzen, die rund 3.300 Beteiligungen umfassen. Diese MBGs finanzieren kleinere Unternehmen mit einem Umsatz bis zu € 10 Mio. in Form von stillen Beteiligungen. Einzelne Investitionsvolumina bleiben dabei unter der Grenze von € 1 Mio. Das aktuelle Portfolio der MBGs umfasst investierte Mittel in Höhe von € 1,2 Mrd.

Nur bei einem Teil der von Private Equity-Gesellschaften gehaltenen Beteiligungen handelt es sich um Familienunternehmen. Zwar hat die Private Equity-Branche inzwischen die Attraktivität von mittelständischen Familienunternehmen mit einem Umsatz zwischen € 10 Mio. und € 500 Mio.

entdeckt, und selbst große angloamerikanische Private Equity-Gesellschaften haben deutsche Familienunternehmen als interessante Investitionsmöglichkeiten identifiziert. Doch die Anzahl der Finanzinvestoren, die über Jahre eine erfolgreiche Historie von Beteiligungen an Familienunternehmen vorweisen können, ist gering. Oftmals fehlen das entsprechende Verständnis und Gefühl für die Eigenschaften dieser besonderen Unternehmensform. Die unternehmerischen Freiräume von Familienunternehmen und die starke Mehr-Generationen-Orientierung stoßen insbesondere bei angelsächsisch geprägten Investoren auf Unverständnis. Aktuell investieren maximal zehn Private Equity-Gesellschaften im deutschsprachigen Raum systematisch und regelmäßig in Familienunternehmen. Viele andere engagieren sich nur opportunistisch beziehungsweise einzelfallbezogen. Minderheitsbeteiligungen werden überhaupt nur von wenigen Private Equity-Gesellschaften eingegangen, da dort entsprechend die Mitspracherechte und damit Steuerungsmöglichkeiten geringer sind. Unberücksichtigt bleiben bei dieser Betrachtung die Transaktionen, die mit Einzelinvestoren oder durch Family Equity (Kapital von Family Offices) durchgeführt werden.

10

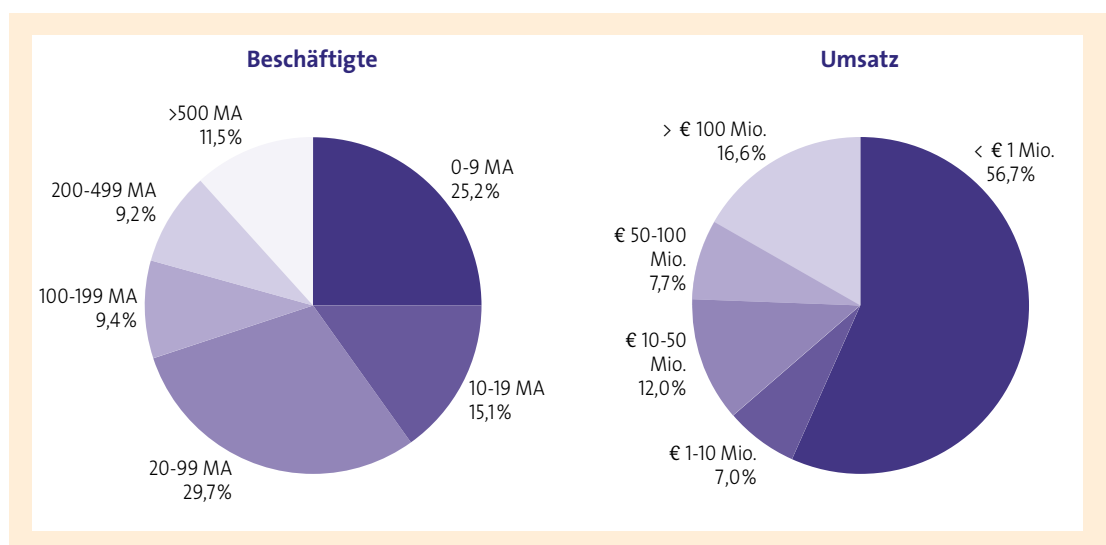


Abbildung 6: Private Equity finanzierte Unternehmen nach Anzahl der Beschäftigten und Jahresumsatz in 2008. Quelle: BVK (2009). Eigene Darstellung.

## 4 Die Suche nach der passenden Private Equity-Gesellschaft

# 4



Unternehmer sollten bei der Suche nach der für sie richtigen Private Equity-Gesellschaft sehr sorgfältig agieren und möglichst frühzeitig mit der Recherche beginnen, um ohne Zeitdruck den für sie geeigneten Partner zu finden. Hierin liegt der erste zentrale Erfolgsfaktor für eine gelungene Partnerschaft.

Ausgangslage für die Auswahl eines Finanzinvestors ist immer die aktuelle Situation des Familienunternehmens und seiner Eigentümer: Diese müssen sich die Frage stellen, welche Ziele und welche Strategie sie mit der Beteiligung verfolgen. Aus der Antwort darauf lässt sich das Anforderungsprofil an den Finanzinvestor und an die Ausgestaltung der Transaktion ableiten. Schon vor den Gesprächen mit potentiellen Investoren sollte die Familie planen, wie die nachhaltige Weiterentwicklung des Unternehmens aussehen soll und wie ein späterer Ausstieg des Investors gestaltet werden kann.

Sind diese grundlegenden Fragen geklärt, gibt es eine Reihe weiterer relevanter Auswahlkriterien. Die wichtigsten Entscheidungen für die spätere Beteiligung des Investors werden in der Zeit vor

Vertragsschluss getroffen, sodass alle relevanten Kriterien früh geprüft und berücksichtigt werden müssen.

Eine besondere Bedeutung in der Auswahl eines Investors hat die Unternehmensbewertung und damit die Frage, welchen Kaufpreis die Familie für ihre Unternehmensanteile erlässt. Für viele Familien ist dies bei der Investorensuche der emotional wichtigste Punkt. Hieraus resultieren sehr häufig erhebliche Unterschiede zwischen der Wertfindung des Finanzinvestors und den Erwartungen der Familie. Oftmals wird in die Kaufpreiserwartung der emotionale Wert des Familienunternehmens, also der Preis für das investierte Herzblut integriert. Die Konfrontation mit klassischen Rechenmodellen (zum Beispiel Discounted Cashflow) wird dann als Entwertung der Lebensleistung der aktiv tätigen Familienmitglieder leicht missdeutet.

Der Unternehmenswert sollte, insbesondere wenn die Familie nicht vollständig verkauft, sondern weiterhin engagiert bleibt, eine wichtige Rolle spielen. Jedoch darf er nicht das einzige Entscheidungskriterium sein. Wichtiger ist es, gemeinsam mit dem Finanzinvestor vor Abschluss der Beteiligung

### Auswahlkriterien

Equity Story (Einstieg, Weiterentwicklung, Ausstieg)

Unternehmensbewertung und Wertsteigerungshebel

Beteiligungsquote und Einflussgrad

Beteiligungsansatz und Haltedauer

Wissen über / Erfahrung mit Familienunternehmen

Historie

Personen und „persönliche Chemie“

Abbildung 7: Auswahlkriterien für eine Private Equity-Gesellschaft durch die Familiengesellschafter. Eigene Darstellung.

## 4 Die Suche nach der passenden Private Equity-Gesellschaft

# 4

ein einheitliches Verständnis für die gewünschte Weiterentwicklung des Unternehmens, die aufzusetzende Governance Struktur und die hierbei beidseitig zu achtenden Regeln zu entwickeln. Wenn die Geschäftsführung weiterhin durch Familiengesellschafter ausgeübt wird, entstehen an dieser Stelle in der Praxis während der Beteiligungsphase oftmals die größten Konflikte. Denn plötzlich muss sich der ehemals völlig frei agierende Unternehmer mit seinem neuen Gesellschafter regelmäßig abstimmen, was zu Missmut und Streit führen kann.

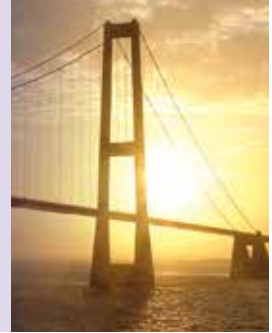
Neben einer langfristigen Unternehmensstrategie sind in diesem Rahmen die Rechte der Gesellschafter, die für die Familie den künftigen Einfluss des Finanzinvestors einschätzbar machen, sowie die Informationspflichten zu definieren.

Wesentlich für den Erfolg eines gemeinsamen Engagements ist die persönliche Chemie der handelnden Personen untereinander. Ihre Bedeutung wird häufig unterschätzt. Vielfach wird das gemeinsame Unternehmen von den Familiengesellschaftern als eine Art imaginäres Familienmitglied erlebt. Dieses zum Teil der Obhut einer familienfremden Person zu überantworten, stellt für die Familie zu Beginn einer Partnerschaft eine große Herausforderung dar. Da der Finanzinvestor als Co-Eigentümer eines Familienunternehmens gleichzeitig auch Einflussberechtigter wird, sollte er zudem über spezifisches Wissen und Verständnis für die Besonderheiten von Familienunternehmen (diese werden auch als Familien-Faktor bezeichnet) verfügen. Eine erfolgreiche Historie mit entsprechenden Referenzen ist ein wichtiges Auswahlkriterium, welches jede Gesellschafterfamilie sorgfältig prüfen sollte.

### Zehn Fragen, die sich die Gesellschafterfamilie vor der Entscheidung für einen Private Equity-Investor stellen sollte:

- Wieviel Erfahrung hat die Private Equity-Gesellschaft speziell bei der Finanzierung von Familienunternehmen?
- Welche Finanzierungsinstrumente hat der Investor im Angebot und wie strukturiert er sie?
- Passt die vom Investor geplante Finanzierungsstruktur zu unseren Anforderungen und Vorstellungen?
- Gewährt uns die Private Equity-Gesellschaft genug Handlungsspielraum und Eigenständigkeit?
- Wie wird die Zusammenarbeit aussehen und in welcher Form wird das Management beteiligt sein?
- Welcher Zeitrahmen ist für die Beteiligung vorgesehen, und wie viele Jahre ist der Investor durchschnittlich an anderen Unternehmen beteiligt?
- Wie können wir von den Kontakten des Investors profitieren, verfügt er über ein Netzwerk von erfahrenen Beratern und Experten aus unserer Branche?
- Welche Unternehmen vertrauen bereits auf den Investor?
- Passt der Investor wirklich zu uns und unserer Unternehmensphilosophie?
- Wessen Mittel investiert die Private Equity-Gesellschaft?

## 5 Beteiligungsprozess



Grundsätzlich lässt sich der Beteiligungsprozess in drei Phasen gliedern: Die Investitions-, die Beteiligungs- und die Desinvestitionsphase.

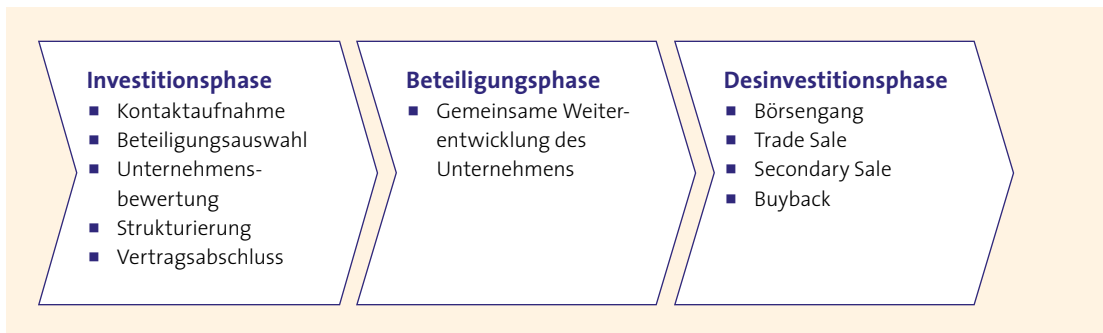


Abbildung 8: Phasen eines Beteiligungsprozesses.  
Quelle: Eigene Darstellung.

### Investitionsphase:

Diese umfasst den Zeitraum bis zum Vertragsabschluss. Sie gliedert sich wiederum in die Abschnitte Kontaktaufnahme, Beteiligungsauswahl, Bewertung, Dealstrukturierung und Vertragsabschluss.

Die Kontaktaufnahme kann sowohl durch den Familienunternehmer als auch durch den Finanzinvestor erfolgen. Häufig vermitteln auch Banken, andere Private Equity-Gesellschaften und Corporate Finance-Beratungen oder Wirtschaftsprüfer und persönliche Netzwerke den passenden Partner.

Der danach folgende Prozess der Beteiligungsauswahl beinhaltet intensive Gespräche des Investors mit dem Familienunternehmer zur Prüfung des Geschäftsmodells der Unternehmung. Diese Prüfung wird im Rahmen einer ausführlichen Due Diligence durch externe Berater in der Folge nochmals validiert. Die Due Diligence-Felder umfassen die Bereiche Finanzwesen, hier vor allem die Finanzplanung, das Rechnungswesen, Recht, Umweltrisiken, Informationssysteme, Organisation sowie Strategie und Marktbearbeitung.

Idealerweise entwickeln die zukünftigen Partner bereits in dieser Phase der möglichen Beteiligung ein gemeinsames Grundverständnis über die Strategie und die damit verbundenen operativen Mittel zu deren Umsetzung. Je nach Transaktionsstruktur, die sich aus dem Ziel und Anlass des Engagements des Finanzinvestors ableiten lässt, steht am Ende des Beteiligungsabschlusses die Vertragsgestaltung und die Strukturierung der Passivseite der Unternehmensbilanz. Die Transaktion wird entweder als eine Kapitalerhöhung umgesetzt oder als ein so genannter „Leveraged Buyout“, bei dem die alte Finanzierungsstruktur durch Neuaufnahme von Eigen- und Fremdkapital abgelöst wird.

### Beteiligungsphase:

Die Zeit nach Abschluss des Beteiligungsvertrags wird dominiert durch die Umsetzung der erarbeiteten Unternehmensstrategie. Hier wird der Finanzinvestor über die ihm aus der Corporate Governance zustehenden Rechte aktiv Einfluss nehmen. Dies geschieht, indem er das Management bei strategischen Fragen berät, sein internationales und nationales Netzwerk sukzessiv dem Beteiligungsunternehmen öffnet und somit nicht nur im Rahmen eines passiven Controllings, sondern

## 5 Beteiligungsprozess

# 5

durch aktive Unterstützung dem Unternehmen und dem Management strukturiert nachhaltigen Mehrwert zuführt.

### **Desinvestitionsphase:**

Die Partnerschaft auf Zeit endet mit dem Ausstieg der Private Equity-Gesellschaft (Exit). Da dem Exit-Kanal eine besondere Bedeutung für den Erfolg einer Private Equity-Investition zukommt, wird die Form des Ausstiegs meist schon bei der Strukturierung festgelegt und in den Beteiligungsvertrag aufgenommen. Generell bieten sich vier Exit-Kanäle an, an deren Ende neue Eigentumsverhältnisse in dem Familienunternehmen stehen.

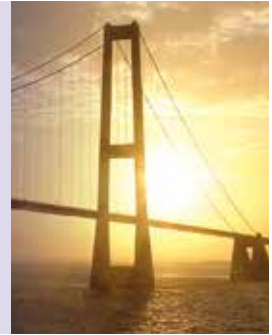
Für mittelständische Familienunternehmen spielen insbesondere Trade Sale, Secondary Sale und Buyback eine wichtige Rolle. Börsengänge gibt es hier aufgrund der eher traditionellen Ausrichtung und für einen IPO meist nicht ausreichenden Größe seltener. Der Exit-Kanal kann dabei je nach Ziel der Unternehmerfamilie gewählt werden und sollte schon Bestandteil des Beteiligungsvertrags sein.

14

- Beim Börsengang (IPO) werden Gesellschaftsanteile des Unternehmens an der Börse in Form von Aktien verkauft.
- Der Trade Sale bedeutet den Verkauf an einen strategischen oder industriellen Investor.
- Beim Secondary Sale verkauft die Private Equity-Gesellschaft ihre Anteile am Unternehmen an eine andere Private Equity-Gesellschaft. Die Gründe dafür liegen unter anderem in unterschiedlichen Investitionsstrategien und unterschiedlicher Expertise von Finanzinvestoren.
- Beim Buyback werden die Anteile der Private Equity-Gesellschaft am Unternehmen durch die Altgesellschafter wieder zurückgekauft.

## 6 Beteiligungsvertrag

# 6



Kern einer Beteiligungsvereinbarung ist die Festbeschreibung der gemeinsamen Erwartung an die Unternehmensentwicklung und die Mechanismen der Zusammenarbeit im Gesellschafterkreis. Da der wesentliche Faktor für eine erfolgreiche Unternehmensentwicklung die Gleichrichtung der Interessen von Familienunternehmer und Investor ist, sollten diese ihren Niederschlag in der definierten Corporate Governance im Beteiligungsvertrag finden.

Die Vereinbarung beinhaltet neben den Einstiegsparametern die angestrebte Wertsteigerung und die eingesetzten Hebel während der Beteiligungsphase sowie den Exit. Über diese Eckpunkte und ihre möglichen Folgen sollten sich die Parteien einig sein, bevor die Details vertraglich fixiert werden.

### Wichtigste Vertragsbestandteile

Unternehmensbewertung  
(bei Einstieg und Exit)

Mitspracherechte

Katalog zustimmungspflichtiger Geschäfte

Exit-Kanal

Exit-Klauseln

Ein zentraler Vertragsbestandteil ist die Methodik der Unternehmensbewertung, die beim Einstieg und Ausstieg des Investors angewendet wird. Um Differenzen zwischen den Parteien bei der Desinvestition vorzubeugen, sollte schon im Beteiligungsvertrag die spätere Bewertungsmethode vereinbart werden. Für die Beteiligungsphase sind die Mitspracheregeln und der Katalog zustimmungspflichtiger Geschäfte zu definieren.

Mit Blick auf die Desinvestitionsphase sollten insbesondere Exit-Kanal und -Klauseln abgestimmt werden. Häufig wünschen Unternehmerfamilien eine Call Option, um später zu definierten Bedingungen die Anteile des Finanzinvestors zurückkaufen zu können (Family Buyback). Verbunden mit einer Call Option ist in der Regel eine Mindesthaltedauer von etwa drei bis fünf Jahren sowie eine jährliche Mindestverzinsung. Übt die Familie in einer gewissen Zeitspanne die Call Option nicht aus, hat wiederum der Finanzinvestor eine Option, diesmal in Form eines Puts. Das heißt, er kann seine Anteile zu definierten Bedingungen an die Familie verkaufen. Nimmt diese den Put nicht an, zum Beispiel weil sie nicht über die notwendigen finanziellen Reserven verfügt, kann der Finanzinvestor die Familie zur Mitveräußerung verpflichten, das heißt, er kann alle Anteile, auch die der Familie, an einen Dritten verkaufen. Möchte die Unternehmerfamilie die Mitveräußerungspflicht umgehen, weil sie noch nach dem Exit des Finanzinvestors im Unternehmen engagiert bleiben möchte, sollte sie dies von Anfang an vertraglich fixieren.

Abbildung 9: Wichtige Vertragsbestandteile bei der Aufnahme eines Private Equity-Investors.  
Eigene Darstellung.

## 7 Unternehmenswert

# 7



Der Preis für ein Unternehmen ist der Marktwert aus Angebot und Nachfrage. Zur Ermittlung des Kaufpreises werden Verfahren zur Unternehmensbewertung eingesetzt. In der Praxis wird dabei vor allem auf zwei Verfahren zurückgegriffen: auf das Discounted Cashflow-Verfahren und die Multiple-Methode. Bei erstem werden die zukünftigen Cashflows auf den Barwert abgezinst. Die Multiple-Methode beinhaltet hingegen die Multiplikation von Ergebniskennzahlen, zum Beispiel des EBIT, mit einem Faktor, welcher aus vergleichbaren Transaktionen ermittelt wird. Für die Bewertung eines Unternehmens sind neben den historischen Finanzkennzahlen insbesondere die Prognosen relevant. Finanzinvestoren benötigen immer eine Mehrjahresplanung, die plausibilisiert und für die Berechnung verschiedener Szenarien genutzt werden kann.

Bei der Unternehmensbewertung muss zwischen Enterprise Value (auch Entity Value genannt), also dem „Unternehmenswert“, und dem Equity Value, dem „Eigenkapitalwert“ und Kaufpreis, unterschieden werden. Für eine erste Schätzung wird häufig die Multiple-Methode genutzt. Von dem hierbei errechneten Wert werden anschließend die Nettofinanzverbindlichkeiten abgezogen, dies ergibt den Equity Value.

Finanzinvestoren stellen rein auf den monetären Wert eines Unternehmens ab. Auch wenn dieser durch bestimmte Methoden ungefähr ermittelt werden kann, muss bedacht werden, dass er immer ein Verhandlungsergebnis darstellt. Der Wert kann von vielen externen Faktoren, wie zum Beispiel Zeitpunkt, Konjunktur und Marktlage, stark beeinflusst werden. Um solchen weichen Parametern gerecht zu werden, gibt es bei vielen Beteiligungsverträgen Anpassungsgrößen, die auch mögliche zukünftige Entwicklungen teilweise abbilden, wie beispielsweise Earn Out-Regelungen. Dabei ist ein Teil des vereinbarten Kaufpreises vom tatsächlichen zukünftigen Erfolg des Zielunternehmens abhängig.

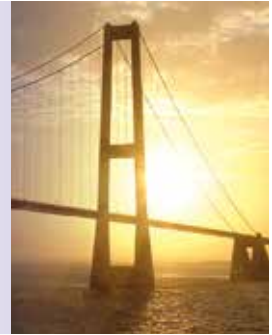
### Zehn Fragen zur Vorbereitung des Familienunternehmers auf das Thema Unternehmensbewertung:

- Steht Ihr Unternehmen als Ganzes zum Verkauf, ist die Veräußerung eines einzelnen Bereichs geplant oder ist eine Kapitalerhöhung gewünscht?
- Wie haben sich die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage in den vergangenen drei Geschäftsjahren entwickelt?
- Liegt eine G&V-, Bilanz- und Cashflow-Planung vor und sind die zugrunde liegenden Annahmen durch eine Due Diligence plausibilisiert?
- Wie hoch sind die Netto-Finanzverbindlichkeiten, das heißt die verzinslichen Verbindlichkeiten zuzüglich der Pensionsrückstellungen und abzüglich der flüssigen Mittel?
- Wie viel Prozent des Investitionsvolumens sind Erweiterungsinvestitionen, wie viel Prozent Ersatzinvestitionen?
- Gibt es Goodwill-Abschreibungen?
- Verfügen Sie über nicht-betriebsnotwendiges Vermögen, wie etwa nicht genutzte Grundstücke oder Immobilien?
- Wurden für das Unternehmen oder den Unternehmensteil in der jüngeren Vergangenheit Bewertungen vorgenommen oder liegen Ihnen bereits Kaufpreisangebote vor?
- Welches sind Ihre (börsennotierten) Wettbewerber, und welche Unternehmen haben ein mit Ihrer Gesellschaft vergleichbares Markt- und Branchenrisiko?
- Ist der Markt, in dem Sie tätig sind, in einer jungen, dynamischen Wachstumsphase oder hat bereits ein gewisser Reifeprozess eingesetzt?



## 8 Wie profitiert das Familienunternehmen von der Wertsteigerung?

# 8



Empirische Untersuchungen zeigen, dass vom Engagement eines Finanzinvestors Unternehmen und Familie gleichermaßen profitieren können. Entscheidend dafür ist ein einheitliches Verständnis der Spielregeln. Dann kann daraus eine erfolgreiche Partnerschaft auf Zeit werden, bei der auch der Unternehmenswert gesteigert wird.

Finanzinvestoren verfügen über unterschiedliche Methoden und Werkzeuge, um gemeinsam mit dem Familienunternehmer den Wert eines Unternehmens zu erhöhen. Diese Instrumente werden häufig miteinander kombiniert. Besonderen Stellenwert haben dabei die Werkzeuge Strategie und operative Begleitung sowie der Einsatz des Netzwerks des Finanzinvestors. Aufgrund stärkerer Konjunkturschwankungen und Herausforderungen infolge der zunehmenden Globalisierung haben diese Instrumente in den vergangenen Jahren stark an Bedeutung gewonnen. Das Financial Engineering, also die Optimierung der Kapital- und Steuerstruktur, wie auch Anreizsysteme/Monitoring gehören heute ebenso zum grundlegenden Handwerkzeug eines Finanzinvestors.

In einer globalisierten Welt ist es insbesondere für mittelständische Familienunternehmen wichtig, bei der häufig durch die Kunden vorgegebenen Internationalisierung des Vertriebs und der Produktion oder beim Zukauf eines komplementären Unternehmens von Anfang an die richtigen Gesprächs- und Geschäftspartner in den relevanten Ländern und Märkten zu finden. Hier verfolgen viele Beteiligungsgesellschaften den Ansatz mit eigenen Kooperationspartnern, die sie schon lange kennen. Einige Finanzinvestoren verfügen auch über Büros in genau den relevanten Märkten, sodass sie ihren Portfoliounternehmen den Weg bahnen können.

In vielen Fällen verfügen Investoren über ein Expertennetzwerk. Dies enthält häufig ehemalige Manager multinationaler Unternehmen, die infolge ihrer bisherigen Tätigkeit über ausgesprochen gute Kontakte in die relevanten Länder und Märkte verfügen. Auch kann von dem vorhandenen Erfahrungsschatz der Private Equity-Gesellschaft aus anderen Portfoliounternehmen, die ähnliche Marktdynamiken oder Branchenstrukturen aufweisen, profitiert werden. Diese Netzwerkpartner sollte sich der an der Aufnahme von Eigenkapital interessierte Unternehmer schon in der Beteiligungsphase vorstellen lassen. So kann über diesen Dialog der Mehrwert verifiziert und validiert werden.

## 9 Zusammenfassung

# 9



Mit Private Equity verfügen Familienunternehmen über eine Finanzierungsalternative, die ihren Handlungsspielraum deutlich erweitert und bei konkreten Beteiligungsanlässen sowohl für das Unternehmen als auch für den Investor Mehrwert bietet. Wenn beide Parteien ihre jeweiligen Stärken erkennen und in die Partnerschaft einbringen, stehen die Chancen für eine erfolgreiche Beteiligung sehr gut.

Voraussetzung ist dabei allerdings immer, dass sowohl der Unternehmer als auch die Private Equity-Gesellschaft ihre Interessen klar kommunizieren, alle wichtigen Punkte vertraglich von vornherein schriftlich festlegen und sich bewusst sind, dass sie künftig für einen festgelegten Zeitraum an einem Strang ziehen müssen.

Private Equity ist aktives, intelligentes Kapital und kann auf die jeweiligen Bedingungen der Familie und des Unternehmens individuell angepasst werden.

Die wichtigsten Eckpunkte für eine erfolgreiche Investorenwahl sind:

- Durch Private Equity-Beteiligungen an Familienunternehmen kann der Unternehmenswert gesteigert werden. Die Familie profitiert durch Wertschöpfung primär während der Beteiligungsphase. Insbesondere von der Expertise der Finanzinvestoren in den Bereichen Corporate Governance, Finanzierung, Akquisitionen und Strategie kann das Familienunternehmen lernen.
- Trotzdem muss den Familiengeschaftern bewusst sein, dass Private Equity-Gesellschaften Partner auf Zeit sind und einer anderen Geschäftslogik folgen. Realisierung und Monetarisierung der Wertsteigerung sind zentrale Bestandteile des Geschäftsmodells. Folglich gibt es eine durchaus ergänzende, aber grundsätzlich andere Entscheidungslogik als die typischerweise in Unternehmerfamilien vorhandene Fokussierung auf „Enkelfähigkeit“ des Unternehmens.
- Der Auswahl des richtigen Partners kommt eine große Bedeutung zu. Der Private Equity-Markt für Beteiligungen an Familienunternehmen ist wegen der begrenzten Anzahl von etablierten Anbietern im deutschsprachigen Raum sehr überschaubar.
- Familienunternehmen sollten bei den Verhandlungen mit dem Investor darauf achten, dass dieser über ein Bewusstsein für die Besonderheiten von Familienunternehmen verfügt. Zudem muss das Profil der jeweiligen Private Equity-Gesellschaft zu den Anforderungen des Unternehmens passen. Die Anforderungen lassen sich vom Beteiligungsanlass herleiten.
- Im Beteiligungsvertrag sind alle wichtigen Elemente der Beteiligung zu erfassen, von Beginn der Partnerschaft bis hin zu den gewählten Ausstiegsszenarien.

## Literatur/Kontakt



### Literatur

Achleitner, A.K./Schraml, S.C./Klöckner, O.: Wie professionell ist die Unternehmensfinanzierung tatsächlich? (2008). Center for Entrepreneurial and Financial Studies, Alphazirkel, Droewe & Comp.: München.

Berthold, F.: Familienunternehmen im Spannungsfeld zwischen Wachstum und Finanzierung (2010). Schriften zu Familienunternehmen Band 4. Herausgegeben vom Wittener Institut für Familienunternehmen. Eul Verlag: Lohmar.

Böttger, A.: Turn-Around Equity für Familienunternehmen (2011). In: Rösen, T. A. (Hrsg.): Familienunternehmen erfolgreich sanieren. S. 295 - 308.

BVK: BVK Statistik. Das Jahr 2008 in Zahlen (2009). Quelle: [www.bvkap.de/privateequity.php/cat/42/aid/440/title/Jahresstatistik\\_2008](http://www.bvkap.de/privateequity.php/cat/42/aid/440/title/Jahresstatistik_2008).

Prym, Ch.: Private Equity aus Sicht der Unternehmerfamilie: Was bei der Auswahl des richtigen Partners zu beachten ist (2011). In: Gesellschafterkompetenz – Die Verantwortung der Eigentümer von Familienunternehmen, EQUA Stiftung (Hrsg.). EQUA Schriftenreihe Band 10/2011. Unternehmer Medien GmbH: Bonn. S. 270-278.

Prym, Ch.: Private Equity und Familienunternehmen – monetäre und nicht-monetäre Ziele. Acht positive Fallstudien (2010). EQUA Schriftenreihe Band 7/2010. Unternehmer Medien GmbH: Bonn.

Prym, Ch.: Minderheitsbeteiligungen bei Familienunternehmen (2011). In: DZ Equity Partner Rundbrief, DZ Equity Partner GmbH: Frankfurt am Main. S. 14-15.

Prym, Ch.: Familienunternehmen und Beteiligungskapital (2011). Schriften zu Familienunternehmen, Band 7. Wittener Institut für Familienunternehmen (Hrsg.). EUL Verlag: Lohmar.

Redlefsen, M./Eiben, J.: Finanzierung von Familienunternehmen (2006). Intes Zentrum für Familienunternehmen: Vallendar.

Rösen, T. A.: Krisen und Krisenmanagement in Familienunternehmen – Schwachstellen erkennen, Lösungen erarbeiten, Existenzbedrohungen meistern (2009). Gabler: Wiesbaden.

Rösen, T. A. (Hrsg.): Familienunternehmen erfolgreich sanieren. Der Einfluss des Familienfaktors bei Restrukturierungen (2011). Erich Schmidt Verlag: Berlin.

Wimmer, R., Rösen, T. A. et al.: Familienunternehmen und die aktuelle Wirtschaftskrise – Eine empirische Bestandsaufnahme (2009). Stiftung Familienunternehmen: München.

Wimmer, R.: Die besondere Vitalität von Familienunternehmen. Die aktuelle Weltwirtschaftskrise und wie Familienunternehmen sie bewältigen (2011). In: Schindler, H. et al. (Hrsg.): Systemische Horizonte. Vandenhoeck und Ruprecht: Göttingen. S. 221 - 233.

### Kontakt

Dr. Tom A. Rösen / Prof. Dr. Rudolf Wimmer  
Universität Witten/Herdecke  
WIFU – Wittener Institut für Familienunternehmen  
Alfred-Herrhausen-Straße 50  
58448 Witten  
E-Mail: [tom.ruesen@uni-wh.de](mailto:tom.ruesen@uni-wh.de)  
Telefon: +49 (0) 2302 926 519  
[www.wifu.de](http://www.wifu.de)

Martin Völker / Christian Futterlieb /  
Dr. Christian Prym  
VR Equitypartner GmbH  
(vormals: DZ Equity Partner GmbH)  
Platz der Republik  
60265 Frankfurt am Main  
E-Mail: [mail@vrep.de](mailto:mail@vrep.de)  
Telefon: +49 (0) 69 7447 7209  
[www.vrep.de](http://www.vrep.de)

Gestaltung: Designbüro Schönfelder GmbH, Essen

