



Stiftung
Familienunternehmen

Private Equity in Familienunternehmen

Erfahrungen mit Minderheitsbeteiligungen



Ann-Kristin Achleitner, Stephanie C. Schraml, Florian Tappeiner

**Private Equity in Familienunternehmen
Erfahrungen mit Minderheitsbeteiligungen**

Impressum

Herausgeber:



Stiftung Familienunternehmen

Rt|p| tgi gpv|pwtc'g'72

F "/": 275: München

Tel.: +49 (0) 89 / 12 76 400 02

Fax: +49 (0) 89 / 12 76 400 09

Email: info@familienunternehmen.de

www.familienunternehmen.de



Autoren:

Univ.-Prof. Dr. Dr. Ann-Kristin Achleitner

Dipl.-Kffr. Stephanie C. Schraml

Dipl.-Wirt.-Ing. Florian Tappeiner

Center for Entrepreneurial and Financial Studies (CEFS)

Technische Universität München (TUM) | Arcisstr. 21 | 80333 München

Tel: +49(0)89.289.25489 | Fax: +49(0)89.289.25488 | Email: contact@cefs.de

Internet: <http://www.cefs.de>

Bibliographische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über

< <http://dnb.d-nb.de> > abrufbar.

Dieses Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung der Autoren unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

© Stiftung Familienunternehmen

Herstellung und Verlag: Books on Demand GmbH, Norderstedt

ISBN-13: 978-3-8370-2707-5

Inhalt

Inhalt.....	V
Abbildungsverzeichnis	IX
Abkürzungsverzeichnis	XIII
Vorwort.....	1
Executive Summary.....	5
1. Einleitung und Zielsetzung.....	9
2. Methodologie.....	11
2.1 Grundlegende Definitionen	11
2.2 Qualitativer Forschungsansatz	12
2.2.1 Datenerhebung und -auswertung.....	12
2.2.2 Charakterisierung der Stichprobe.....	14
2.3 Struktur der Ergebnisse	17
2.4 Allgemeine Anmerkungen und Darstellung der Ergebnisse	18
3. Motivation und Anbahnung der Minderheitsbeteiligung.....	19
3.1 Motivation der Minderheitsbeteiligung.....	19
3.1.1 Anlass der Finanzierung.....	19
3.1.2 Wahl der Minderheitsbeteiligung als Finanzierungsform.....	21
3.1.3 Alternative Finanzierungsformen.....	23
3.1.4 Vorbehalte gegenüber der Minderheitsbeteiligung	24
3.2 Anbahnung der Minderheitsbeteiligung.....	26
3.2.1 Vorbereitung.....	27
3.2.1.1 Unterstützung durch Berater und Intermediäre	27
3.2.1.2 Erfahrung mit Private-Equity-Gesellschaften	28
3.2.1.3 Kontaktaufnahme.....	29
3.2.1.4 Zusätzliche Anmerkungen zur Vorbereitung	30
3.2.2 Verkaufsprozess	30
3.2.2.1 Art des Verkaufsprozesses.....	30
3.2.2.2 Dauer des Verkaufsprozesses	31
3.2.2.3 Due Diligence	32
3.2.2.4 Unternehmensbewertung	33
3.2.3 Auswahl der Private-Equity-Gesellschaft	34
3.2.3.1 Entscheidungskriterien	34

3.2.3.2	Klassifizierung von Private-Equity-Gesellschaften.....	36
3.3	Zwischenfazit	39
4.	Ausgestaltung der Minderheitsbeteiligung.....	41
4.1	Einführende Überlegungen	41
4.2	Regelungen vor Anteilsverkauf.....	43
4.2.1	Absichtserklärung.....	43
4.2.2	Anteilskauf- und Übertragungsvertrag.....	43
4.3	Gesellschaftsvertrag	44
4.3.1	Einordnung des Gesellschaftsvertrags.....	44
4.3.2	Geschäftsführung und Zustimmungsvorbehalte.....	45
4.3.2.1	Zustimmungsvorbehalte	45
4.3.2.2	Sonderrechte der Private-Equity-Gesellschaft.....	47
4.3.2.3	Finanz- und Investitionsplanung	48
4.3.2.4	Informationspflichten	48
4.3.3	Beirat	49
4.3.3.1	Einrichtung	50
4.3.3.2	Zusammensetzung	50
4.3.3.3	Rechte und Befugnisse	51
4.3.4	Jahresabschluss, Gewinnverwendung, Liquidation	53
4.3.4.1	Ergebnisverwendung	53
4.3.4.2	Verteilung des Liquidationserlöses	54
4.4	Gesellschaftervereinbarung.....	55
4.4.1	Einordnung der Gesellschaftervereinbarung.....	55
4.4.2	Vorerwerbsrechte	56
4.4.3	Mitveräußerungsrechte.....	57
4.4.4	Mitnahmerecht.....	57
4.4.5	Vordefinierte Kaufoption und Verkaufsoption	59
4.4.6	Absichtserklärungen zum Ausstieg.....	61
4.5	Zwischenfazit	63
5.	Auswirkungen der Minderheitsbeteiligung.....	67
5.1	Auswirkungen auf die Unternehmensbereiche	67
5.1.1	Corporate Governance.....	67
5.1.2	Management	68
5.1.3	Reporting und Controlling	71
5.1.4	Finanzierung.....	72
5.1.5	Außenwirkung.....	73

5.1.6	Überblick der Auswirkungen auf die Unternehmensbereiche	74
5.2	Auswirkungen auf die Unternehmensentwicklung	75
5.2.1	Umsatz.....	75
5.2.2	Mitarbeiter.....	77
5.2.3	Profitabilität.....	78
5.2.4	Finanzierungssituation	79
5.2.5	Internationalisierung.....	80
5.2.6	Innovationsfähigkeit.....	81
5.2.7	Überblick über den Einfluss auf die Unternehmensentwicklung.....	82
5.3	Zufriedenheit mit der Minderheitsbeteiligung	83
5.3.1	Zufriedenheit des Familienunternehmens mit der Private-Equity- Gesellschaft	83
5.3.2	Zufriedenheit der Private-Equity-Gesellschaft mit der finanziellen Rendite.....	84
5.4	Zwischenfazit	85
6.	Fazit.....	87
7.	Handlungsempfehlungen.....	89
	Literatur	93

Abbildungsverzeichnis

Abb. 1: Studienablauf und Methodologie	12
Abb. 2: Kategorisierung der Stichprobe	15
Abb. 3: Eigenschaften der Stichprobe	16
Abb. 4: Aufbau und Struktur der Ergebnisse	17
Abb. 5: Beweggründe für eine Minderheitsbeteiligung einer Private-Equity-Gesellschaft	19
Abb. 6: Einzeln oder in Kombination auftretende Finanzierungsanlässe der befragten Unternehmen	21
Abb. 7: Ausschlaggebende Faktoren für die Wahl einer Minderheitsbeteiligung, falls Finanzierungsanlass durch Unternehmen bedingt.....	22
Abb. 8: Ausschlaggebende Faktoren für die Wahl einer Minderheitsbeteiligung, falls Finanzierungsanlass durch Gesellschafter bedingt.....	23
Abb. 9: Vorbehalte gegenüber einer Minderheitsbeteiligung von Familienunternehmen, die sich trotzdem für eine Minderheitsbeteiligung entschieden haben.....	25
Abb. 10: Vorbehalte gegenüber einer Minderheitsbeteiligung von Familienunternehmen, die sich gegen eine Minderheitsbeteiligung und für eine Mezzanine-Finanzierung entschieden haben.....	26
Abb. 11: Wichtige Prozessschritte bei der Anbahnung einer Minderheitsbeteiligung - Überblick.....	27
Abb. 12: Nutzung von Beratern durch Familienunternehmen	28
Abb. 13: Erfahrung von Familienunternehmen mit Private-Equity-Gesellschaften vor der Minderheitsbeteiligung.....	28
Abb. 14: Kontaktaufnahme der Familienunternehmen mit den Private-Equity-Gesellschaften.....	29
Abb. 15: Art des Verkaufsprozesses	31
Abb. 16: Entscheidungskriterien der Familienunternehmen	35
Abb. 17: Mögliche Klassifizierung von Private-Equity-Gesellschaften	36
Abb. 18: Eigenschaften ausgewählter Private-Equity-Gesellschaften mit Minderheitsbeteiligungen.....	38
Abb. 19: Gründe für die Wichtigkeit vertraglicher Regelungen im Rahmen einer Minderheitsbeteiligung	41
Abb. 20: Wichtige vertragliche Elemente der Minderheitsbeteiligung – von der Absichtserklärung bis zum Ausstieg	42

Abb. 21: Verträge und rechtliche Organe einer Minderheitsbeteiligung – Überblick	44
Abb. 22: Elemente des Gesellschaftsvertrags	45
Abb. 23: Häufigkeit des Einsatzes von Zustimmungsvorbehalten.....	46
Abb. 24: Existenz von Sonderrechten bei schlechter Unternehmensentwicklung	47
Abb. 25: Differenzierungskriterien zwischen Beirat und Aufsichtsrat	49
Abb. 26: Existenz und Zeitpunkt der Einrichtung des Beirats	50
Abb. 27: Verteilung der Mitgliederzahlen im Beirat.....	51
Abb. 28: Häufigkeit möglicher Beiratsfunktionen aus Sicht der Familienunter- nehmen	52
Abb. 29: Schematische Einordnung der Gesellschaftervereinbarung	55
Abb. 30: Elemente der Gesellschaftervereinbarung.....	56
Abb. 31: Häufigkeit des Mitnahmerechts für Private-Equity-Gesellschaften.....	58
Abb. 32: Mögliche Szenarien bei Kauf- und Verkaufsoptionen	60
Abb. 33: Häufigkeit von Kauf- und/oder Verkaufsoptionen bei Minderheits- beteiligungen von Private-Equity-Gesellschaften	60
Abb. 34: Häufigkeit der angestrebten Ausstiegsart.....	62
Abb. 35: Häufigkeit der realisierten Ausstiegsart	63
Abb. 36: Mögliche Auswirkungen - Überblick.....	67
Abb. 37: Bewertung der Auswirkungen auf die Corporate Governance.....	68
Abb. 38: Bewertung der Auswirkungen auf das Management.....	69
Abb. 39: Bewertung der Auswirkungen auf das Reporting und Controlling	71
Abb. 40: Bewertung der Auswirkungen auf die Finanzierung.....	72
Abb. 41: Bewertung der Auswirkungen auf die Außenwirkung.....	73
Abb. 42: Auswirkungen auf die einzelnen Unternehmensbereiche - Überblick	75
Abb. 43: Bewertung der Auswirkungen auf den Umsatz.....	76
Abb. 44: Bewertung der Auswirkungen auf die Mitarbeiteranzahl	77
Abb. 45: Bewertung der Auswirkungen auf die Profitabilität.....	78
Abb. 46: Bewertung der Auswirkungen auf die Finanzierungssituation	79
Abb. 47: Bewertung der Auswirkungen auf die Internationalisierung.....	80
Abb. 48: Bewertung der Auswirkungen auf die Innovationsfähigkeit.....	81
Abb. 49: Einfluss auf die Unternehmensentwicklung - Überblick.....	82

Abb. 50: Zufriedenheit der Familienunternehmen mit der Minderheitsbeteiligung und Private-Equity-Gesellschaft.....	83
Abb. 51: Zufriedenheit der Private-Equity-Gesellschaft mit der erzielten Rendite aus Sicht der Familienunternehmer.....	85

Abkürzungsverzeichnis

AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
BVK	Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften
CEFS	Center for Entrepreneurial and Financial Studies
DIW	Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbH & Co. KG	Kommanditgesellschaft mit einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung als Komplementärin
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
IfM	Institut für Mittelstandsforschung
IPO	Initial Public Offering
KG	Kommanditgesellschaft
M&A	Mergers & Acquisitions
MBG	Mittelständische Beteiligungsgesellschaft
MitbestG	Mitbestimmungsgesetz
PEG	Private-Equity-Gesellschaft
Rdnr.	Randnummer
TUM	Technische Universität München

Vorwort

Familienunternehmen rücken immer stärker in das Blickfeld der Gesellschaft. Die große Aufmerksamkeit für diese spezifische Unternehmensgruppe rührt dabei von ihrer Rolle als zentraler Leistungsträger der deutschen Wirtschaft. Familienunternehmen müssen jedoch auch erheblichen unternehmerischen und familiären Herausforderungen gegenüberstehen. Konflikte innerhalb der Familie, Nachfolgeprobleme und Finanzierungsengpässe sind nur einige, wenn auch sehr wichtige Beispiele hierfür.

Demzufolge gilt es, Familienunternehmen Lösungsmöglichkeiten für diese Probleme aufzuzeigen und gewonnene Erkenntnisse aus Wissenschaft und Praxis umsetzungsorientiert zu vermitteln. An dieser Stelle setzt die vorliegende Studie an. Sie widmet sich der Thematik der Unternehmensfinanzierung und konzentriert sich dabei auf Minderheitsbeteiligungen von Private-Equity-Gesellschaften.

Die öffentliche Diskussion um die Eignung von Private Equity für Familienunternehmen leidet vielfach unter der undifferenzierten Betrachtung dieser Finanzierungsform. Bisherige Untersuchungen und Debatten fokussieren sich fast ausschließlich auf Mehrheitsbeteiligungen. Dabei konzentrieren sie sich zudem meist auf einzelne Transaktionen zum Teil sehr offensiv agierender internationaler Finanzinvestoren. Dabei wird der Eindruck vermittelt, dass Konflikte zwischen den Private-Equity-Gesellschaften und den Familienunternehmern respektive Familienunternehmen unumgänglich sind.

Minderheitsbeteiligungen vor allem moderaterer, häufig inländischer Private-Equity-Gesellschaften bleiben dagegen weitgehend unbeachtet. Da sich jedoch sowohl durch die jeweilige Beteiligungsform als auch die Wahl der individuellen Private-Equity-Gesellschaft große Unterschiede für das Familienunternehmen ergeben können, ist eine differenzierte Betrachtung von Private-Equity-Finanzierungen erforderlich.

Das Ziel der vorliegenden Studie ist daher, Minderheitsbeteiligungen von Private-Equity-Gesellschaften auf Basis tatsächlicher Erfahrungswerte zu untersuchen und die Transparenz in diesem viel diskutierten Bereich zu erhöhen.

Damit will diese Studie einen grundlegenden Beitrag zum Abbau in der Gesellschaft herrschender Vorurteile und Pauschalisierungen leisten. Mit konkreten Handlungsempfehlungen hat die Studie einen Service-Charakter für Familienunternehmen als auch Private-Equity-Investoren. Sie kann daher einen wichtigen Schritt zur gegenseitigen Annäherung und erfolgreichen Zusammenarbeit darstellen.

München, im April 2008



Prof. Dr. Dr. Ann-Kristin Achleitner

Stuttgart, im April 2008



Prof. Dr. Brun-Hagen Hennerkes

Danksagung

Kernstück dieser Arbeit sind die Erfahrungsberichte und Aussagen der Familienunternehmen, Private-Equity-Gesellschaften, Rechtsanwälte, M&A-Berater, professionellen Beiratsmitglieder sowie der Vertreter von Medien und Gewerkschaften, die bereit waren, uns ausführlich und ehrlich Auskunft zu geben.

Ohne die Unterstützung dieser Gesprächspartner wäre die vorliegende Studie nicht möglich gewesen. Wir bedanken uns daher ganz herzlich für die Teilnahmebereitschaft, Offenheit sowie das entgegengebrachte Vertrauen der Studienteilnehmer, deren Namen wir aus Gründen der Vertraulichkeit leider nicht nennen können.

Executive Summary

Die vorliegende Untersuchung des Center for Entrepreneurial and Financial Studies (CEFS) an der Technischen Universität München (TUM) analysiert die Eignung von Minderheitsbeteiligungen von Private-Equity-Gesellschaften für Familienunternehmen. Die Arbeit basiert dabei auf Erfahrungsberichten von Familienunternehmen, Private-Equity-Gesellschaften und Experten. Folgendes sind die zentralen Ergebnisse der Studie in Bezug auf die analysierten Unternehmen:

1. Motivation für eine Minderheitsbeteiligung

- a. Finanzierungsanlässe für eine Minderheitsbeteiligung wurden entweder durch das Unternehmen (Wachstum, Turnaround) oder die Gesellschafter (Gesellschafterwechsel, Fungibilität der Anteile, Gesellschafterkonflikte) geschaffen. Wachstum und Gesellschafterwechsel waren die häufigsten Finanzierungsanlässe.
- b. Die Familienunternehmen bevorzugten die Minderheitsbeteiligung gegenüber anderen Finanzierungslösungen, da sie von der Kapitalstrukturverbesserung und der Professionalisierung der Unternehmensführung profitieren konnten. Darüber hinaus nahmen einige Familienunternehmen auch die Vorbereitung auf den Börsengang oder die Aufnahme eines neutralen Gesellschafters als Vorteile der Minderheitsbeteiligung wahr.
- c. Die Familienunternehmen wiesen vor der Transaktion eher moderate Vorbehalte gegenüber der Minderheitsbeteiligung auf.

2. Anbahnung der Minderheitsbeteiligung

- a. Die Familienunternehmen nahmen für die Prozesse vor und während der Beteiligung nur sehr selten professionelle Beratung in Anspruch. Sie verließen sich vielmehr auf ihr eigenes Gespür und/oder die Erfahrungen des langjährigen Hausanwalts.
- b. Die Kontaktaufnahme mit dem Investor erfolgte in allen Fällen auf Initiative der Familienunternehmen hin. Die Ansprache basierte überwiegend auf Empfehlungen und Kontakten von befreundeten Unternehmen oder Banken.
- c. Die zwischenmenschliche Ebene war für die Familienunternehmen das wichtigste Entscheidungskriterium für die Wahl des Finanzierungspartners. Darauf folgten die Ausrichtung der Investitionsstrategie und die regionale bzw. nationale Aufstellung des Investors. Finanzielle Konditionen spielten eine eher untergeordnete Rolle.

3. Ausgestaltung der Minderheitsbeteiligung: Gesellschaftsvertrag

- a. Zustimmungsvorbehalte für den Minderheitsgesellschafter waren in den meisten Fällen Vertragsbestandteil. Sonderrechte für die Private-Equity-Gesellschaft, die bei schlechter Unternehmensentwicklung greifen, wurden dagegen nur vereinzelt eingesetzt. Die Zustimmungspflicht zur Finanz- und Investitionsplanung diente den Investoren als zentrales Instrument der Einflussnahme.
- b. Falls noch nicht vorhanden, wurde in allen befragten GmbHs und Personengesellschaften ein Beirat implementiert. Der Großteil der Beiräte bestand aus drei Mitgliedern; davon besetzte die Private-Equity-Gesellschaft immer eine Position. Die Familienunternehmen bewerteten die Beiratsarbeit mehrheitlich positiv. Die Funktion des Sparringspartners war für sie die wichtigste Aufgabe des Beirats.
- c. Klare Regelungen zur Ergebnisverwendung und Ausschüttungspolitik waren aufgrund der potenziell divergierenden Interessen zwischen Familienunternehmen und Private-Equity-Gesellschaft sehr wichtig.

4. Ausgestaltung der Minderheitsbeteiligung: Gesellschaftervereinbarung

- a. Regelungen zum Ausstieg der Investoren sind grundsätzlich in der Gesellschaftervereinbarung verankert. Vorerwerbsrechte wurden darin selten festgehalten, Mitveräußerungsrechte dagegen häufiger. Private-Equity-Gesellschaften bestanden oftmals auf die Verankerung des Mitnahmerechts (Drag-along). Dieses diente aber eher zur Stärkung der Verhandlungsposition als zum erzwungenen Verkauf des Unternehmens.
- b. Vordefinierte Kauf- und Verkaufsoptionen waren übliche Instrumente, um Familienunternehmen den Rückkauf der Anteile zu ermöglichen. Gleichzeitig gaben sie beiden Parteien Planungssicherheit bezüglich des Ausstiegs.

5. Auswirkungen auf das Unternehmen

- a. Die größten Auswirkungen auf das Unternehmen existierten in den Bereichen Corporate Governance, Controlling und Reporting sowie in der Finanzierung. Die Familienunternehmen profitierten insbesondere von der Professionalisierung der Unternehmensführung, der Objektivierung von Entscheidungen und dem Know-how der Private-Equity-Gesellschaften. Auswirkungen auf das Management variierten sehr stark. Effekte auf die Außenwirkung wurden selten beobachtet. In einzelnen Fällen berichteten Familienunternehmen sogar von positiven Signalen nach außen.

- b. Die Mehrheit berichtete von einer sehr positiven Entwicklung aller Unternehmenskenngrößen während der Beteiligung. Nach Aussage der Familienunternehmen war dieser Erfolg größtenteils jedoch nicht durch den Investor bedingt - er agierte eher als passiver Begleiter.
- c. Die Familienunternehmen wiesen eine hohe Zufriedenheit mit der Minderheitsbeteiligung auf. Aus Sicht der Unternehmen war auch die Mehrheit derjenigen Private-Equity-Gesellschaften, die bereits einen Ausstieg realisieren konnten, mit der erzielten finanziellen Rendite sehr zufrieden.

1. Einleitung und Zielsetzung

Familienunternehmen sind für die deutsche Volkswirtschaft von herausragender Bedeutung. Das IfM Bonn definierte im Auftrag der Stiftung Familienunternehmen 95,1 Prozent der deutschen Unternehmen im Jahr 2003 als Familienunternehmen.¹ Nach dieser Hochrechnung, die sogar von einer engen Definition des Begriffs der Familienunternehmen ausgeht, entfallen 41,5 Prozent der Umsätze aller Unternehmen und 57,3 Prozent der sozialversicherungspflichtigen Beschäftigten auf Familienunternehmen.

Familienunternehmen stehen jedoch oft vor großen Herausforderungen, die eine erhebliche externe Finanzierung bedingen können.² Nachfolgeregelungen, Gesellschafterkonflikte, Wachstum sowie Unterkapitalisierung und Turnaround stellen Familienunternehmen vor Finanzierungsschwierigkeiten. Darüber hinaus können aktuell aufgrund der internationalen Kreditkrise und den Rückzahlungsverpflichtungen aus standardisierten Mezzanine-Strukturen, in Kombination mit einer konjunkturellen Abkühlung, gegebenenfalls Finanzierungsengpässe entstehen. Das DIW stellte jüngst fest, dass zudem die reduzierte Kreditvergabe der Banken und der eingeschränkte Zugang zu Börsenkapital den Finanzierungsspielraum von mittelständisch geprägten Familienunternehmen einzuschränken drohen.³

Vor diesem Hintergrund vermarktet sich privates Beteiligungskapital („Private Equity“) als interessante Finanzierungsalternative. Private Equity gewann in den letzten Jahren zunehmend an Bedeutung. So wuchs das aggregierte Eigentum von Private-Equity-Gesellschaften an deutschen Unternehmen von 1996 bis 2006 um durchschnittlich 24,8 Prozent und erreichte im Jahr 2006 einen Wert von 23,1 Mrd. Euro.⁴ Aufgrund der wachsenden Bedeutung und einiger spektakulärer Transaktionen erhielt Private Equity verstärkt Aufmerksamkeit in der Öffentlichkeit. In der von Franz Müntefering initiierten „Heuschrecken-Debatte“ fand sie im Jahr 2005 ihre Zuspitzung.

Im Fokus der öffentlichen Diskussion sowie wissenschaftlicher Studien standen bisher die mehrheitlichen Unternehmensübernahmen durch Private Equity. Für viele Familienunternehmen stellt jedoch gerade die Minderheitsbeteiligung eine Alternative dar, um den potenziellen Finanzierungsbedarf zu decken und gleichzeitig das Unternehmen in Familienhand zu belassen.⁵ Diese Finanzierungsform wird bislang allerdings von nur

¹ Vgl. Stiftung Familienunternehmen (2007), S. 24. Die in der vorliegenden Studie verwendete Definition von Familienunternehmen folgt in Kapitel 2.1.

² Vgl. Hennerkes (1998) für betriebswirtschaftliche, rechtliche und psychologische Herausforderungen von Familienunternehmen.

³ Vgl. Schäfer/Fisher (2008), S. 45.

⁴ Vgl. BVK (2007).

⁵ Vgl. Achleitner/Achleitner (2000), Achleitner/Nathusius/Herman/Lerner (2008), Burger-Calderon/Näther (2005) für einen Überblick möglicher Private-Equity-Finanzierungen in Familienunternehmen. Siehe für eine sehr frühe Behandlung der Wachstumsfinanzierung für den Mittelstand Müller-Stewens/Roventa/Bohnenkamp (1993).

etwa sieben Prozent der deutschen Familienunternehmen als Finanzierungsalternative genutzt.⁶

Vor diesem Hintergrund wurde die vorliegende Studie vom Center for Entrepreneurial and Financial Studies (CEFS) der Technischen Universität München (TUM) in Kooperation mit der gemeinnützigen Stiftung Familienunternehmen durchgeführt. Durch die wissenschaftliche Analyse von Erfahrungsberichten wird die Eignung von Minderheitsbeteiligungen von Private-Equity-Gesellschaften an Familienunternehmen untersucht.

⁶ Vgl. Achleitner/Schraml/Klößner (2008), S. 27.

2. Methodologie

2.1 Grundlegende Definitionen

Als *Familienunternehmen* werden allgemein diejenigen Unternehmen bezeichnet, innerhalb derer eine Einzelperson oder eine Familie durch Gesellschafteranteile am stimmberechtigten Eigenkapital oder zusätzlich auch durch die Mitarbeit in der Geschäftsführung oder dem Kontrollgremium (Beirat oder Aufsichtsrat) maßgebliche Kontrolle über das Unternehmen ausübt.⁷ Im Rahmen dieser Studie wurde die Bewertung des maßgeblichen Einflusses der Eigentümerfamilie durch die Unternehmen selbst vorgenommen (Selbstdentifikation).

Private-Equity-Gesellschaften sind Finanzintermediäre, die Beteiligungskapital von vermögenden Privatpersonen, Stiftungen oder institutionellen Investoren in Fonds bündeln und in privat gehaltene Portfolio-Unternehmen investieren. Private-Equity-Gesellschaften gehören der Gruppe der Finanzinvestoren an, da sie ausschließlich finanzielle Ziele verfolgen. Typische andere Finanzinvestoren, auf die in dieser Studie nicht eingegangen wird, sind Banken, Versicherungen, Pensionsfonds und Hedge Fonds.⁸ Das Ziel der Private-Equity-Gesellschaft ist der Verkauf der Eigenkapitalanteile nach einer Haltedauer von durchschnittlich drei bis sieben Jahren.⁹ Im Vergleich zu Venture-Capital-Gesellschaften investieren Private-Equity-Gesellschaften in bereits etablierte und größere Unternehmen.¹⁰

Der Fokus dieser Studie liegt auf der Finanzierung von Familienunternehmen durch eine spezielle Beteiligungsform der Private-Equity-Gesellschaften: die stimmberechtigte Minderheitsbeteiligung. Bei einer *stimmberechtigten Minderheitsbeteiligung* (im Folgenden: Minderheitsbeteiligung) hält die Private-Equity-Gesellschaft (grundsätzlich ist dies auch durch Privatpersonen oder Unternehmen möglich) Anteile am stimmberechtigten Eigenkapital. Hierzu kommt es durch eine Übernahme von Gesellschaftsanteilen bzw. durch eine Erhöhung des Stamm-/Grundkapitals. Der Beteiligungsgeber ist damit Gesellschafter des Unternehmens. Bei der stimmberechtigten Minderheitsbeteiligung hält der Beteiligungsgeber allerdings nur eine Minderheit am stimmberechtigten Eigenkapital, d.h. weniger als 50%.

In Abgrenzung zur Minderheitsbeteiligung beleuchtet diese Studie auch die Finanzierungsalternative *eigenkapitalnahes Mezzanine*. Mezzanine findet innerhalb der Studie Berücksichtigung, da es eine interessante und nahe liegende Alternative zu einer Minderheitsbeteiligung darstellt. Es kann einen eigenkapitalnahen Charakter aufweisen.

⁷ Vgl. Hennerkes (2004), S. 16-17 und Klein (2000), S. 158. Die Kontrolle einer Familie ist beispielsweise über die prozentualen Anteile der Familie oder der Einzelperson am stimmberechtigten Eigenkapital (EK_Anteil), dem Management (GF_Anteil) sowie dem Kontrollgremium (KG_Anteil) messbar. Berechnung: Familieneinfluss = EK_Anteil + GF_Anteil + KG_Anteil mit EK_Anteil > 0, vgl. Klein (2000).

⁸ Vgl. für die Abgrenzung zwischen Private-Equity- und Hedge-Fonds Achleitner/Kaserer (2005).

⁹ Vgl. für einen internationalen Überblick der Haltedauern Strömberg (2008).

¹⁰ Vgl. für die Definition der Private-Equity-Gesellschaften und ihre Untergliederung Kaserer/Achleitner/von Einem/Schiereck (2007), S. 13-17.

Gleichzeitig fällt die Einflussnahme der Investoren weitaus geringer aus als bei einer Minderheitsbeteiligung.

Mezzanine kann über Genussrechte, wertpapierverbriefte Genussscheine oder (atypische) stille Beteiligungen strukturiert werden.¹¹ Grundsätzlich kann es, je nach Strukturierung, sowohl Eigenschaften von Eigenkapital als auch Fremdkapital aufweisen. Im Fall eigenkapitalnahen Mezzanines ist die Finanzierung der Private-Equity-Gesellschaft derart ausgestaltet (z.B. durch Partizipation an Gewinnen und Verlusten), dass die eigenkapitalnahe Mezzanine-Finanzierung bilanziell als Eigenkapital gewertet wird (im Folgenden: Mezzanine). Standardisierte Mezzanine-Programme werden aufgrund der für Familienunternehmen besseren Eignung individueller Mezzanine-Instrumente im Rahmen dieser Studie nicht betrachtet.¹²

2.2 Qualitativer Forschungsansatz

2.2.1 Datenerhebung und -auswertung

Aufgrund der komplexen Strukturen des Forschungsgegenstands und der Tatsache, dass es sich bei Minderheitsbeteiligungen um ein weitgehend unerforschtes Gebiet handelt, musste ein qualitativer Forschungsansatz gewählt werden. Nur über eine qualitative Analyse auf Basis von Erfahrungsberichten kann die Studie dem explorativen Charakter dieses Forschungsgebiets gerecht werden.

Der Studienablauf gliederte sich in drei Schritte (siehe Abb. 1): die Identifikation der Interviewpartner, die Durchführung der Tiefeninterviews und die Auswertung der gesammelten Daten.

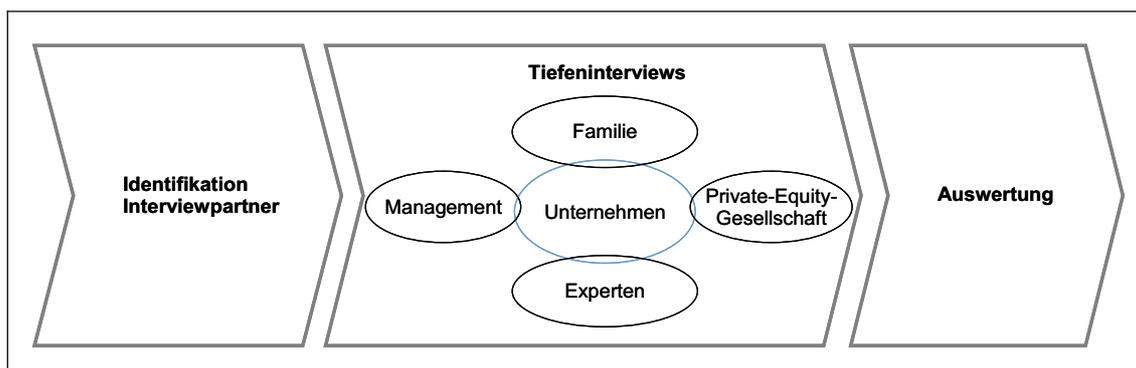


Abb. 1: Studienablauf und Methodologie
(Quelle: Eigene Darstellung)

Zu Beginn galt es, *potenzielle Interviewpartner zu identifizieren* und anzusprechen. Diese setzten sich aus vier Zielgruppen zusammen, um eine möglichst differenzierte Sicht-

¹¹ Vgl. für eine Darstellung von Private Debt und der verschiedenen Instrumente in diesem Bereich in Deutschland Achleitner/Wahl (2004), S. 59-70.

¹² Vgl. für diese Programme Kaserer/Achleitner (2007).

weise auf die Thematik zu erreichen und die unterschiedlichen Erfahrungen aller beteiligten Parteien einzubeziehen. Primäres Ziel waren Gespräche mit der Eigentümerfamilie oder dem Management eines Familienunternehmens, die Erfahrungen mit einer Minderheitsbeteiligung einer Private-Equity-Gesellschaft sammeln konnten. Darüber hinaus waren auch Private-Equity-Gesellschaften und Experten, wie spezialisierte Rechtsanwälte oder Berater, interessante Zielgruppen für die Tiefeninterviews.¹³ Die Integration der unterschiedlichen Perspektiven entspricht dem Grundprinzip der Daten-Triangulation,¹⁴ so dass eine Reflexion und weitgehende Objektivierung der Aussagen der einzelnen Gesprächsgruppen möglich war.

Die Gesprächspartner wurden mit Hilfe von Datenbanken und öffentliche Informationen, wie Geschäftsberichte oder Internetseiten, als Datenquellen identifiziert. Zentraler Ausgangspunkt der Recherchearbeit waren Minderheitsbeteiligungen von Private-Equity-Gesellschaften an Familienunternehmen in den letzten 25 Jahren. Die Aktualität der identifizierten Minderheitsbeteiligungen wurde dadurch gewährleistet, dass die Private-Equity-Gesellschaften bei den analysierten Beteiligungen zum Zeitpunkt der Studie entweder noch beteiligt waren oder deren Ausstieg maximal fünf Jahre zurücklag.

Häufig wird Studien vorgeworfen, ein zu positives und damit in letzter Instanz politisch geprägtes Bild auf Industrien zu werfen. Diese Kritik basiert auf möglichen Verzerrungen durch einseitige Analysen – beispielsweise durch die vorwiegende Betrachtung positiver Fälle. Eine solche kann dadurch entstehen, dass sich eher jene Unternehmen bereit erklären, an Befragungen teilzunehmen, die mit ihrer Situation zufrieden sind. Zudem ist eine einseitige Betrachtung auch bei guter Intention durch den sogenannten Survivorship-Bias nicht zu verhindern – es können hiernach auf der Basis der öffentlich zugänglichen Daten in der Regel nur jene Unternehmen als Ansprechpartner ermittelt werden, die zum Zeitpunkt der Befragung noch existieren. Absolute Negativfälle, die in der Nichtmehr-Existenz des betreffenden Unternehmens enden, werden dadurch zwangsläufig herausgenommen.¹⁵ Ein besonderer Fokus der Suche richtete sich daher auch auf die Identifikation negativer Fallbeispiele. Dies erfolgte unter anderem durch die gezielte Kontaktaufnahme mit Experten, Vertretern der Medien und der Gewerkschaften. Hierdurch sollte eine möglichst kritische und reflektierte Untersuchung der Thematik gewährleistet werden.

Nach intensiven Nachforschungen konnten schließlich 95 Familienunternehmen, 17 Private-Equity-Gesellschaften und 7 Experten mit einer Interviewanfrage kontaktiert werden.

¹³ Die Mehrheit der befragten Private-Equity-Gesellschaften oder Experten war in einer der Minderheitentransaktionen der interviewten Familienunternehmen involviert; dies war jedoch keine Voraussetzung für die Gespräche mit den Private-Equity-Gesellschaften oder Experten.

¹⁴ Als Triangulation bezeichnet man die Analyse eines Untersuchungsgegenstands aus mindestens zwei Blickwinkeln. Im Falle einer Daten-Triangulation basiert die Datenauswertung auf verschiedenen Datenquellen, wie z.B. Interviews mit verschiedenen Gesprächsgruppen.

¹⁵ Siehe für die aus wissenschaftlicher Sicht nötigen Einschränkungen auch Achleitner/Klößner (2005), S. 23.

Das Projektteam führte daraufhin mit den folgenden Gruppen *Tiefeninterviews*:

- 27 Familienunternehmen, davon 17 Mitglieder der Eigentümerfamilie und 10 familienfremde Geschäftsführer (dies entspricht einem Rücklauf von 28%),
- 13 Private-Equity-Gesellschaften (dies entspricht einem Rücklauf von 76%) und
- 7 Experten (entspricht einem Rücklauf von 100%).

Tiefeninterviews sind mündliche Befragungen, die sich durch die Interaktion zwischen Interviewer und Befragten auszeichnen und in denen sowohl Hintergrundinformationen als auch tiefgehende Erfahrungswerte zu Motivationen und Konsequenzen erfasst werden können. Die Interviews wurden auf Basis eines semi-strukturierten Gesprächsleitfadens geführt. Ein Teil des Leitfadens umfasste offene Fragen, die es dem Interviewpartner ermöglichten, seine Erfahrungen und Meinungen offen zu äußern. Zusätzlich existierten auch Rangfolge-basierte Fragen, die eine Vergleichbarkeit der Antworten der einzelnen Personen ermöglichen. Der Großteil der geführten Tiefeninterviews dauerte circa 60 Minuten.

Zur *Auswertung* der gesammelten Informationen und Daten wurden die Gespräche in Absprache mit den Interviewpartnern aufgezeichnet und transkribiert. Die qualitative Datenanalyse dieser Interviews entspricht wissenschaftlichen Anforderungen¹⁶ und basiert auf der spezifischen Software NVivo.

2.2.2 Charakterisierung der Stichprobe

Die Auswahl der untersuchten Familienunternehmen basierte auf theoretischen Gesichtspunkten und konnte eine Verteilung über alle Kategorien der Sampling-Kriterien aufweisen (siehe Abb. 2).

Die Familienunternehmen weisen unterschiedliche Stärken des Familieneinflusses auf und erstrecken sich über alle möglichen Ausprägungen der Familiengeneration. Die untersuchten Unternehmen hatten zum Zeitpunkt des Einstiegs der Private-Equity-Gesellschaft unterschiedliche Umsatzgrößen, weisen aber alle in ihrem letzten verfügbaren Geschäftsjahr (2006 bzw. 2007) einen Jahresumsatz von mindestens 50 Mio. Euro bis hin zu mehr als 500 Mio. Euro auf.

Wie bereits zuvor geschildert, unterscheidet diese Studie zwischen Unternehmen mit einer stimmberechtigten Minderheitsbeteiligung und einer eigenkapitalnahen Mezzanine-Finanzierung. Von den befragten Familienunternehmen nutzten 21 Unternehmen eine Minderheitsbeteiligung und sechs Unternehmen finanzierten sich mit Mezzanine.

¹⁶ Vgl. Mayring (2003) oder Mayring (2002). Kriterien zur Qualitätssicherung umfassen beispielsweise die Stichprobenwahl auf Basis theoretischer Kriterien, die Dokumentation und den sequentiellen Ablauf der einzelnen Analyseschritte.

Bei den Familienunternehmen mit einer Minderheitsbeteiligung betrug der Anteil der Private-Equity-Gesellschaft am stimmberechtigten Eigenkapital zwischen 11% und 49%. Die Haltedauer seitens der Private-Equity-Gesellschaft variierte zwischen drei Jahren und mehr als sieben Jahren. In acht Unternehmen hält die Private-Equity-Gesellschaft zum Zeitpunkt der Studie noch ihre Anteile und hat noch keinen Ausstieg realisiert. Bei diesen Unternehmen liegt der Durchschnitt der aktuellen Haltedauer bei etwa sechs Jahren.

Familieneinfluss* während der Haltedauer		Finanzierungsform	
Kategorie	Anzahl	Kategorie	Anzahl
0,50 bis 0,99	4	Minderheitsbeteiligung	21
1,00 bis 1,99	17	Mezzanine	6
2,00 bis 3,00	6	Summe	27
Summe	27		

Generation		Haltedauer der PEG bei Minderheitsbeteiligung	
Kategorie	Anzahl	Kategorien (in Jahren)	Anzahl
1. Generation	4	bis 3 Jahre	4
2. Generation	5	4 bis 5 Jahre	4
3. Generation	5	6 bis 7 Jahre	2
4. Generation	7	länger als 7 Jahre	3
> 4. Generation	6	noch kein Ausstieg realisiert	8
Summe	27	Summe	21

Umsatz bei Einstieg der PEG		Eigenkapitalanteile der PEG bei Minderheitsbeteiligung	
Kategorien (in Mio. €)	Anzahl	Kategorien	Anzahl
<50	8	11 bis 24%	5
51 bis 100	8	25 bis 40%	11
101 bis 250	6	41 bis 49%	5
251 bis 500	4	Summe	21
> 500	1		
Summe	27		

Abb. 2: Kategorisierung der Stichprobe

Anmerkung: * Berechnung des Familieneinflusses laut Fußnote 7.

(Quelle: Interviews)

Die Eigenschaften der jeweiligen befragten Familienunternehmen mit einer Minderheitsbeteiligung (blau unterlegt) oder einer Mezzanine-Finanzierung (grau unterlegt) sind in Abb. 3 dargestellt.

Unternehmen	Generation	Alter	Anteil der Familie im ... während der Beteiligung				Unternehmensgröße bei Investoreinstieg (Mio. €)		Minderheitsbeteiligung der PEG		
			stimmb. Eigenkapital	Management	Berat/ Aufsichtsrat	Umsatz	Mitarbeiter	Einstieg	Ausstieg	Anteile	
Stimmberichtigte Minderheitsbeteiligungen											
Familienunternehmen A	1	40	81%	0%	50%	bis 50	101 bis 250	2001	2003	11 bis 24%	
Familienunternehmen B	5	124	75%	0%	33%	101 bis 250	501 bis 1000	2003	-	25 bis 40%	
Familienunternehmen C	4	100	45%	0%	33%	51 bis 100	501 bis 1.000	2001	2007	25 bis 40%	
Familienunternehmen D	3	85	65%	100%	50%	bis 50	501 bis 1.000	2003	2006	25 bis 40%	
Familienunternehmen E	5-6	150	43%	0%	50%	> 500	> 1.000	2005	-	25 bis 40%	
Familienunternehmen F	3	60	60%	100%	0%	bis 50	251 bis 500	2004	2006	25 bis 40%	
Familienunternehmen G	3	85	80%	50%	33%	251 bis 500	> 1.000	1993	2003	11 bis 24%	
Familienunternehmen H	3	60	75%	100%	0%	51 bis 100	> 1.000	1996	2001	25 bis 40%	
Familienunternehmen I	1	34	30%	100%	0%	bis 50	251 bis 500	2006	-	41 bis 49%	
Familienunternehmen J	3	115	67%	0%	33%	101 bis 250	> 1.000	1995	-	25 bis 40%	
Familienunternehmen K	4	100	76%	0%	40%	101 bis 250	501 bis 1.000	2005	2007	11 bis 24%	
Familienunternehmen L	4	100	75%	100%	33%	51 bis 100	251 bis 500	2000	2006	25 bis 40%	
Familienunternehmen M	1	8	K.A.	K.A.	K.A.	51 bis 100	101 bis 250	2003	2006	25 bis 40%	
Familienunternehmen N	7	220	70%	20%	40%	251 bis 500	> 1.000	1996	2006	25 bis 40%	
Familienunternehmen O	1	30	66%	66%	33%	bis 50	251 bis 500	1999	2007	25 bis 40%	
Familienunternehmen P	5-7	130	80%	0%	56%	51 bis 100	501 bis 1.000	2000	-	11 bis 24%	
Familienunternehmen Q	5	150	68,5%	100%	0%	251 bis 500	> 1.000	2002	2006	25 bis 40%	
Familienunternehmen R	4	130	51%	0%	33%	251 bis 500	> 1.000	2003	2006	41 bis 49%	
Familienunternehmen S	4	72	55%	100%	0%	bis 50	101 bis 250	2003	-	41 bis 49%	
Familienunternehmen T	3	65	51%	100%	0%	51 bis 100	501 bis 1.000	2006	-	41 bis 49%	
Familienunternehmen U	2	48	60%	100%	50%	bis 50	101 bis 250	1987	-	25 bis 40%	
Mittelwert		91	61%	49%	27%	166	1.190	-	-	33%	
Median		85	67%	58%	33%	81	500	-	-	33%	
Eigenkapitalnahes Mezzanine											
Familienunternehmen I	2	30	100%	50%	33%	101 bis 250	501 bis 1.000	2003	2006	0%	
Familienunternehmen II	7	180	100%	100%	33%	bis 50	251 bis 500	1990	2007	0%	
Familienunternehmen III	4	80	100%	50%	25%	51 bis 100	501 bis 1.000	2002	2007	0%	
Familienunternehmen IV	2	70	100%	25%	0%	101 bis 250	> 1.000	2003	-	0%	
Familienunternehmen V	4	116	100%	100%	33%	101 bis 250	501 bis 1.000	2004	-	0%	
Familienunternehmen VI	2	38	100%	100%	0%	51 bis 100	101 bis 250	2004	-	0%	
Mittelwert		86	100%	71%	21%	103	767	-	-	-	
Median		75	100%	75%	29%	120	550	-	-	-	

Abb. 3: Eigenschaften der Stichprobe
(Quelle: Interviews)

2.3 Struktur der Ergebnisse

Das Thema der Minderheitsbeteiligungen von Private-Equity-Gesellschaften an Familienunternehmen stellt aufgrund fehlender wissenschaftlicher Erkenntnisse und nur vereinzelt existierender Praxisberichte eine Forschungslücke dar und bedarf noch vieler weiterführender Untersuchungen. Diese explorative Studie zielte daher auf eine umfassende Untersuchung relevanter Prozessschritte einer Minderheitsbeteiligung ab. Sie gliedert sich in drei inhaltliche Themenblöcke: Motivation und Anbahnung, Ausgestaltung der Minderheitsbeteiligung und Auswirkungen auf das Familienunternehmen (siehe Abb. 4). Diese Einteilung entspricht dem zeitlichen Ablauf einer Minderheitsbeteiligung. Da diese Prozessperspektive eine eingängige Unterteilung darstellt, folgen die nachstehenden inhaltlichen Kapitel der Studienergebnisse diesen Schritten entlang einer gedachten Zeitachse einer Minderheitentransaktion.

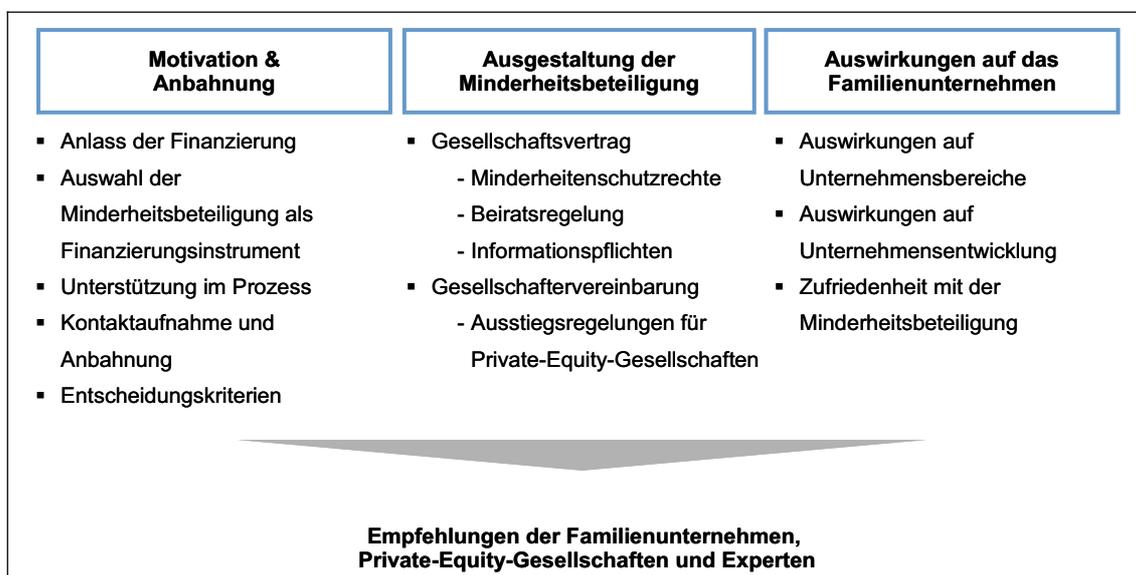


Abb. 4: Aufbau und Struktur der Ergebnisse
(Quelle: Eigene Darstellung)

Das Themenfeld *Motivation und Anbahnung* untersucht den Anlass der Finanzierung unter besonderer Betrachtung derjenigen Faktoren, die zur Wahl der Minderheitsbeteiligung als Finanzierungsinstrument geführt haben. Darüber hinaus wurden auch die Vorbehalte der Familienunternehmen gegenüber der Minderheitsbeteiligung beleuchtet. Des Weiteren fanden auch Analysen zur Vorbereitung des Verkaufsprozesses Eingang in die Studie. Der Fokus lag hier auf der Unterstützung durch Berater, der Kontaktaufnahme mit Private-Equity-Gesellschaften und den Entscheidungskriterien zur Wahl des geeigneten Beteiligungspartners.

Bei der *Ausgestaltung der Minderheitsbeteiligung* stehen die vertraglichen Regelungen zwischen Familienunternehmen und Private-Equity-Gesellschaft im Vordergrund. Besondere Beachtung fanden der Gesellschaftsvertrag und die Gesellschaftervereinbarung. Dabei werden jedoch nicht alle Bestandteile dieser Vertragswerke beleuchtet, sondern nur diejenigen Besonderheiten, die für Familienunternehmen von hohem Interesse sind.

Dazu zählen beispielsweise Minderheitenschutzrechte, Beiratsregelungen, Informationspflichten des Familienunternehmens und Ausstiegsregelungen für die Private-Equity-Gesellschaft.

Der dritte Teil der Ergebnisse beleuchtet die *Auswirkungen der Minderheitsbeteiligung auf die Familienunternehmen*. Ein Schwerpunkt liegt hierbei auf der Analyse der Veränderungen in einzelnen Unternehmensbereichen, wie zum Beispiel Corporate Governance, Management oder Finanzierung. Zusätzlich werden Auswirkungen auf die Unternehmensentwicklung während der Haltedauer der Private-Equity-Gesellschaft analysiert. Messgrößen hierfür waren beispielsweise Umsatz, Finanzierungssituation oder Internationalisierung. Bei diesen Analysen wurden die Familienunternehmer gebeten anzugeben, inwiefern die Private-Equity-Gesellschaft einen Zusatznutzen über die finanzielle Unterstützung hinaus beitragen konnte. Abschließend bewerteten die Familienunternehmen die Zusammenarbeit mit ihrem Investor und gaben eine Schätzung über die Zufriedenheit der Private-Equity-Gesellschaft mit der bei ihnen erzielten Rendite ab.

Die Studie schließt nach den Ergebnissen der Tiefeninterviews mit einem Fazit. Darauf folgen Handlungsempfehlungen, die auf Basis der Aussagen und Erfahrungen der Familienunternehmen, Private-Equity-Gesellschaften und Experten erarbeitet werden konnten. Diese sollen allen potenziell beteiligten Parteien einer Minderheitsbeteiligung als Hilfestellung für eine erfolgreiche Zusammenarbeit dienen und die Transparenz über die gegenseitigen Erwartungen und Interessen erhöhen.

2.4 Allgemeine Anmerkungen und Darstellung der Ergebnisse

Die nachfolgenden Auswertungen und Ergebnisse fokussieren sich auf Minderheitsbeteiligungen (21 Unternehmen der Stichprobe). Im Falle besonderer Ergebnisse für die Finanzierungsalternative Mezzanine (6 Unternehmen der Stichprobe) werden diese explizit erwähnt.

Die Ergebnisse dieser Studie stützen sich vorwiegend auf die Aussagen der befragten Personen im Rahmen der Tiefeninterviews. Im Großteil der Aussagen spiegelt sich die Perspektive und Meinung der Eigentümer bzw. Manager der Familienunternehmen wider. Bei prozesstechnischen oder vertraglichen Aspekten fließen auch die Erfahrungen der Private-Equity-Gesellschaft und Experten in die Ergebnisse ein. Angaben zur vertraglichen Ausgestaltung der Minderheitsbeteiligung rekurrieren sowohl auf Interviews, als auch auf zur Verfügung gestellten Beispielverträgen.

Die Präsentation der Ergebnisse basiert auf zwei grundlegenden Methoden. Zum einen werden die Ergebnisse anhand der Verteilung der Antworten mittels Balkencharts grafisch dargestellt. Ferner werden die Ergebnisse und Kernaussagen durch anonymisierte Zitate der Gesprächspartner unterstrichen.

3. Motivation und Anbahnung der Minderheitsbeteiligung

3.1 Motivation der Minderheitsbeteiligung

3.1.1 Anlass der Finanzierung

Grundsätzlich stehen dem Familienunternehmen unterschiedliche Finanzierungsalternativen zur Gestaltung und Strukturierung ihrer Unternehmensfinanzierung zur Verfügung. Je nach Finanzierungsanlass und spezifischer Situation des Unternehmens sind einzelne Finanzierungsmöglichkeiten jedoch besser oder schlechter geeignet. So empfiehlt sich auch die Minderheitsbeteiligung bei unterschiedlichen unternehmerischen Herausforderungen als passende Finanzierungslösung. Ein erstes Ziel der Tiefeninterviews war daher die Analyse der möglichen Finanzierungsanlässe der Familienunternehmen mit einer Minderheitsbeteiligung.

Auf Basis der Ergebnisse der Interviews konnte eine Strukturierung der Beweggründe in zwei zentrale Bereiche vorgenommen werden (siehe Abb. 5):

- *durch das Unternehmen verursachte Herausforderungen*
Dies sind Herausforderungen, die unabhängig von der Gesellschafterstruktur aufgrund von allgemeinen Unternehmensentwicklungen entstehen können.
- *durch die Gesellschafter verursachte Herausforderungen*
Dies sind Herausforderungen, die aufgrund der spezifischen Gesellschafterstruktur in Familienunternehmen entstehen können.

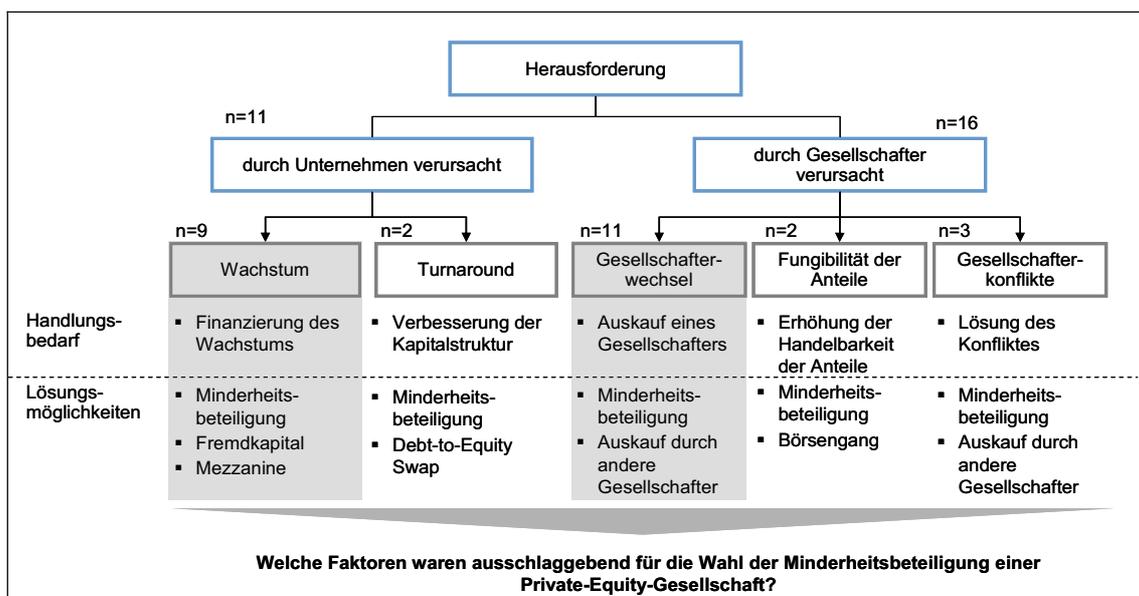


Abb. 5: Beweggründe für eine Minderheitsbeteiligung einer Private-Equity-Gesellschaft
Anmerkungen: n=Anzahl der Nennungen, Mehrfachnennung möglich
(Quelle: Interviews, eigene Darstellung)

Auf Basis dieser Kategorien und der darunter liegenden spezifischen Herausforderungen können jeweils der Handlungsbedarf und mögliche Lösungen in Form von Finanzierungsalternativen abgeleitet werden. Zu beachten ist, dass in dem Kontext dieser Studie nur diejenigen Finanzierungsformen als Alternative zur Minderheitsbeteiligung betrachtet werden, die auch den Erhalt des Familieneinflusses ermöglichen und in keinem mehrheitlichen Verkauf resultieren.

Finanzierungsanlässe, die auf *Herausforderungen des Unternehmens* basieren, wurden von den Unternehmen elf Mal genannt und lassen sich in die beiden Unterkategorien *Wachstum* (n=9) und *Turnaround* (n=2) gliedern. Im ersten Fall besteht der Handlungsbedarf in der Finanzierung des Wachstums durch eine der Alternativen Minderheitsbeteiligung, Fremdkapital oder Mezzanine. Bei einem notwendigen Turnaround gilt es dagegen, die Kapitalstruktur zu verbessern. Mögliche Lösungen sind die Minderheitsbeteiligung oder ein Debt-to-Equity-Swap¹⁷.

Durch Gesellschafter verursachte Herausforderungen wurden von den Familienunternehmen 16 Mal genannt. Diese Finanzierungsanlässe können wiederum in *Gesellschafterwechsel* (n=11), *Erhöhung der Fungibilität der Anteile* (n=2) und *Gesellschafterkonflikte* (n=3) unterteilt werden. Falls es den Auskauf eines Gesellschafters zu bewältigen gilt, oftmals einhergehend mit einer Nachfolgeregelung, kann dies entweder durch eine Minderheitsbeteiligung eines externen Investors, bspw. einer Private-Equity-Gesellschaft, oder durch die Anteilsübernahme durch andere Gesellschafter umgesetzt werden. Zur Erhöhung der Handelbarkeit von Gesellschafteranteilen kann der Verkauf einer Minderheit an eine Private-Equity-Gesellschaft oder an der Börse dienen. Konflikte innerhalb des Gesellschafterkreises können über finanzielle Wege nur durch eine Minderheitsbeteiligung oder den Auskauf von konfliktträchtigen Gesellschaftern gelöst werden.

Die in der Stichprobe am häufigsten auftretenden Ursachen für eine Minderheitsbeteiligung sind Wachstum (n=9) und Gesellschafterwechsel (n=11). An dieser Stelle ist zu erwähnen, dass die einzelnen Herausforderungen sowohl für sich, als auch in Kombination auftreten können. Bei 16 Unternehmen basierte der Finanzierungsanlass auf einem alleinigen Beweggrund.

In fünf Unternehmen traten jedoch Kombinationen der Beweggründe auf. Diese waren beispielsweise: Gesellschafterwechsel und Gesellschafterkonflikt (Unternehmen A) oder Wachstum und Gesellschafterwechsel (Unternehmen I). Die in der Stichprobe aufgetretenen Kombinationen der Finanzierungsanlässe sind in Abb. 6 ersichtlich und grafisch hervorgehoben.

¹⁷ Ein Debt-to-Equity-Swap stellt die Umwandlung von Verbindlichkeiten in Eigenkapital-Beteiligungen dar.

Unternehmen	Durch Unternehmen verursacht		Durch Gesellschafter verursacht		
	Wachstum	Turnaround	Gesellschafter- wechsel	Fungibilität der Anteile	Gesellschafter- konflikt
Minderheitsbeteiligungen					
Familienunternehmen A			x		x
Familienunternehmen B			x		
Familienunternehmen C			x		
Familienunternehmen D			x		
Familienunternehmen E			x		
Familienunternehmen F	x				
Familienunternehmen G		x			
Familienunternehmen H			x		
Familienunternehmen I	x		x		
Familienunternehmen J	x				
Familienunternehmen K		x			
Familienunternehmen L	x				
Familienunternehmen M			x		x
Familienunternehmen N	x			x	
Familienunternehmen O	x				
Familienunternehmen P	x				
Familienunternehmen Q					x
Familienunternehmen R	x				
Familienunternehmen S			x		
Familienunternehmen T			x		
Familienunternehmen U	x		x	x	
Summe	9	2	11	2	3

Abb. 6: Einzeln oder in Kombination auftretende Finanzierungsanlässe der befragten Unternehmen (Quelle: Interviews)

3.1.2 Wahl der Minderheitsbeteiligung als Finanzierungsform

Auf Basis der geschilderten Finanzierungsanlässe hatten die befragten Unternehmen eine Entscheidung für eine Minderheitsbeteiligung oder eine der anderen Finanzierungsalternativen zu treffen. Bei der Wahl eines Finanzierungsinstrumentes können positive Zusatzeffekte entstehen. Unternehmer können diese zur strukturierten Entscheidungsfindung zwischen der Minderheitsbeteiligung und anderen Finanzierungsalternativen heranziehen. Diese Entscheidungshilfen waren Vorteile, die über die Lösung der grundlegenden Herausforderung hinaus dem Unternehmen zusätzlichen Nutzen stiften. Aufgrund der unterschiedlichen Motivlagen trennt die Betrachtung dieser ausschlaggebenden Faktoren, analog zum vorhergehenden Kapitel, zwischen *Finanzierungsanlässen, die durch das Unternehmen verursacht sind* (siehe Abb. 7), und *Finanzierungsanlässen, die durch die Gesellschafter verursacht sind* (siehe Abb. 8).

Grundsätzlich führt eine Minderheitsbeteiligung bei *durch das Unternehmen verursachten Finanzierungsanlässen* (Wachstum, Turnaround) zu einer Kapitalerhöhung. In diesen Fällen war insbesondere die positive Wirkung der Eigenkapitalaufnahme auf die Kapitalstruktur für die Wahl der Finanzierung entscheidend. (n=7).

„... Wir hatten Sorge, dass die Sprunginvestitionen zu einer Verschlechterung der finanziellen Ausstattung und der Bilanzverhältnisse führen könnte. Daher haben wir die Entscheidung getroffen, dass es sinnvoll wäre, einen Eigenkapitalpartner zu finden ...“ (Familienunternehmen)

„... Mit Abschluss des Deals waren wir plötzlich Investment Grade - hatten keinen Banken-Pool mehr gebraucht. Also das war ein Quantensprung, den wir allein durch diesen Deal geschafft haben ...“ (Familienunternehmen)

Außerdem erhofften sich einige der Familienunternehmer (n=5) eine Professionalisierung der Unternehmensführung durch den Einfluss und die Expertise der Private-Equity-Gesellschaft.

„... Es gab damals auch die Idee, dass solch ein Partner, den man für die Expansionsfinanzierung gewinnt, unter Umständen auch Entscheidungen versachlichen könnte ...“ (Familienunternehmen)

Die Vorbereitung des Börsengangs (IPO = Initial Public Offering) spielte nur selten eine Rolle (n=2) und der Zusatznutzen durch einen neutralen Gesellschafter wurde bei Wachstums- oder Turnaround-Finanzierungen nicht als ausschlaggebend betrachtet (n=0).

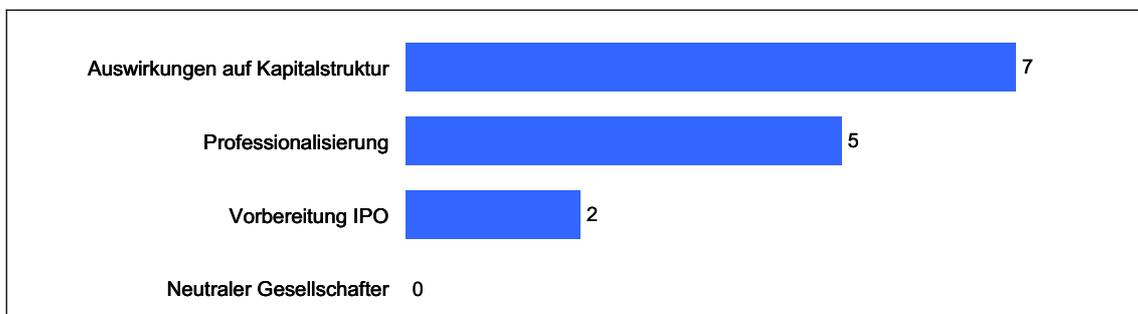


Abb. 7: Ausschlaggebende Faktoren für die Wahl einer Minderheitsbeteiligung, falls Finanzierungsanlass durch Unternehmen bedingt

Anmerkung: n=14, Mehrfachnennung möglich
(Quelle: Interviews)

Wenn der *Finanzierungsanlass durch den Gesellschafter verursacht* wird, führt die Minderheitsbeteiligung zu einem Anteilsverkauf und teilweise zusätzlich zu einer Kapitalerhöhung. Bei diesen Finanzierungsanlässen (Gesellschafterwechsel, Fungibilität der Anteile oder Gesellschafterkonflikt) ergab sich, im Vergleich zur Wachstums- oder Turnaround-Finanzierung, eine andere Rangfolge der entscheidenden Vorteile einer Minderheitsbeteiligung.

Mit Abstand am häufigsten wurde die Professionalisierung des Familienunternehmens als Vorteil einer Minderheitsbeteiligung angeführt (n=6).

„... Das Gute an so einer Minderheitsbeteiligung ist, dass der vorher allein agierende Familiengesellschafter ein kleines Korsett übergestülpt bekommt, das der Professionalisierung des Geschäftes dient ...“ (Familienunternehmen)

„... Wir sind mit der Erwartungshaltung rein, dass ein Professionalisierungsschub speziell im Bereich Planung, Controlling, Reporting auf uns zukommt. Und der kam auch ...“ (Familienunternehmen)

Die Vorbereitung auf den IPO oder die neutrale Gesellschafterfunktion wurden nur vereinzelt als entscheidende Faktoren genannt (jeweils n=3). Die positiven Auswirkungen auf die Kapitalstruktur nannten Familienunternehmer mit Gesellschafter-bezogenen Herausforderungen lediglich zweimal als wichtigen Zusatznutzen einer Minderheitsbeteiligung.

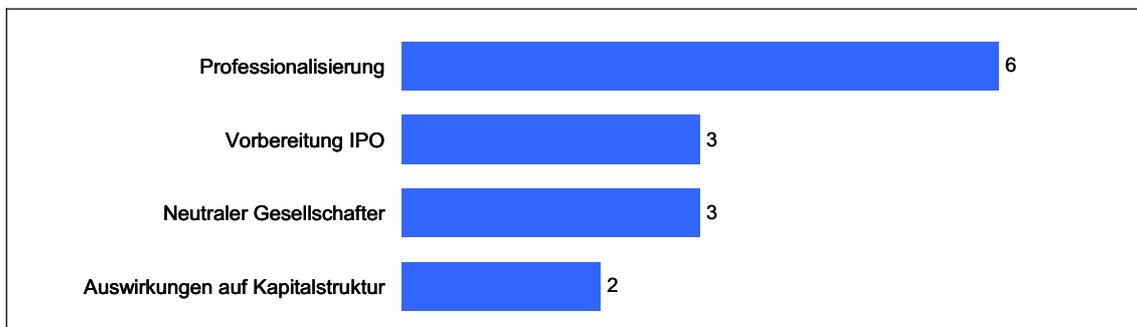


Abb. 8: Ausschlaggebende Faktoren für die Wahl einer Minderheitsbeteiligung, falls Finanzierungsanlass durch Gesellschafter bedingt

Anmerkung: n=14, Mehrfachnennung möglich
(Quelle: Interviews)

Abschließend ist festzuhalten, dass Kapitalstruktureffekte und/oder die Professionalisierung zentrale Treiber für die Wahl der Minderheitsbeteiligung waren, falls der Anlass der Finanzierung durch das Unternehmen verursacht wurde. Falls der Finanzierungsanlass durch die Gesellschafter bedingt war, stand dagegen die Professionalisierung als positiver Zusatznutzen im Vordergrund. Der Kapitalstruktureffekt des Eigenkapitals spielte hier keine Rolle.

3.1.3 Alternative Finanzierungsformen

Die geschilderten Herausforderungen der befragten Familienunternehmen, die in der Nutzung einer Minderheitsbeteiligung resultierten, hätten gegebenenfalls auch durch alternative Finanzierungsalternativen gelöst werden können. Andere Finanzierungsformen sind aber nicht für alle in der Stichprobe aufgetretenen Finanzierungsanlässe geeignet, sie stiften auch nur eingeschränkt zusätzliche Vorteile für das Familienunternehmen. Da die Analyse von Finanzierungsalternativen zur Minderheitsbeteiligung kein Schwerpunkt der Studie war, folgt nur ein kurzer Vergleich der Eignung der beiden prominentesten Finanzierungsalternativen: Eigenkapitalnahes Mezzanine und Fremdkapital für bestimmte Finanzierungsanlässe.¹⁸

Eigenkapitalnahes Mezzanine ist beispielsweise nur dann geeignet, wenn der Finanzierungsanlass durch Wachstumspläne ausgelöst wurde und Kapitalstruktureffekte als Zusatznutzen gewünscht sind. Gleichzeitig kann dem Wunsch nach Professionalisierung

¹⁸ Entscheidungen bezüglich Finanzierungsalternativen sind nur dann möglich, wenn Mezzanine- oder Fremdkapitalfinanzierungen aus Kapitalstruktursicht möglich sind.

des Unternehmens nicht nachgekommen werden. Letzteres ist nicht möglich, da die Einflussnahme des Investors bei einer Mezzanine-Finanzierung weitaus geringer ist, als bei einer stimmberechtigten Minderheitsbeteiligung. Einige Familienunternehmen kritisierten zudem die oftmals unattraktiven finanziellen Konditionen individueller Mezzanine-Finanzierungen.

„...Zinssätze für Mezzanine sind einfach unattraktiv. Bei einer Minderheitsbeteiligung sind zwar die Erwartungen höher, aber wenn kein Gewinn da ist, dann gibt es keine Ausschüttung an die Gesellschafter ...“ (Familienunternehmen)

Außerdem bremste die Unsicherheit der Familienunternehmen bezüglich der bilanziellen Zuordnung der Mezzanine-Finanzierung dessen Nutzung.

„... Wir wussten nicht so genau, ob das jetzt wirklich als Eigenkapital gewertet wird, oder ob es da Abschläge gibt. Zudem kann sich die bilanzielle Zuordnung der Banken und Ratingagenturen auch schnell ändern ...“ (Familienunternehmen)

Eine weitere Alternative zur Minderheitsbeteiligung einer Private-Equity-Gesellschaft ist in einzelnen Fällen die klassische Finanzierung über *Fremdkapital*. Dies ist aber nur dann sinnvoll, wenn der Finanzierungsanlass durch das Unternehmenswachstum bedingt ist und keiner der genannten Zusatzeffekte, beispielsweise in Form von Kapitalstrukturverbesserungen oder Professionalisierung, erwünscht sind. Hinzu kommt, dass aufgrund einer potenziell schwachen Kapitalstruktur des Familienunternehmens nur eine erschwerte Gewährung eines Bankkredites möglich sein kann.

„... Wir hatten schon eine Menge Fremdkapital. Und das war einfach, wie gesagt, die Balance in der Finanzierung ...“ (Familienunternehmen)

Außerdem bemängelten einige Familienunternehmen die teilweise fehlende Zielkongruenz zwischen Bank und Unternehmen, so dass wichtige langfristige Investitionen nicht von der Bank finanziert werden konnten.

„... Diese Investitionen wollte die Hausbank nicht mittragen und damit hätten wir ein Unternehmensziel nie erreichen können und man hätte sich Marktchancen verbaut. Also musste man nach einer Finanzierung suchen, die einen möglichst unabhängig machte von den Hausbanken, die sehr viele Dinge viel zu kurz sehen ...“ (Familienunternehmen)

Somit existieren relevante Finanzierungsalternativen zur Minderheitsbeteiligung, jedoch ist deren Nutzung nur bei einzelnen Finanzierungsanlässen möglich und ihr Zusatznutzen für die Familienunternehmen ist vergleichsweise gering.

3.1.4 Vorbehalte gegenüber der Minderheitsbeteiligung

Trotz der geschilderten Vorteile, die durch eine Minderheitsbeteiligung einer Private-Equity-Gesellschaft entstehen können, hatten die Familienunternehmen auch einige Vorbehalte gegenüber dieser Finanzierungsform und den damit einhergehenden poten-

ziellen Auswirkungen auf das Unternehmen. Zur genaueren Betrachtung der Vorbehalte werden diese nicht nur für diejenigen Familienunternehmen ausgewiesen, die sich trotz Vorbehalte für eine Minderheitsbeteiligung entschlossen haben, sondern zusätzlich auch für diejenigen Familienunternehmen, die sich gegen eine Minderheitsbeteiligung und für eine Mezzanine-Finanzierung entschieden haben.

Jeweils 29% der *Familienunternehmen mit einer Minderheitsbeteiligung* fürchteten vorab die Gefährdung der Unabhängigkeit und die hohen Renditeerwartungen der Investoren.

„... Wenn sie in der 3. Generation und schon mehr als 100 Jahre Familienunternehmen sind, dann beschäftigt man sich natürlich intensiv mit der Frage, ob hier Fremdeinflüsse hineinkommen sollen ...“ (Familienunternehmen)

„... Wir wollten weiterhin das Sagen im Unternehmen haben. Kapitalgeber geben nicht nur Geld, sondern die wollen ja Mitspracherechte ...“ (Familienunternehmen)

Zusätzlich sahen 24% der Familienunternehmen die langfristige Ausrichtung des Unternehmens als gefährdet. Keines der Unternehmen befürchtete jedoch negative Auswirkungen auf Kultur und Werte durch die Einflussnahme der Private-Equity-Gesellschaft.

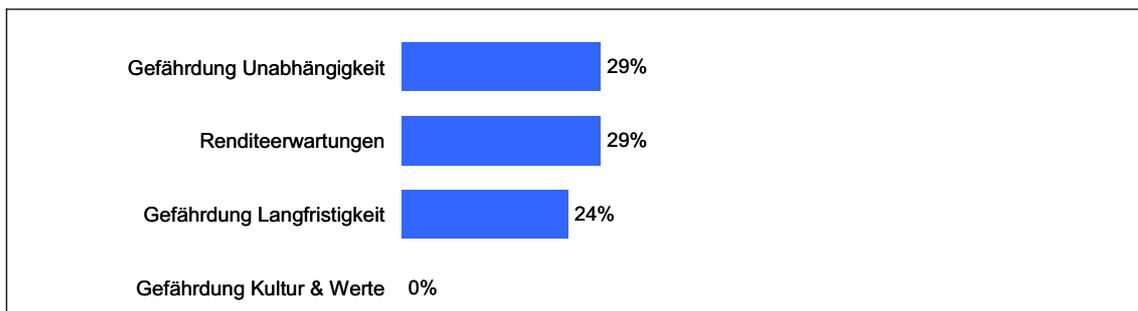


Abb. 9: Vorbehalte gegenüber einer Minderheitsbeteiligung von Familienunternehmen, die sich trotzdem für eine Minderheitsbeteiligung entschieden haben

Anmerkung: n=21, Mehrfachnennung möglich
(Quelle: Interviews)

Die Vorbehalte existierten zwar, waren aber bei diesen Unternehmen nicht zu stark ausgeprägt, so dass sie sich schließlich doch für die Finanzierung über eine Minderheitsbeteiligung entschlossen haben.

Im Vergleich dazu hegten diejenigen *Unternehmen, die sich gegen eine Minderheitsbeteiligung und für eine Mezzanine-Finanzierung entschieden* haben, viel größere Vorbehalte gegenüber der Minderheitsbeteiligung einer Private-Equity-Gesellschaft. Alle Unternehmen sahen durch eine Minderheitsbeteiligung ihre Unabhängigkeit gefährdet.

„... Das fängt bei uns schon an, dass wir einen Gesellschaftsvertrag haben, wo drinsteht: kein Verkauf von Anteilen an fremde Dritte ...“ (Familienunternehmen)

Zusätzlich fürchteten 67% der Unternehmen die hohen Renditeerwartungen der Private-Equity-Gesellschaft.

„... Direkte Beteiligungen kosten das Familienunternehmen mindestens 18 bis 20 Prozent. Das können sich die meisten nicht leisten ...“ (Familienunternehmen)

Auch die Gefährdung der langfristigen Ausrichtung der Unternehmenstätigkeit betrachtete die Hälfte der Unternehmen, die sich für eine Mezzanine-Finanzierung entschieden haben, als Hinderungsgrund für die Wahl einer Minderheitsbeteiligung.

„... Und da wir ja nun doch eine etwas längerfristige Perspektive pflegen bei uns, wollten wir also in diesem Markt nicht einsteigen ...“ (Familienunternehmen)

Trotz der insgesamt sehr starken Vorbehalte fürchteten aber auch diese Unternehmen keine Gefährdung von Kultur und Werten durch den Minderheitsgesellschafter.

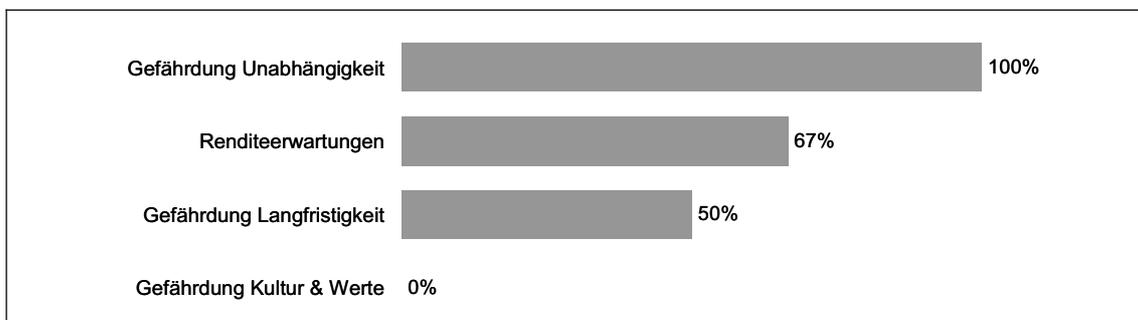


Abb. 10: Vorbehalte gegenüber einer Minderheitsbeteiligung von Familienunternehmen, die sich gegen eine Minderheitsbeteiligung und für eine Mezzanine-Finanzierung entschieden haben
Anmerkung: n=6, Mehrfachnennung möglich
(Quelle: Interviews)

Diese sehr stark ausgeprägten Vorbehalte gegenüber einer Minderheitsbeteiligung einer Private-Equity-Gesellschaft führten bei dieser Unternehmensgruppe schließlich auch zur Wahl der Finanzierungsalternative Mezzanine.

3.2 Anbahnung der Minderheitsbeteiligung

Sobald sich das Unternehmen für die Wahl einer Minderheitsbeteiligung als Finanzierungsform entschieden hat, beginnt die Anbahnung des Anteilsverkaufs an die Private-Equity-Gesellschaft. Dieser Prozess lässt sich in die Vorbereitung, den eigentlichen Verkaufsprozess und die Auswahl der Private-Equity-Gesellschaft untergliedern (siehe Abb. 11).

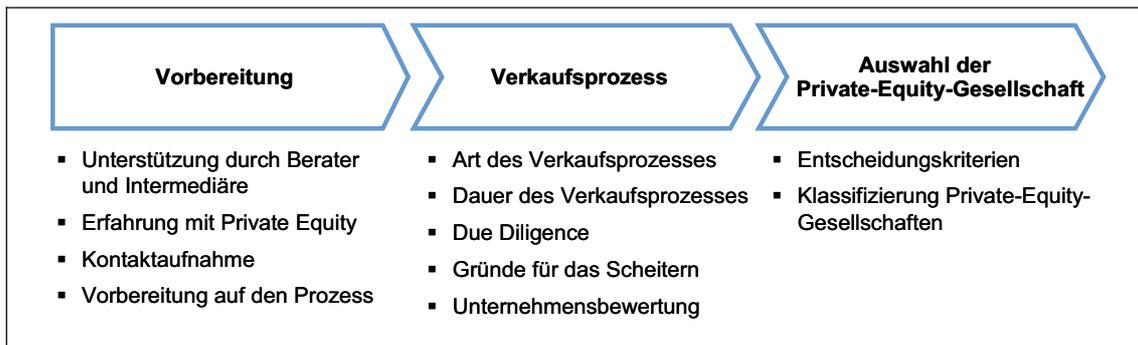


Abb. 11: Wichtige Prozessschritte bei der Anbahnung einer Minderheitsbeteiligung - Überblick
(Quelle: Eigene Darstellung)

3.2.1 Vorbereitung

3.2.1.1 Unterstützung durch Berater und Intermediäre

Familienunternehmer können zur Vorbereitung und Durchführung einer Minderheitsbeteiligung professionelle Unterstützung von Beratern, Rechtsanwälten oder anderen professionellen Intermediären nutzen. Erstaunlicherweise beziehen sie aber nur selten geeigneten Beistand vor oder während des Verkaufsprozesses. In einigen Fällen wurden gar keine Berater (n=6) in den Prozess eingebunden und die Eigentümerfamilie bzw. das Management kümmerten sich selbstständig um die Anbahnung der Transaktion.

„... Sowohl den Prozess der Anbahnung und der Verhandlung hat man selber gemacht ...“ (Familienunternehmen)

Der Großteil der Familienunternehmer suchte zwar den Rat von Rechtsanwälten oder Beratern. Diese waren aber in vielen Fällen nicht-spezialisierte Berater (n=10). Familienunternehmer bevorzugten deren Unterstützung dennoch, da sie oftmals schon über lange Zeit konstante rechtliche Begleiter oder Steuerberater des Familienunternehmens waren und großes Vertrauen der Eigentümerfamilie genießen.

„... Nur der Hausanwalt. Der jahrzehntelange Anwalt hat das Ganze begleitet und hat auch die Verträge gemacht ...“ (Familienunternehmen)

„... Familienunternehmer beauftragen häufig ihren Steuerberater oder Familienanwalt mit der Beratung ...“ (Experte)

Nur in seltenen Fällen beauftragten die Familienunternehmen spezialisierte (M&A-)Berater (n=3) mit der professionellen Unterstützung vor und während des Verkaufsprozesses. Ein potenzieller Grund hierfür ist die Neigung vieler Unternehmer, sich erstmals eigenständig und unbeeinflusst mit Private-Equity-Gesellschaften und rechtlichen Aspekten einer Minderheitsbeteiligung beschäftigen zu wollen.

„... Wir sind sehr stark im Mittelstand tätig. Minderheitsbeteiligungen machen wir allerdings fast nie. Das machen die Unternehmen meist selber ...“ (Experte)

„... Ich habe einfach die praktische Erfahrung gemacht, dass es kein M&A-Haus gibt, das einem Mittelständler den richtigen Partner raussuchen kann. Das muss der Mittelständler schon selber machen ...“ (Familienunternehmen)

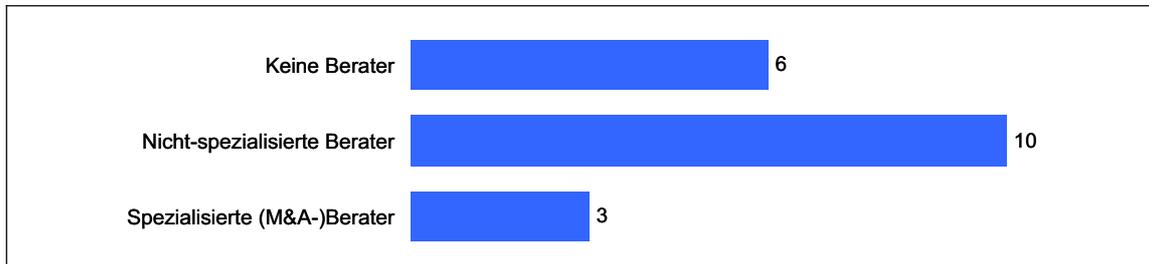


Abb. 12: Nutzung von Beratern durch Familienunternehmen
Anmerkung: n=19
(Quelle: Interviews)

3.2.1.2 Erfahrung mit Private-Equity-Gesellschaften

Aufgrund der geringen professionellen Unterstützung durch externe Berater stellt sich die Frage, inwieweit die Familienunternehmer bereits zuvor Erfahrungen mit Private-Equity-Gesellschaften oder vergleichbaren Investoren sammeln konnten. Die Gespräche zeigten, dass die überwiegende Mehrheit keine Erfahrung mit Beteiligungsgesellschaften hatte (n=14). Die Vorbereitung einer Minderheitsbeteiligung war also für die Mehrheit der Unternehmer das Betreten von Neuland und mit viel Ungewissheit verbunden.

„... Wir hatten bisher mit der Finanzwelt nichts zu tun, außer die jährlichen Bankgespräche ...“ (Familienunternehmen)

„... Wir hatten von Private-Equity keine Ahnung. Wir haben uns da ziemlich von Null aus eingearbeitet ...“ (Familienunternehmen)

Lediglich in vier Unternehmen hatte ein Finanzierungsverantwortlicher bereits vorab Erfahrungen mit Private Equity sammeln können. Dies waren dann ausschließlich familienexterne Manager oder Beiratsmitglieder.

„... Ich war mein Leben lang Banker und habe meine Erfahrung der Familie zur Verfügung gestellt ...“ (Familienunternehmen)

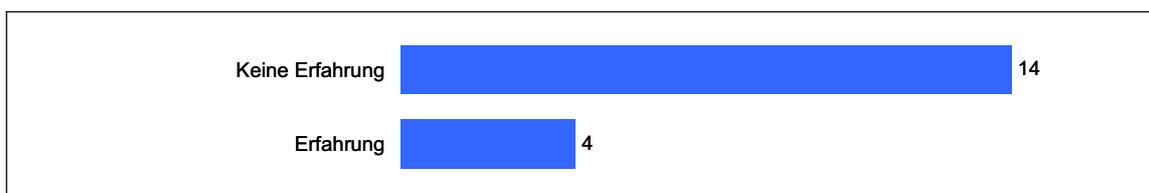


Abb. 13: Erfahrung von Familienunternehmen mit Private-Equity-Gesellschaften vor der Minderheitsbeteiligung
Anmerkung: n=18
(Quelle: Interviews)

3.2.1.3 Kontaktaufnahme

Aufgrund der fehlenden Erfahrung mit Private-Equity-Gesellschaften und der eigenständigen Vorbereitung einer Minderheitstransaktion hat sich der Großteil der Unternehmen bei der Kontaktaufnahme zu potenziell interessierten Private-Equity-Gesellschaften auf Empfehlungen aus ihrem Unternehmens-Netzwerk gestützt. So wurde bei acht Unternehmen die Investorenansprache über Kontakte von Dritten, beispielsweise befreundete Unternehmen, realisiert.

„... Ich hatte gehört, dass der Investor eine ganze Reihe an anderen Unternehmen bereits mit einer solchen Lösung beglückt hatte. Und da man sich bei uns in der Region untereinander doch ein bisschen kennt, haben wir dann Kontakt aufgenommen...“ (Familienunternehmen)

Zudem erleichterte in einigen Fällen die Hausbank die Investorenansprache, indem sie den Kontakt zu (oftmals bankennahen) Private-Equity-Gesellschaften herstellte.

„... Unsere Hausbanken haben den Kontakt zu ihren internen Beteiligungsgesellschaften hergestellt ...“ (Familienunternehmen)

Im Gegensatz dazu kontaktierten einige Unternehmen potenzielle Investoren unbekannterweise und bezogen deren Kontaktdaten aus öffentlichen Quellen, wie beispielsweise dem Internet.

„... Mein Kollege hat im Internet ca. 140 Beteiligungsgesellschaften gefunden.¹⁹ Daraus haben wir uns dann 10 bis 12 herausgesucht, die von der Beschreibung her machbar und sympathisch erschienen ...“ (Familienunternehmen)

Nur in seltenen Fällen befanden sich Private-Equity-Gesellschaften bereits im direkten Netzwerk des Unternehmens (n=2). Zusammenfassend ist festzuhalten, dass die Kontaktaufnahme immer seitens des Familienunternehmens initiiert wurde und die Private-Equity-Gesellschaft niemals aktiv auf die Familienunternehmen zugegangen ist.

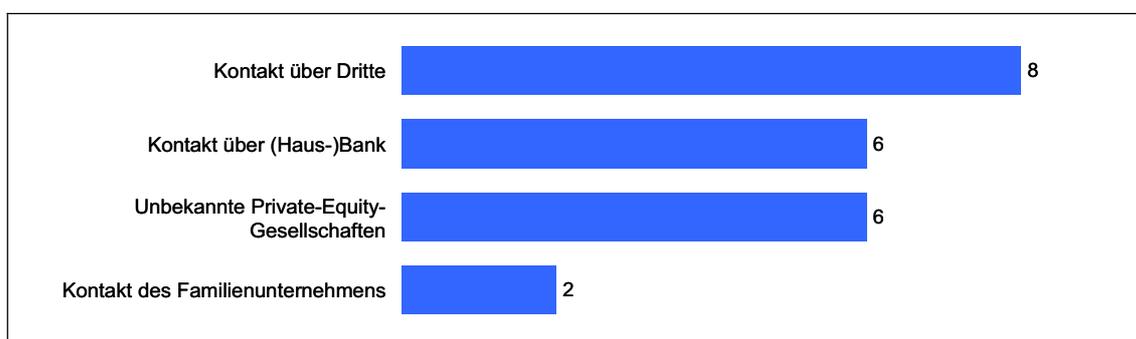


Abb. 14: Kontaktaufnahme der Familienunternehmen mit den Private-Equity-Gesellschaften
Anmerkung: n=22, Mehrfachnennung möglich
(Quelle: Interviews)

¹⁹ Anmerkung: Eine Übersicht von Private-Equity-Gesellschaften bietet der Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK) e.V. unter:
http://www.bvk-ev.de/privateequity.php/cat/25/title/Mitglieder_A-Z

3.2.1.4 Zusätzliche Anmerkungen zur Vorbereitung

Grundsätzlich besteht im Verhalten vieler Familienunternehmen vor und während des Verkaufsprozesses Verbesserungspotenzial. So kritisierten einige Experten und Private-Equity-Gesellschaften die unzureichende Vorbereitung und Blauäugigkeit der Familienunternehmen.

„... Ich beobachte oft, dass Familienunternehmer sich nicht genügend auf den aufwendigen Prozess vorbereiten. Zu den operativen Tätigkeiten kommt dann der ganze Verkaufsprozess hinzu. Die meisten unterschätzen den Ressourcenverbrauch während dieser Zeit ...“ (Experte)

„... Die Vorbereitung auf den Prozess ist bei Familienunternehmen oft mangelhaft ...“ (Private-Equity-Gesellschaft)

Einige der befragten Familienunternehmen konnten dies rückblickend sogar bestätigen und empfehlen ebenso eine sorgfältigere Vorbereitung.

„... Wir haben mit großer Blauäugigkeit begonnen, die Finanzierung anzugehen. Wir hatten wirklich Null Ahnung. Wir haben uns dort angemeldet und sind losmarschiert. Dann sind wir mit einem kleinen ~8-12 seitigen Handout losgezogen. Die ersten 3-4 Male sind wir natürlich voll gegen die Wand gefahren. Die hatten natürlich ein Professionalitätsniveau, wovon wir Lichtjahre entfernt waren. Beim ca. 10ten waren wir dann soweit, dass wir auch zum Zweitgespräch gekommen sind ...“ (Familienunternehmen)

Eine professionelle und bewusste Vorbereitung spielt laut der beteiligten Parteien eine wichtige Rolle in der Anbahnung einer Minderheitstransaktion, da sonst die Gefahr besteht, dass die Verhandlungsposition des Familienunternehmers geschwächt und der Kaufpreis unnötig gemindert wird.

„... Natürlich haben wir in Unternehmer, die sich gut vorbereitet haben, den Prozess kennen und die notwendigen Informationen professionell aufbereitet haben, größeres Vertrauen. Dies spiegelt sich dann häufig in einem größeren Vertrauen in das Investment und somit in einem höheren Kaufpreis wider ...“ (Private-Equity-Gesellschaft)

3.2.2 Verkaufsprozess

3.2.2.1 Art des Verkaufsprozesses

Nach der Kontaktaufnahme mit potenziellen Private-Equity-Gesellschaften folgt der eigentliche Verkaufsprozess. Dieser kann sich ganz unterschiedlich gestalten – abhängig von der Anzahl der Investoren und der Art der Preisverhandlungen.

Der Großteil der Familienunternehmen bevorzugte einen informellen Prozess (n=13), in dem oftmals nur eine Auswahl weniger Private-Equity-Gesellschaften involviert war. Auf diesem Weg bestand für viele Familienunternehmer die Möglichkeit, sich Schritt

für Schritt an die grundsätzlichen Gegebenheiten und Konsequenzen einer Minderheitsbeteiligung heranzutasten.

„... Wir haben uns am Markt erkundigt, welche Gesellschaften zu uns passen könnten und haben mit drei bis vier Gesellschaften Gespräche geführt. Wie sieht so eine Beteiligung aus, wie ist das Prozedere, auf was legen sie Wert. Zum Schluss blieben nur noch zwei übrig und dann wurde über die Details der Beteiligung gesprochen ...“ (Familienunternehmen)

Einige Familienunternehmen boten einer Private-Equity-Gesellschaft bereits Exklusivität von Beginn an und verglichen nicht mit weiteren Beteiligungsgesellschaften (n=6). Dies kann insbesondere dann auftreten, wenn der Investor von einem Dritten stark empfohlen wurde und bereits sehr hohes Vertrauen zu der Private-Equity-Gesellschaft und dem Vermittler besteht.

„... Wir haben da gar keine Alternative gesucht oder wollten auch gar nichts mehr haben, weil das klang im ersten Moment gut ...“ (Familienunternehmen)

Nur vereinzelt war der Verkaufsprozess als Auktion strukturiert (n=2). Dieser Auktionsprozess existiert grundsätzlich eher bei Mehrheitstransaktionen und bedarf einer professionellen Beratung. Die seltene Wahl einer Auktion in der Stichprobe kann eine Indikation dafür sein, dass über den Preis hinaus andere wichtige Entscheidungskriterien der Familienunternehmen existieren.

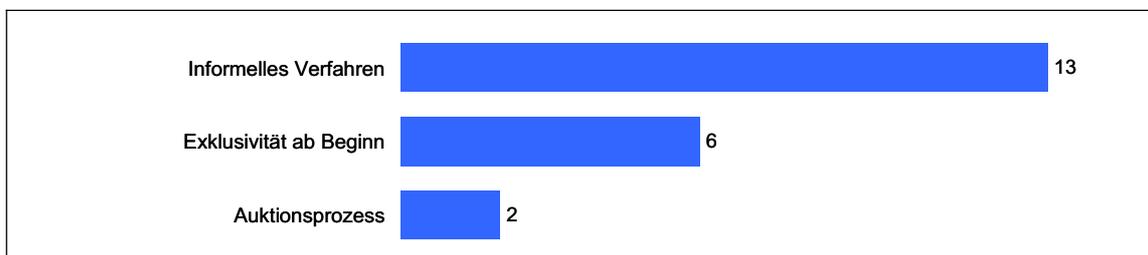


Abb. 15: Art des Verkaufsprozesses
Anmerkung: n=21
(Quelle: Interviews)

3.2.2.2 Dauer des Verkaufsprozesses

Im Rahmen des Anteilsverkaufs können grundsätzliche Prozessschwierigkeiten die Dauer des Prozesses verlängern. Zusätzlich dazu treten bei Minderheitsverkäufen oftmals noch weitere Verzögerungen auf. Diese können beispielsweise aus einem informell und dadurch eher unprofessionell organisierten Verkaufsprozess ohne strikten Zeitplan resultieren. Weiterhin stellt eine Minderheitsbeteiligung eine rechtlich komplexere Situation dar. Vor allem bei der Ausgestaltung der Ausstiegsregelungen oder Minderheitenschutzrechte der Private-Equity-Gesellschaft kann es zu langwierigen Verhandlungen kommen. Darüber hinaus berichteten Private-Equity-Gesellschaften auch von Verzögerungen durch die potenzielle Unschlüssigkeit der Familienunternehmer.

Insgesamt schätzen Experten daher die Prozessdauer beim Verkauf einer Minderheit im Vergleich zu einer Mehrheitstransaktion als länger ein.

„... Generell erleben wir bei Minderheitentransaktionen längere Prozesse als bei Unternehmensübernahmen. Dies liegt an oftmals komplexen rechtlichen Verträgen, der unorganisierten Verkaufsprozesse und des Öfteren auch an Unschlüssigkeit des Familienunternehmers ...“ (Private-Equity-Gesellschaft)

Die beobachteten Verkaufsprozesse der Stichprobe dauerten zwischen vier und 24 Monaten, wovon sich der Großteil der Prozesse in einem Zeitfenster von acht bis 14 Monaten abspielte.

Experten berichteten, dass die fehlende professionelle Beratung beim Verkaufsprozess nicht nur zu Verzögerungen führen kann, sondern vereinzelt auch für das Scheitern des Verkaufsprozesses verantwortlich ist. Zudem kann auch die auftretende Unschlüssigkeit des Familienunternehmers den Verkaufsprozess erschweren.

„... Ich sehe häufig, dass Prozesse scheitern, weil die Beratung des Familienunternehmers schlecht ist. Die Nutzung von Experten in Sachen steuerliche Behandlung und Vertragsgestaltung ist sehr wichtig ...“ (Private-Equity-Gesellschaft)

„... Viele Finanzinvestoren scheuen Minderheitsbeteiligungen, da es während dem Prozess häufig zu erheblichen Komplikationen oder sogar zu einem Abbruch durch den Familienunternehmer kommt. Dies liegt oftmals an der schlechten Vorbereitung auf den Prozess, nicht vorhandenen Finanzzahlen und an den Stimmungsschwankungen des Familienunternehmers ...“ (Experte)

3.2.2.3 Due Diligence

Ein essenzieller Bestandteil des Verkaufsprozesses ist die sogenannte *Due Diligence*. Das Ziel einer Due Diligence ist die tiefgehende Prüfung des Unternehmens durch die Private-Equity-Gesellschaft. Dadurch kann ein potenzieller Investor wichtige Informationen über das Familienunternehmen gewinnen und seine Unsicherheit über die Qualität des Unternehmens reduzieren. Zentrale Bereiche einer Due Diligence sind die:

- finanzielle (financial),
- rechtliche (legal),
- steuerliche (tax) und
- marktseitige (commercial) Prüfung des Unternehmens.

Die befragten Experten weisen darauf hin, dass sich die Anforderungen zwischen einer Due Diligence bei einer Minderheitsbeteiligung oder einer mehrheitlichen Übernahme kaum unterscheiden.

„... Wir haben bei Minderheitsbeteiligungen die gleichen Due-Diligence-Anforderungen wie bei Mehrheitsbeteiligungen. Wir nutzen diese Sorgfaltsprüfungen allerdings auch produktiv und leiten gemeinsam mit dem Familienunternehmer Verbesserungspotenziale aus diesen Dokumenten ab ...“ (Private-Equity-Gesellschaft)

Findet eine Minderheitsbeteiligung statt, trägt in der Regel das Familienunternehmen, an dem dann anteilig die Altgesellschafter und die Private-Equity-Gesellschaft beteiligt sind, im Anschluss die Kosten der Due Diligence. Familienunternehmer erachten die Due Diligence grundsätzlich als sehr aufwendig und teuer. Allerdings sehen sie gleichzeitig auch den Vorteil, dass eine Due Diligence auch für sie selbst sehr lehrreich sein kann.

„... Bei uns wurde damals das volle Programm an Due Diligence gefahren: Markt, Financial und Legal. Das waren insgesamt ca. 400 Seiten Papier und das hat viel von unserer Zeit in Anspruch genommen. Zudem war es auch noch extrem teuer. Das war ein nicht vernachlässigbarer Anteil der Gesamttransaktion ...“ (Familienunternehmen)

„... Wir haben im Rahmen der Mezzanine-Beteiligung eine Due Diligence gemacht. Die ist ganz normal gelaufen wie bei einer Unternehmensakquisition. Danach haben wir erstmal unseren Wirtschaftsprüfer ausgewechselt. Aber ansonsten war das eine sehr positive Sache. Man lernt sein Unternehmen richtig kennen. Die einzige Sache ist eben, dass es ziemlich teuer ist ...“ (Familienunternehmen)

3.2.2.4 Unternehmensbewertung

Die Private-Equity-Gesellschaften verwendeten zur Bewertung des Unternehmens und der Minderheitsbeteiligung oftmals das Multiplikator-Verfahren (Evidenz in 6 Fällen). Sie nutzen dafür Unternehmenskenngrößen und Vergleichswerte der Industrie. Aus Erfahrung der Private-Equity-Gesellschaften ist diese Methodik sowohl praktikabel in der Anwendung, als auch leicht verständlich für die Familienunternehmen.

„... Wir verwenden in den meisten Fällen ein Multiplikatorverfahren. Dies ist für den Familienunternehmer gut verständlich und einfach zu handhaben. Wir passen das Multiplikatorverfahren natürlich immer an das Unternehmen an, z.B. nehmen wir den Industriemultiplikator als Startpunkt und schauen uns dann die Situation des Unternehmens an ...“ (Private-Equity-Gesellschaft)

„... Je nach Unternehmenssituation nehmen wir das Multiplikatorverfahren oder die Discounted-Cashflow-Methode. Für alteingesessene Familienunternehmen macht natürlich allein aus Verständlichkeitsgründen das Multiplikatorverfahren mehr Sinn ...“ (Private-Equity-Gesellschaft)

Dennoch stellte sich die Einigung auf einen Unternehmenswert oftmals als problematisch dar. Die Private-Equity-Gesellschaften kritisierten die zu hohe Unternehmensbe-

wertung durch den Familienunternehmer. Dies kann beispielsweise in der emotionalen Verbundenheit und dem hohen Engagement der Eigentümerfamilie über Generationen hinweg begründet sein.

„... Familienunternehmer bewerten ihr Unternehmen in den meisten Fällen viel zu hoch. Dies wird meist durch den ideellen Wert verursacht, den ein Familienunternehmer mit dem Generationsunternehmen verbindet ...“ (Private-Equity-Gesellschaft)

„... Unternehmer schätzen den Kaufpreis zu hoch ein. Da steckt nun mal oft eine lange Tradition dahinter ...“ (Private-Equity-Gesellschaft)

3.2.3 Auswahl der Private-Equity-Gesellschaft

3.2.3.1 Entscheidungskriterien

Die Auswahl der Private-Equity-Gesellschaft stellt eine schwerwiegende Entscheidung für das Familienunternehmen dar. Die einzelnen Investoren unterscheiden sich in ihrem Verhalten und Investitionsansatz. Da die Private-Equity-Gesellschaft durch die Minderheitsbeteiligung neuer Gesellschafter des Familienunternehmens wird, kommt die Finanzierung einer Partnerschaft gleich und bedarf sowohl auf menschlicher als auch inhaltlicher Ebene einer guten Zusammenarbeit.

Dementsprechend existieren zahlreiche Kriterien, anhand deren sich Familienunternehmen für eine Private-Equity-Gesellschaft entscheiden.²⁰ Interessanterweise war die zwischenmenschliche Ebene das wichtigste Auswahlkriterium für die befragten Familienunternehmen (n=16). Für Familienunternehmen waren das Vertrauen, der persönliche Fit und eine kontinuierliche Betreuung durch die Private-Equity-Gesellschaft ausschlaggebend.

„... Für uns waren das Vertrauen und die Sympathie entscheidend. Wenn man jetzt auf längere Zeit zusammen bleiben will, dann hilft es nichts, tolle Verträge zu machen. Entscheidend ist, ob die Menschen miteinander können ...“ (Familienunternehmen)

Darauf folgend war für die Unternehmer entscheidend, ob die Ausrichtung der Investitionsstrategie (Langfristigkeit, Fokus auf Minderheitsbeteiligung, etc.) mit den Zielen der Eigentümerfamilie übereinstimmten (n=10).

„... Von vornherein haben wir uns nur Deutsche angeguckt. Und es gab letztlich die Entscheidung für Finanzinvestor XY wegen ihrer durchaus langen mittelfristigen Denkweise. Denn die managen ja im Grunde genommen Evergreens ...“ (Familienunternehmen)

²⁰ Grundsätzlich muss sich natürlich auch die Private-Equity-Gesellschaft für die Beteiligung am spezifischen Unternehmen entscheiden. Die meist sehr rationalen Entscheidungskriterien der Private-Equity-Gesellschaften waren aber nicht Schwerpunkt der vorliegenden Studie.

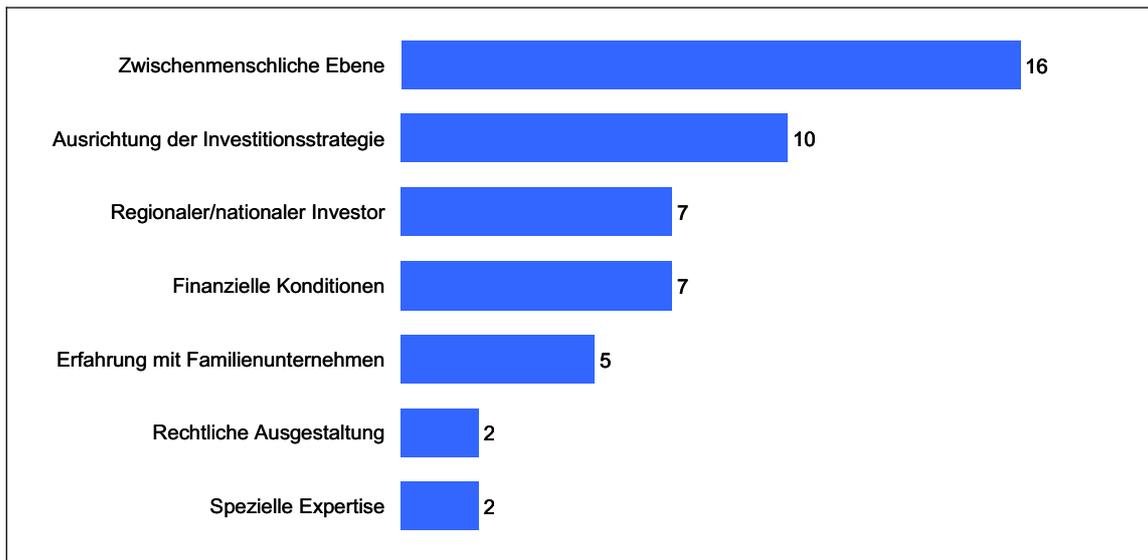


Abb. 16: Entscheidungskriterien der Familienunternehmen
 Anmerkung: n=49, Mehrfachnennung möglich
 (Quelle: Interviews)

An dritter Stelle nannten die Familienunternehmen das Kriterium der nationalen Identität bzw. regionalen Nähe (n=7). Dies war für viele Eigentümer eine sehr wichtige Voraussetzung für den Aufbau des Vertrauens zum Investor. Zudem profitierten einzelne lokal ausgerichtete Private-Equity-Gesellschaften auch vom regionalen Netzwerk und den Empfehlungen der Unternehmer.

„... Wie gesagt, man kannte sich. Stuttgart ist eben unser Heimatplatz und man hat überhaupt nicht daran gedacht, nach Frankfurt zu gehen oder sonst noch irgendwo hin ...“ (Familienunternehmen)

Auf gleicher Position rangierte die Bedeutung der finanziellen Konditionen, die die Private-Equity-Gesellschaften den Familienunternehmern unterbreiteten (n=7). Diese Gewichtung lässt darauf schließen, dass attraktive finanzielle Konditionen zwar notwendig sind, um in die engere Wahl der Familien zu gelangen, sie jedoch für die endgültige Entscheidung nicht zwingend ausschlaggebend sind.

„... Das Entscheidende war nicht einmal unbedingt der Kaufpreis, es war das Vertrauen und die Chemie ...“ (Familienunternehmen)

Für fünf Unternehmen war es schließlich ein Entscheidungskriterium, ob die zur Auswahl stehenden Investoren schon zuvor Erfahrungen mit Beteiligungen an Familienunternehmen gemacht hatten. Die rechtliche Ausgestaltung und die spezielle Expertise spielten jeweils nur für zwei Unternehmen eine Rolle bei der Wahl der Private-Equity-Gesellschaft.

3.2.3.2 Klassifizierung von Private-Equity-Gesellschaften

Da sich die Private-Equity-Gesellschaften erheblich in ihrem Verhalten unterscheiden können und Familienunternehmen gleichzeitig sehr bewusst die Wahl der Private-Equity-Gesellschaft treffen wollen, ist eine hohe Transparenz über potenzielle Investoren sehr wichtig. Eine grobe Klassifizierung der Private-Equity-Gesellschaften kann für Familienunternehmer eine Entscheidungshilfe darstellen.

Aufgrund der mangelnden Transparenz der Ausrichtungen einzelner Private-Equity-Gesellschaften und fehlender Kategorisierungen wurde auf Basis der Gespräche mit allen Parteien eine mögliche Klassifizierung der Private-Equity-Gesellschaften entworfen (siehe Abb. 17). Anhand der Kriterien *Renditeanforderungen*, *Investitionssumme*, *Haltdauer* und *Einflussnahme auf das Unternehmen* wurden drei Kategorien gebildet. Bei dieser Einteilung ist allerdings zu betonen, dass die Grenzen zwischen den einzelnen Kategorien fließend sind.

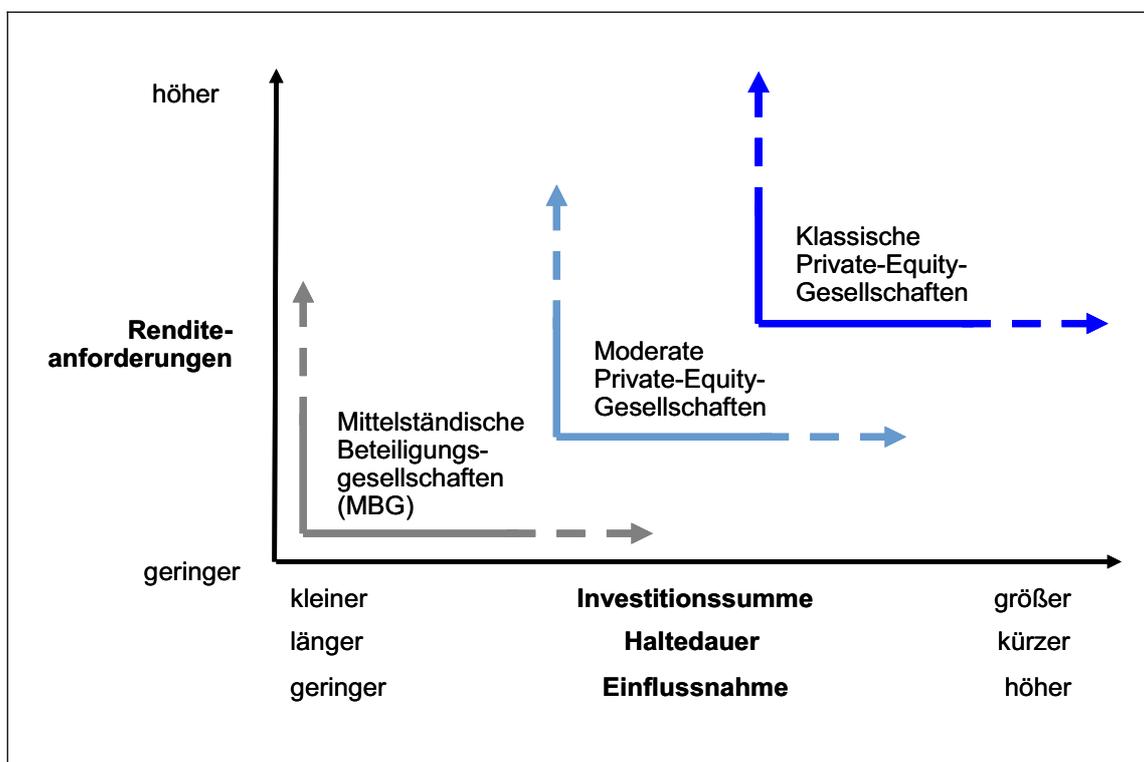


Abb. 17: Mögliche Klassifizierung von Private-Equity-Gesellschaften
(Quelle: Eigene Darstellung)

Mittelständische Beteiligungsgesellschaften lassen sich durch sehr moderate Renditeanforderungen (etwa 15%), kleinere Investitionssummen, eine lange Haltdauer und sehr geringe Einflussnahme auf das Unternehmen charakterisieren. Neben der Renditeoptimierung verfolgen Mittelständische Beteiligungsgesellschaften (MBGs) bewusst das Ziel der breiten Förderung des Mittelstands.

Moderate Private-Equity-Gesellschaften stehen für meist mäßige Renditeanforderungen (etwa 15 bis 20%), mittelgroße Investitionen, eine mittel- bis langfristige Haltedauer und moderate Einflussnahme. Dieser Typ von Private-Equity-Gesellschaft ist oftmals bankennah und zeichnet sich durch einen Fokus auf mittelständische oder familiengeführte Unternehmen aus. Zudem weisen sie teilweise einen hohen Anteil von Minderheitsbeteiligungen in ihrem Portfolio auf.

Klassische Private-Equity-Gesellschaften weisen hohe Renditeanforderungen, große Investitionssummen, eine kürzere Haltedauer und stärkere Einflussnahme auf. Sie haben oftmals einen angelsächsischen Hintergrund und sind international tätig. Da bei diesen Private-Equity-Gesellschaften der Fokus eher auf mehrheitlichen Übernahmen liegt, sind Minderheitsbeteiligungen eher Ausnahmen und nehmen teilweise nur einen kleinen Anteil im Portfolio ein. Durch den erhöhten Wettbewerbsdruck bei Mehrheitsbeteiligungen, den damit verbundenen Preisdruck und die sinkenden Renditen gewinnt die Minderheitsbeteiligung auch bei klassischen Private-Equity-Gesellschaften an Bedeutung.

Detaillierte Eigenschaften einer Auswahl identifizierter Private-Equity-Gesellschaften mit Minderheitsbeteiligungen sind in Abb. 18 dargestellt. Die Tabelle zeigt verschiedene Kriterien, anhand derer die Private-Equity-Gesellschaften klassifizierbar sind. Die einzelnen Ausprägungen basieren auf Daten, die sowohl aus den Gesprächen als auch aus öffentlich verfügbaren Informationen aggregiert wurden. Die Aufstellung erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit und bietet eher indikative Informationen über die Private-Equity-Gesellschaften.

Kriterien zur Klassifizierung	BayBG	BWK	HannoverFinanz	Nordholding	DZ Equity	IKB Private Equity	WGZ Initiativkapital	Buchanan Capital Partners	3i Deutschland GmbH	Lindsay Goldberg	Apax Partners
Fondstruktur	Evergreen	Evergreen	Evergreen	Evergreen	Eigene Mittel der DZ Bank	Eigene Mittel der IKB AG	Eigene Mittel der WGZ Bank	Langfristiger Fond	Eigene Mittel	Langfristiger Fond	Zeitlich begrenzter Fond
Gesellschafter/ Investoren	Banken, Versicherungen, Verbände	Landesbanken, Versicherungen	Management, Versicherungen	Landesbanken, Versicherungen, Großsparkassen	100% Tochter der DZ Bank	100% Tochter der IKB AG	100% Tochter der WGZ Bank	Institutionelle Investoren	3i	Amerikanisches Family Office	Institutionelle Investoren
Minderheitenfokus	sehr hoch	sehr hoch	sehr hoch	mittel	sehr hoch	hoch	hoch	mittel	mittel	gering	gering
Durchschnittliche Investitionssumme	bis 5 Mio. €	ab 2,5 Mio. €	5 bis 50 Mio. €	30 bis 100 Mio. €	2,5 bis 10 Mio. €	2 bis 15 Mio. €	ab 1,5 Mio. €	5 bis 20 Mio. €	ca. 50 Mio. €	ab 20 Mio. €	200 bis 2.500 Mio. €
Fokussierte Unternehmensgröße	bis 100 Mio. € Umsatz	ab 10 Mio. € Umsatz	ab 20 Mio. € Umsatz	20 bis 500 Mio. € Umsatz	ab 20 Mio. € Umsatz	ab 20 Mio. € Umsatz	ab 20 Mio. € Umsatz	bis 250 Mio. € Umsatz	ab 100 Mio. € Umsatz	k.A.	ab 1 Milliarde € Umsatz
Durchschnittliche Haltedauer	langfristig	langfristig 10 bis 15 Jahre	mittel- bis langfristig 7 bis 10 Jahre	mittel- bis langfristig 6 bis 7 Jahre	mittel- bis langfristig 5 bis 7 Jahre	mittel- bis langfristig 5 bis 7 Jahre	mittel- bis langfristig	mittel- bis langfristig bis zu 8 Jahren	mittelfristig bis 5 Jahre	mittelfristig	kurzfristig 2 bis 5 Jahre
Angestrebter Eigenkapitalanteil	20% bis 25%	ab 20%	ab 25%	ab 25%	35% bis 40%	ab 10%	ab 10%	ab 25%	ab 25%	ab 25%	ab 25%
Renditeerwartungen	sehr moderat ca. 15%	sehr moderat ca. 15%	moderat ca. 20%	moderat ca. 15% - 20%	moderat ca. 15% - 20%	moderat ca. 20%	moderat ca. 20%	moderat ca. 20%	k.A.	k.A.	hoch 30%+
Regionale Ausrichtung	regional	national Baden-Württemberg	national	national	national	national	national	national	international	international	international

Abb. 18: Eigenschaften ausgewählter Private-Equity-Gesellschaften mit Minderheitsbeteiligungen (Quelle: Interviews, öffentlich verfügbare Informationen)

3.3 Zwischenfazit

Die Studie kommt zum Ergebnis, dass Wachstum und Gesellschafterwechsel die zentralen *Finanzierungsanlässe* für eine Minderheitsbeteiligung darstellen. Bei der Finanzierung des Unternehmenswachstums fiel die Wahl der befragten Familienunternehmer auf die Minderheitsbeteiligung als Finanzierungslösung, da sie von der Kapitalstrukturverbesserung und der Professionalisierung durch die Private-Equity-Gesellschaft profitieren wollten. Bei der Bewältigung eines Gesellschafterwechsels mithilfe einer Minderheitsbeteiligung stand dagegen die Professionalisierung durch die Private-Equity-Gesellschaft als erwünschter Zusatznutzen an erster Stelle – gefolgt von der Vorbereitung auf den IPO und der Aufnahme eines neutralen Gesellschafters.

Trotz der genannten Vorteile einer Minderheitsbeteiligung hegten die Familienunternehmer auch *Vorbehalte* gegenüber dieser Finanzierungsform. Diese fielen jedoch im Vergleich zu den Unternehmen, die sich final gegen eine Minderheitsbeteiligung und für eine Mezzanine-Finanzierung entschieden haben, eher mäßig aus.

Bei der *Anbahnung* und Umsetzung einer Minderheitstransaktion nutzten die Familienunternehmen sehr selten professionelle Unterstützung und verließen sich eher auf ihr eigenes Gespür oder den Rat des jahrelangen Rechtsanwalts. Die Private-Equity-Gesellschaften wurden meist über Kontakte von Dritten oder Banken im Rahmen eines informellen Prozesses angesprochen.

Als wichtigste *Entscheidungskriterien* für die Auswahl der Private-Equity-Gesellschaft nannten die Unternehmer die zwischenmenschliche Ebene und die Ausrichtung der Investitionsstrategie der Private-Equity-Gesellschaft – der Preis war bei der Minderheitsbeteiligung wichtig, aber nicht entscheidend.

4. Ausgestaltung der Minderheitsbeteiligung

4.1 Einführende Überlegungen

Im Folgenden wird der Bedarf für rechtliche Regelungen erläutert und die wesentlichen Vertragswerke bei einer Minderheitsbeteiligung angeführt. Anschließend daran werden die Vertragswerke einzeln aufgegriffen. Hierbei werden die vertraglichen Ausgestaltungen erst erläutert und daraufhin in der Stichprobe verifiziert und bewertet.

Trotz der sorgfältigen Auswahl des Finanzierungspartners bergen Minderheitsbeteiligungen ein hohes Konfliktpotenzial zwischen den beteiligten Parteien. Unterschiedliche Zielsetzungen der Private-Equity-Gesellschaft und des Familienunternehmers führen vielfach zu beidseitigen Ängsten (siehe Abb. 19).

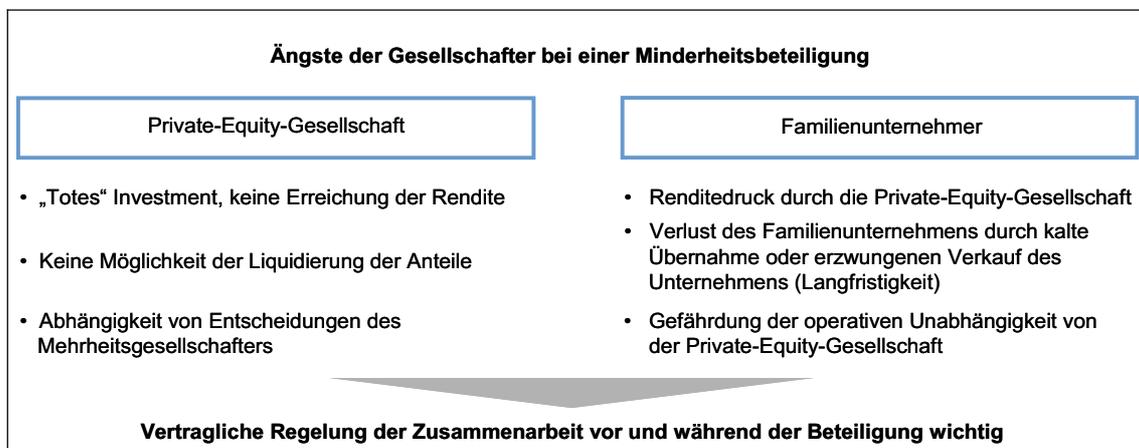


Abb. 19: Gründe für die Wichtigkeit vertraglicher Regelungen im Rahmen einer Minderheitsbeteiligung (Quelle: Eigene Darstellung)

Die Private-Equity-Gesellschaft hat eine gewisse Zielrendite, die mit dem Investment im Familienunternehmen erreicht werden soll. Zudem ist der Minderheitsgesellschafter ohne vertragliche Regelungen von den Entscheidungen des Mehrheitsgesellschafters stark abhängig. Daher fürchtet die Private-Equity-Gesellschaft bei Konflikten mit dem Familienunternehmer, dass eine Liquidierung seiner Anteile nicht möglich ist und die gewünschte Zielrendite nicht erreicht werden kann.

Demgegenüber stehen die Ängste des Familienunternehmers, eine Private-Equity-Gesellschaft als Minderheitsgesellschafter aufzunehmen. Er fürchtet den Renditedruck, den Verlust des Familienunternehmens durch einen erzwungenen Verkauf und die Gefährdung der operativen Unabhängigkeit. Vor diesem Hintergrund sind vertragliche Regelungen für die Zusammenarbeit der Private-Equity-Gesellschaft und dem Familienunternehmer vor und während der Beteiligung essenziell.

Im Folgenden werden die allgemeinen rechtlichen Elemente zur Regelung während der Anbahnung der Beteiligung bis hin zum Ausstieg der Private-Equity-Gesellschaft aufgeführt (siehe Abb. 20).

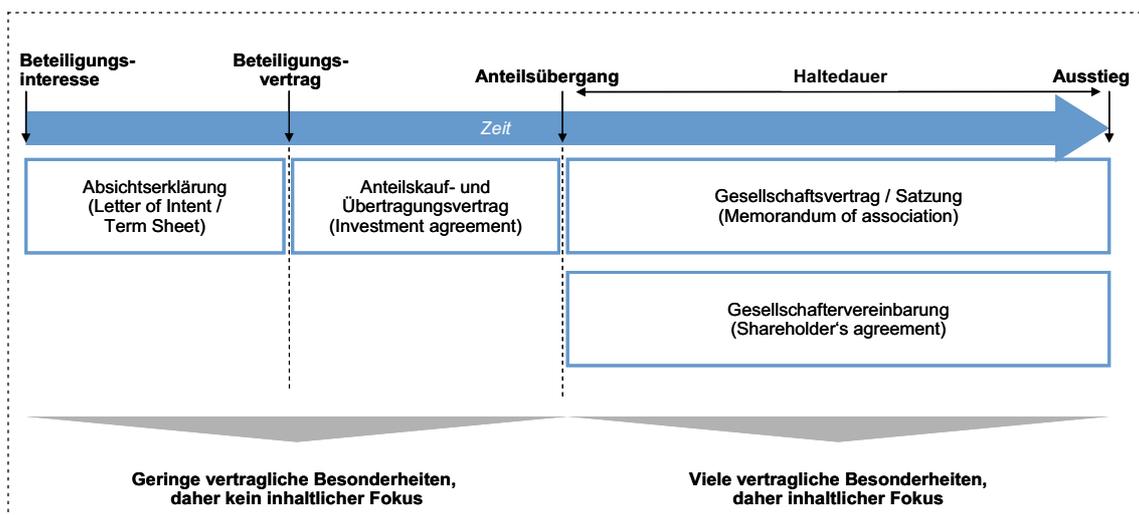


Abb. 20: Wichtige vertragliche Elemente der Minderheitsbeteiligung – von der Absichtserklärung bis zum Ausstieg
(Quelle: Eigene Darstellung)

Nach der Kontaktaufnahme und der positiven Erstbeurteilung des Familienunternehmens durch die Private-Equity-Gesellschaft werden häufig die Grundsatzbedingungen einer Minderheitsbeteiligung in einer *Absichtserklärung* der Private-Equity-Gesellschaft festgehalten. Die Absichtserklärung kann in Form eines *Letter of Intent* oder *Term Sheet* gebildet werden.

Der *Letter of Intent* beschreibt das Beteiligungsinteresse der Private-Equity-Gesellschaft am Unternehmen und legt die grundsätzlichen Beteiligungskonditionen fest. Das *Term Sheet* regelt die Berechnungsgrundsätze für die Beteiligung. In der Praxis werden *Letter of Intent* und *Term Sheet* oftmals synonym verwendet. Diese Absichtserklärung wird meist vor dem Due-Diligence-Prozess abgegeben. Nach der Due Diligence kommt es bei einer Einigung zum *Anteilskauf- und Übertragungsvertrag*. Dieser findet zeitlich meist mit dem Anteilsübergang statt.

Losgelöst von der Minderheitsbeteiligung einer Private-Equity-Gesellschaft regeln generell zwei Vertragswerke die Zusammenarbeit der Organe des Unternehmens und der Gesellschafter untereinander. Der *Gesellschaftsvertrag* (oder die Satzung) koordiniert die Kompetenzen und Abläufe zwischen den Organen Geschäftsführung, Kontrollgremium und Gesellschafter des Familienunternehmens. Die *Gesellschaftervereinbarung* regelt hingegen das Verhältnis der Gesellschafter – hier des Familienunternehmers und der Private-Equity-Gesellschaft – untereinander.

Bei Minderheitsbeteiligungen von Private-Equity-Gesellschaften an Familienunternehmen weisen insbesondere der Gesellschaftsvertrag und die Gesellschaftervereinbarung Besonderheiten auf.²¹ Daher werden die vertraglichen Komponenten vor dem Anteilsübergang zwar kurz dargestellt, der inhaltliche Fokus liegt allerdings auf den Regelungen

²¹ Daneben gibt es zusätzlich noch verpflichtende Geschäftsordnungen für die Geschäftsführung und den Beirat, die in vielen Fällen zumindest teilweise in den Gesellschaftsvertrag und die Gesellschaftervereinbarung integriert sind.

gen der Zusammenarbeit zwischen Private-Equity-Gesellschaft, Familienunternehmer und Familienunternehmen.

4.2 Regelungen vor Anteilsverkauf

4.2.1 Absichtserklärung

Der Veräußerungsprozess bei Minderheitsbeteiligungen läuft laut den befragten Unternehmen und Experten meist informell ab. Demzufolge existieren nur in seltenen Fällen Absichtserklärungen in Form eines *Letter of Intent* oder *Term Sheet*.

Experten raten jedoch auch bei informellen Prozessen zu einer Absichtserklärung durch die Private-Equity-Gesellschaft. Diese sollte folgende Aspekte beinhalten:

- Zeit- und Aktionsplan für den Verkaufsprozess,
- Bewertungsrichtlinien und angestrebte Rendite der Private-Equity-Gesellschaft,
- angestrebte Einflussnahme der Private-Equity-Gesellschaft und
- angestrebte Haltedauer und Art des bevorzugten Ausstiegs der Private-Equity-Gesellschaft.

Durch die Absichtserklärung der Private-Equity-Gesellschaft kann der Familienunternehmer frühzeitig Zielkonflikte aufdecken. Demnach raten die befragten Experten dazu, die Absichtserklärung vor Beginn der Due Diligence aufzusetzen.

„... Der Familienunternehmer sollte die Private-Equity-Gesellschaft vor der Due Diligence eine Absichtserklärung in verständlicher Sprache verfassen lassen. Darin sollten die expliziten Vorstellungen bzgl. Exit, Haltedauer, Einfluss, Preis, Rendite dargelegt werden, damit der Familienunternehmer schon vor dem Start des Prozesses Zielkongruenz sicherstellen kann ...“ (Experte)

4.2.2 Anteilskauf- und Übertragungsvertrag

Nach einer erfolgreichen Due Diligence stellt die Absichtserklärung die Basis der Verhandlungen für den Anteilskauf- und Übertragungsvertrag dar. Nach erfolgreicher Verhandlung wird der Anteilskauf- und Übertragungsvertrag ausgestaltet. Er beinhaltet den Gegenstand (Anteil), die Gegenleistung (Kaufpreis), die Garantieverprechen, die Rechtsfolgen bei Garantieverletzung, die Haftung, den Übergangszeitraum und das Rücktrittsrecht.

Experten weisen auf folgende Punkte beim Anteilskauf- und Übertragungsvertrag hin:

- Der Familienunternehmer sollte keine übermäßigen Haftungs- und Garantieverpflichtungen eingehen.

- Der Eigentumsübergang sollte über die Kaufpreiszahlung hinaus nicht an weitere Bedingungen geknüpft werden.
- Es sollte eine Entschädigung beim Rücktritt einer der Parteien vereinbart werden.

4.3 Gesellschaftsvertrag

4.3.1 Einordnung des Gesellschaftsvertrags

Nach der Übertragung der Anteile treten der Gesellschaftsvertrag und die Gesellschaftervereinbarung in Kraft. In Abb. 21 werden die beiden Vertragswerke und die Einordnung in die Gesellschaft dargestellt. Der Gesellschaftsvertrag regelt das Zusammenspiel zwischen Gesellschaftern, Geschäftsführung und Beirat.

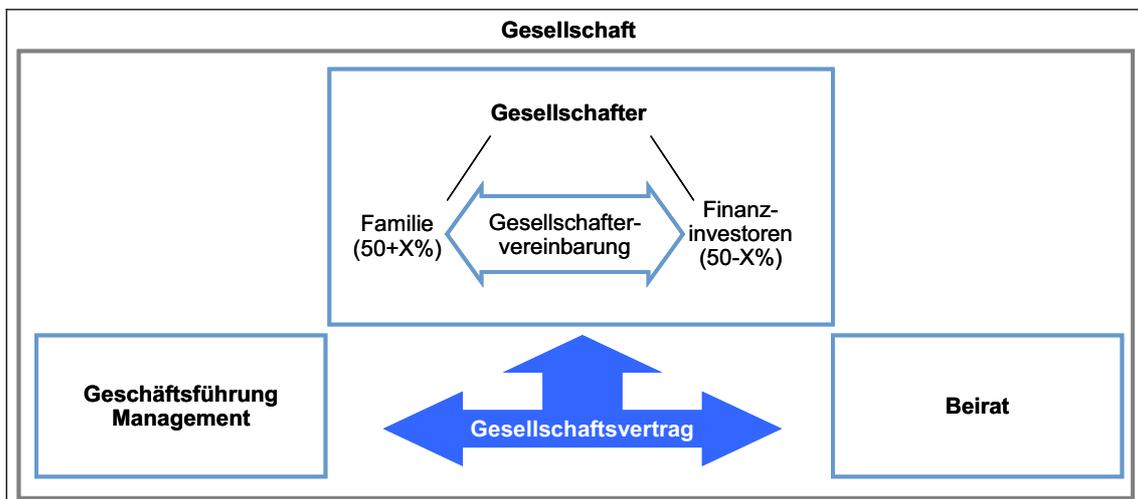


Abb. 21: Verträge und rechtliche Organe einer Minderheitsbeteiligung - Überblick

Anmerkung: GmbH und GmbH & Co. KG im Folgenden fokussiert, da stark dominierende Rechtsform bei deutschen Familienunternehmen

(Quelle: Eigene Darstellung)

Bei der Ausgestaltung des Gesellschaftsvertrages gibt es nur eingeschränkt rechtliche Vorgaben. Die gesichteten Beispielverträge und die Gespräche mit Rechtsexperten lassen auf sechs grundsätzliche Elemente des Gesellschaftsvertrags schließen.²² Im Folgenden wird auf Besonderheiten der vertraglichen Komponenten bei Minderheitsbeteiligungen eingegangen. Die Bedeutung der vertraglichen Komponenten wird durch die Anwendung in der Praxis sowie die Sichtweise der Familienunternehmer, Private-Equity-Gesellschaften und Experten analysiert.

²² Quelle: Beispielverträge, Interviews. Vertragliche Elemente des Gesellschaftsvertrags können teilweise redundant zu den Bestandteilen der Gesellschaftervereinbarung auftreten, wie beispielsweise die *Allgemeinen Bestimmungen* oder die Regelungen zur *Abtretung von Gesellschaftsanteilen und Auflösung*.

<p align="center">Allgemeine Bestimmungen</p>	<p align="center">Geschäftsführung und Zustimmungsvorbehalte</p>	<p align="center">Beirat</p>
<ul style="list-style-type: none"> • Firma und Sitz der Gesellschaft • Gegenstand des Unternehmens • Stammkapital und Einlagen • Kapitalerhöhungen • Zusammenlegung von Gesellschaftsanteilen • Sonstiges 	<ul style="list-style-type: none"> • Geschäftsführer Bestimmung und Abberufung • Vertretung • Zustimmungsvorbehalte • Sonderrechte der Private-Equity-Gesellschaft • Finanz- und Investitionsplanung • Informationspflichten 	<ul style="list-style-type: none"> • Einrichtung • Zusammensetzung (Entsenderecht der Private-Equity-Gesellschaft) • Rechte und Befugnisse • Innere Ordnung
<p align="center">Gesellschafterversammlungen</p>	<p align="center">Jahresabschluss, Gewinnverwendung, Liquidation</p>	<p align="center">Abtretung von Gesellschaftsanteilen und Auflösung</p>
<ul style="list-style-type: none"> • Allgemeine Regelungen • Gesellschafterbeschlüsse • Gegenstände der Beschlussfassung 	<ul style="list-style-type: none"> • Jahresabschluss • Ergebnisverwendung • Verteilung des Liquidationserlöses 	<ul style="list-style-type: none"> • Verfügung und Belastung von Gesellschaftsanteilen (Vinkulierungsklausel, Sonderregelungen für Private-Equity-Gesellschaften) • Einziehung und Abfindung • Auflösung der Gesellschaft

Abb. 22: Elemente des Gesellschaftsvertrags

Anmerkung: Hervorgehobene Punkte sind Besonderheiten bei Minderheitsbeteiligungen von Private-Equity-Gesellschaft und werden im Folgenden näher betrachtet.

(Quelle: Beispielverträge, Interviews)

4.3.2 Geschäftsführung und Zustimmungsvorbehalte

4.3.2.1 Zustimmungsvorbehalte

Zustimmungsvorbehalte bei bestimmten Entscheidungen (Zustimmungspflichtige Geschäfte) werden auf Wunsch der Private-Equity-Gesellschaft meist im Gesellschaftsvertrag verankert.²³ Die Private-Equity-Gesellschaft hat dadurch bei wichtigen Entscheidungen ein Mitspracherecht. Dieses soll die Private-Equity-Gesellschaft vor folgeschweren Entscheidungen des Mehrheitsgesellschafters schützen, die nicht dem Interesse der Private-Equity-Gesellschaft entsprechen.

Zustimmungspflichtige Geschäfte sind nicht gegen den Willen der Private-Equity-Gesellschaft durchführbar. Dies wird in Form eines expliziten Vetorechts oder über die Notwendigkeit eines qualitativen Gesellschafterbeschlusses²⁴ im Gesellschaftsvertrag festgelegt. Eine erzwungene Alternativentscheidung durch die Private-Equity-Gesellschaft ist jedoch auch nicht möglich. Dies fordert bei zustimmungspflichtigen Geschäften immer einen Konsens zwischen der Private-Equity-Gesellschaft und dem Familienunternehmen.

²³ Verankerung ist alternativ auch in der Gesellschaftervereinbarung oder einer Geschäftsordnung für die Geschäftsführung möglich.

²⁴ Qualitative Mehrheit der Gesellschafterversammlung (entspricht 75 Prozent), wenn Private-Equity-Gesellschaft mehr als 25 Prozent der Anteile hält.

Eine Auswahl wichtiger Zustimmungsvorbehalte umfasst:²⁵

- Strategie und Unternehmensplanung,
- Anschaffungen und Investitionen ab definierten Beträgen,
- Erteilung von Prokura und Generalvollmachten,
- Veräußerung, Verfügung und Aufgabe wesentlicher Unternehmensteile,
- Erwerb oder Errichtung anderer Unternehmen,
- zusätzliche Aufnahme von Fremd- oder Mezzanine-Kapital.

Die Familienunternehmen wie auch die Private-Equity-Gesellschaften wurden zur Bedeutung von zustimmungspflichtigen Geschäften im Rahmen ihrer bisherigen Erfahrungen befragt. In der Stichprobe hatten 16 von 21 Familienunternehmen die Rechtsform der GmbH oder GmbH & Co. KG. Von diesen 16 Unternehmen wurden in 12 Gesellschaftsverträgen *Zustimmungsvorbehalte* definiert. Nur vier GmbHs oder GmbH & Co. KGs hatten keine Zustimmungsvorbehalte der Private-Equity-Gesellschaft definiert. Die restlichen fünf Familienunternehmen waren Aktiengesellschaften. Bei Aktiengesellschaften sind zustimmungspflichtige Geschäfte gesetzlich²⁶ zwingend in der Satzung oder durch den Aufsichtsrat festzulegen. Daher bleibt eine Ausweitung der zustimmungspflichtigen Geschäfte bei Aktiengesellschaften oftmals aus. Bei der Aufnahme einer Private-Equity-Gesellschaft in eine GmbH oder GmbH & Co. KG wurden dagegen in zwölf von 16 Fällen zustimmungspflichtige Geschäfte verankert. Bei zustimmungspflichtigen Geschäften erfolgt die Beschlussfassung meist über den Beirat.

„... Private-Equity-Gesellschaften lassen sich zustimmungspflichtige Geschäftsvorfälle definieren [...] Investitionspläne, Einstellung von Geschäftsführern, Zukauf von Unternehmen, große Darlehensaufnahmen, Einstellung von Familienmitgliedern, müssen immer abgestimmt werden ...“ (Familienunternehmen)

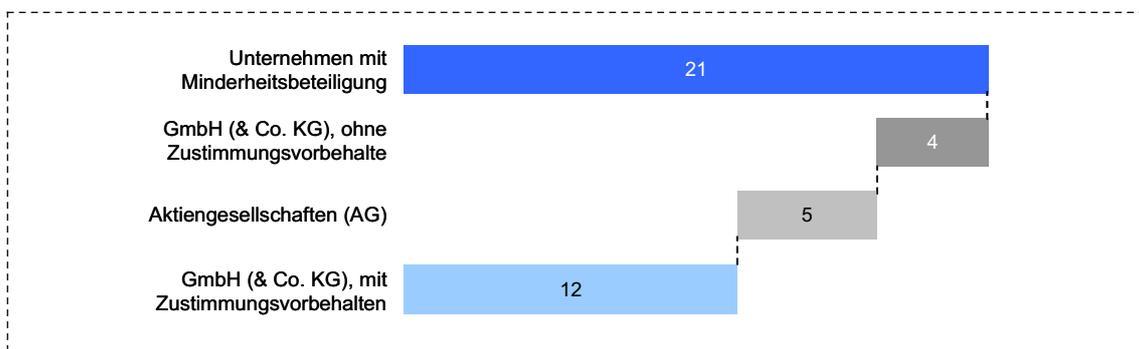


Abb. 23: Häufigkeit des Einsatzes von Zustimmungsvorbehalten

Anmerkung: n=21

(Quelle: Interviews)

²⁵ Zustimmungsvorbehalte bezüglich der Finanz- und Investitionsplanung sind zentral und werden daher separat in Kapitel 4.3.2.3 behandelt.

²⁶ Vgl. §111 Abs. 4 Satz 2 AktG.

Bei Mezzanine-Beteiligungen hat der Kapitalgeber kein Mitspracherecht und keine Zustimmungsvorbehalte. Stattdessen werden häufig sogenannte Covenants festgelegt. Hierbei handelt es sich um Auflagen, die Verpflichtungen in Form von Handlungs- und Unterlassungspflichten für den Kapitalnehmer umfassen.²⁷ In der Stichprobe wurden derartige Covenants bei allen Mezzanine-Beteiligungen erfasst.

4.3.2.2 Sonderrechte der Private-Equity-Gesellschaft

Neben den zustimmungspflichtigen Geschäften kann sich die Private-Equity-Gesellschaft auch *Sonderrechte* im Falle einer schlechten Unternehmensentwicklung zusichern lassen. Diese können vom Einsatz von Beratern bis zum Austausch der Geschäftsführung reichen. In der Stichprobe hatten sich die Private-Equity-Gesellschaften nur bei fünf Minderheitsbeteiligungen Sonderrechte bei einer schlechten Unternehmensentwicklung eingeräumt. Dies liegt vor allem daran, dass das Familienunternehmen die Ausweitung der Macht der Private-Equity-Gesellschaft auf das operative Geschäft verhindern möchte und dies ein Ausschlusskriterium bei Verhandlungen darstellt. In jüngeren Beteiligungsverträgen wurden jedoch häufiger Sonderrechte implementiert – meist zur Erhöhung des Einflusses auf die Geschäftsführung in schlechten Zeiten.

„... Ja doch, es gibt bestimmte Klauseln, wenn Planzahlen dramatisch unterschritten werden. Das geht dann nur in Richtung Management. Dass beide der Meinung sind, da müsste man noch einen Manager neben mir haben ...“ (Familienunternehmen)

„... Für den Finanzinvestor ist es ganz wichtig, dass er in einer Art und Weise Einfluss auf die Besetzung des Managements hat. Er muss etwas dagegen machen können, wenn ein unfähiger Nachfolger die Geschäftsführung übernehmen soll ...“ (Experte)

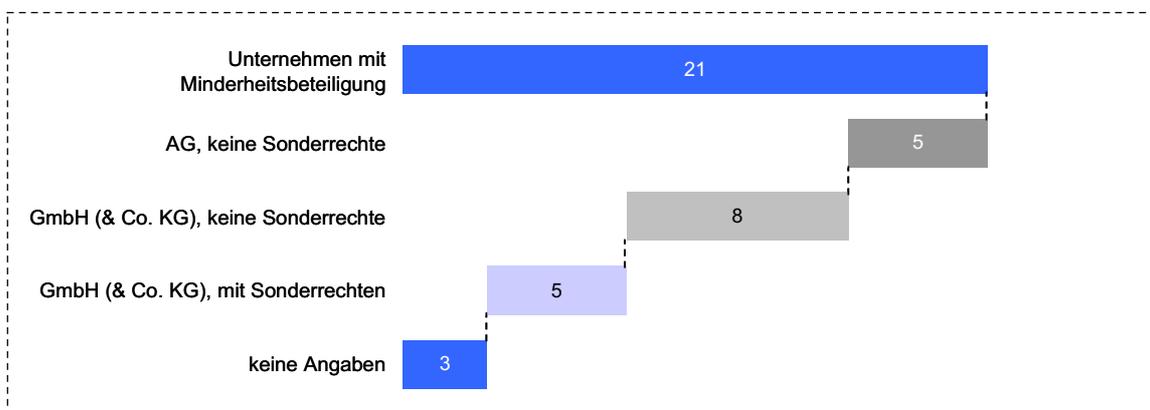


Abb. 24: Existenz von Sonderrechten bei schlechter Unternehmensentwicklung

Anmerkung: n=21

(Quelle: Interviews)

²⁷ Vgl. Diem (2005), S. 90.

4.3.2.3 Finanz- und Investitionsplanung

Die Zustimmungspflicht der Private-Equity-Gesellschaft zur Finanz- und Investitionsplanung ist das zentrale Instrument der Einflussnahme auf das Familienunternehmen. Sie umfasst typischerweise folgende Punkte:

- Plan-Bilanz, Plan-Gewinn- und Verlustrechnung sowie Investitions- und Liquiditätsplanung einschließlich Personalplanung für das kommende Geschäftsjahr mit monatlicher Aufgliederung,
- Grobplanung von Umsatz, Kosten, Investitionen und Liquiditätsentwicklung für die nächsten zwei bis drei Jahre.

„... Die Planungen mussten durch den Beirat, in dem der Finanzinvestor saß, verabschiedet werden. Da wurde dann auch mal gesagt „das ist uns zu wenig“! Aber das war eigentlich der größte Einfluss ...“ (Familienunternehmen)

„... Am Anfang des Geschäftsjahres wurde die Planung im Beirat besprochen. Das war sozusagen die Genehmigung der Investitions-, Liquiditäts- und Umsatzplanung. Da es bei uns ganz gut lief, gab es da auch nie Komplikationen oder Unstimmigkeiten ...“ (Familienunternehmen)

„... Für uns ist die Finanz- und Investitionsplanung das wichtigste Instrument, Einfluss auszuüben. Dort bringen wir uns ein und hinterfragen die Entscheidungen und die geplanten Entwicklungen des Familienunternehmers ...“ (Private-Equity-Gesellschaft)

Zustimmungspflichtige Geschäfte, die bereits mit der Finanz- und Investitionsplanung verabschiedet sind, bedürfen keiner weiteren gesonderten Zustimmung.

4.3.2.4 Informationspflichten

Private-Equity-Gesellschaften als Minderheitsgesellschafter fordern eine detaillierte Berichterstattung des Familienunternehmens. Hierbei wird grundsätzlich zwischen Regel- und Sonderberichterstattung unterschieden.

Die Regelberichterstattung umfasst:

- monatliches Reporting und Soll-Ist-Vergleich mit Plan- und Vorjahreszahlen von:
 - detaillierter Gewinn- und Verlustrechnung,
 - Liquiditätsübersicht und Liquiditätsplanung,
 - Auftragseingang und Vertriebsvorschau,
 - Status der Investitionen,
- Quartalsbilanzen.

Die Sonderberichterstattung umfasst:

- zeitnahe Berichterstattung von wesentlichen Tatbeständen, die die Geschäftsentwicklung beeinträchtigen können.

Über die Bereitstellung der erwünschten Daten hinaus stellt die Private-Equity-Gesellschaft den Anspruch an die Geschäftsführung bzw. den Familienunternehmer, die Finanzkennzahlen auch verstanden zu haben und erklären zu können.

„... Wir analysieren monatlich die Zahlen. Der Familienunternehmer muss allerdings nicht nur die Zahlen liefern, er muss sie uns auch erklären können. Falls es zu Abweichungen kommt, kann es auch sein, dass wir mal anrufen und nach einer Erklärung fragen. Wenn er dann die Zahlen nicht einmal kennt, dann ist das nicht positiv für die Zusammenarbeit ...“ (Private-Equity-Gesellschaft)

4.3.3 Beirat

Das Kontrollgremium wird von den Private-Equity-Gesellschaften als zentrales Instrument der Einflussnahme eingesetzt. Bei GmbHs und GmbH & Co. KGs wird es häufig als Beirat bezeichnet. Der Beirat wird freiwillig²⁸ eingerichtet und kann entweder auf vertraglicher Basis (Ausnahmefall) oder als echtes Gesellschaftsorgan ausgestaltet sein. Die Rechte und Befugnisse können weitgehend frei gestaltet werden.

Bei der Aktiengesellschaft gibt es gesetzliche Regelungen, die die Einrichtung eines Aufsichtsrates vorschreiben. Rechte und Befugnisse des Aufsichtsrats werden durch das Aktiengesetz (§111 AktG) und die Satzung vorgegeben.

Differenzierungskriterien	Beirat	Aufsichtsrat
Rechtsform der Gesellschaft	GmbH, Personengesellschaften (n=16)	Aktiengesellschaften (n=5)
Einrichtung	Freiwillige Einrichtung*	Verpflichtende Einrichtung
Rechtliche Stellung	Vertragliche Basis oder echtes Gesellschaftsorgan	Rechtliches Organ
Rechte und Befugnisse	weitgehende Gestaltungsfreiheit (z.B. GmbHG § 52)	Festlegung in Aktiengesetz (§111 AktG) und Satzung

Abb. 25: Differenzierungskriterien zwischen Beirat und Aufsichtsrat

Anmerkung: * siehe Fußnote 28

(Quelle: Eigene Darstellung)

²⁸ Pflicht bei GmbH, falls sie 1) dem Drittelbeteiligungsgesetz unterliegt (mehr als 500 Arbeitnehmer) oder 2) dem MitbestG unterliegt (mehr als 2000 Arbeitnehmer); Pflicht bei GmbH & Co. KG in bestimmten Konstellationen, wenn mehr als 2000 Arbeitnehmer (§§1,4 MitbestG).

Aufgrund der überwiegenden Mehrheit der GmbHs und GmbH & Co. KGs als Rechtsform bei Familienunternehmen wird im Folgenden auf die Besonderheiten und Gestaltungsfreiheiten des Beirats in der GmbH und GmbH & Co. KG eingegangen.

4.3.3.1 Einrichtung

Für die Private-Equity-Gesellschaft ist die Einrichtung eines Beirats Voraussetzung für die Beteiligung an einem Familienunternehmen. Dies konnte in der Stichprobe bestätigt werden (siehe Abb. 26). Während der Minderheitsbeteiligung der Private-Equity-Gesellschaft existierte ein Beirat in allen befragten GmbHs und Personengesellschaften (n=16). Teilweise war der Beirat bereits vor der Minderheitsbeteiligung vorhanden (n=7). Mehrheitlich wurde der Beirat jedoch erst durch die Minderheitsbeteiligung eingerichtet (n=9).

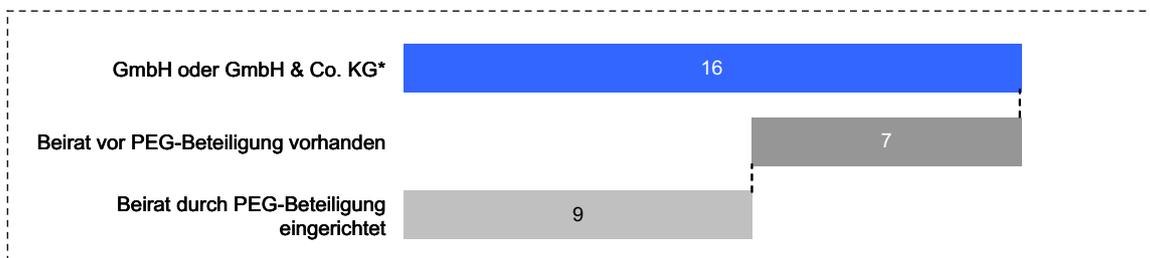


Abb. 26: Existenz und Zeitpunkt der Einrichtung des Beirats

Anmerkung: n=16, * GmbH oder Personengesellschaft zum Zeitpunkt des Einstiegs des Investors
(Quelle: Interviews)

Der Großteil der Familienunternehmer bewertete die Einrichtung des Beirats als positiv. Selbst nach dem Ausstieg der Private-Equity-Gesellschaft wurde der Beirat in allen Fällen beibehalten.

„... Den Beirat haben wir mit der Hereinnahme der Private-Equity-Gesellschaft eingeführt. Das hat so gut funktioniert, dass wir ihn nun nach dem Ausstieg weiterhin beibehalten werden ...“ (Familienunternehmen)

4.3.3.2 Zusammensetzung

Die Zusammensetzung des Beirats wird im Gesellschaftsvertrag vorgegeben. Bestandteile der Regelungen sind die Anzahl der Beiratsmitglieder sowie die Voraussetzungen und Qualifikationen, die die Mitglieder des Beirats vorweisen müssen.

Die Mehrheit der Beiräte in der Stichprobe wurde durch drei (n=6) oder sechs (n=4) Mitglieder besetzt (siehe Abb. 27).²⁹ Die Private-Equity-Gesellschaft bestellte mindestens ein Mitglied des Beirats (meistens obere Führungsebene der Private-Equity-Gesellschaft). Vorwiegend stellte jeder Familienstamm ein weiteres Beiratsmitglied.

Um eine Professionalisierung des Beirats zu gewährleisten, legt die Private-Equity-Gesellschaft die Voraussetzungen und Qualifikationen der Beiratsmitglieder fest. Hierbei steht häufig das unternehmerische Denken der Beiratsmitglieder im Vordergrund. Durch das große Netzwerk der Private-Equity-Gesellschaft bietet sich daher die Möglichkeit, den Beirat mit anerkannten Industrieexperten oder bewährten Beiratsmitgliedern zu besetzen. Eine ausgewogene Besetzung eines Beirats mit drei Mitgliedern könnte dann folgende Konstellation aufweisen: ein Mitglied wird von der Familie gestellt, ein Mitglied wird von der Private-Equity-Gesellschaft besetzt und der Beiratsvorsitzende ist ein anerkannter Industrieexperte oder bewährter Beirat.

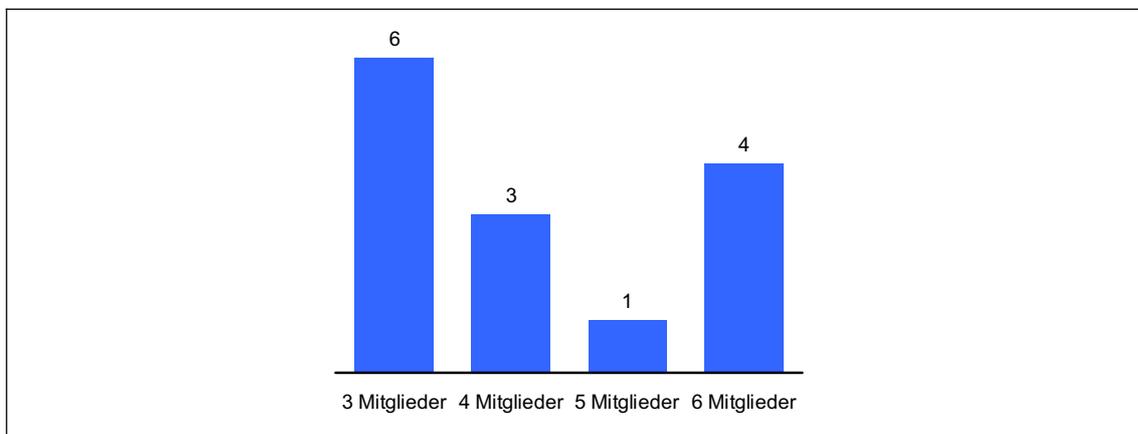


Abb. 27: Verteilung der Mitgliederzahlen im Beirat

Anmerkung: n=14

(Quelle: Interviews)

4.3.3.3 Rechte und Befugnisse

Die Rechte und Befugnisse des Beirats können weitgehend frei gestaltet werden. Die Festlegung erfolgt im Gesellschaftsvertrag. In aller Regel wird der Beirat mit Überwachungs- und Beratungsfunktionen ausgestattet. Darüber hinaus können auch zusätzliche Rechte und Aufgaben auf den Beirat übertragen werden.

Mögliche Zusatzrechte sind:

- Bestellung und Abberufung von Geschäftsführern,

²⁹ Gemäß den aktienrechtlichen Vorschriften muss die Mitgliederzahl des Aufsichtsrats durch drei teilbar sein. Dies wird oftmals auch von GmbHs als Leitlinie übernommen und könnte daher das Ergebnis der Beiratsbesetzung beeinflusst haben – AGs der Stichprobe, die sich dazu geäußert haben, hatten immer sechs Mitglieder.

- Erlass verbindlicher Weisungen an die Geschäftsführung,
- Zustimmungsvorbehalte bei zustimmungspflichtigen Geschäften,
- Bestellung des Abschlussprüfers.

Im Gegensatz zur Befugnis des Aufsichtsrates³⁰ in der AG kann dem Beirat in der GmbH Weisungsbefugnis gegenüber der Geschäftsführung erteilt werden.

„... Das ist ein wesentlicher Punkt. Bei der GmbH können Sie den Beirat in der Form mit Kompetenzen ausstatten, dass er gegenüber der Geschäftsführung weisungsbefugt ist. Dies geht bei der Aktiengesellschaft nicht ...“ (Experte)

Neben den vertraglich geregelten Rechten und Pflichten des Beirats nutzen Familienunternehmen verschiedene zusätzliche Funktionen des Beirats. In Abb. 28 werden die Beiratsfunktionen aus Sicht der Familienunternehmen dargestellt.

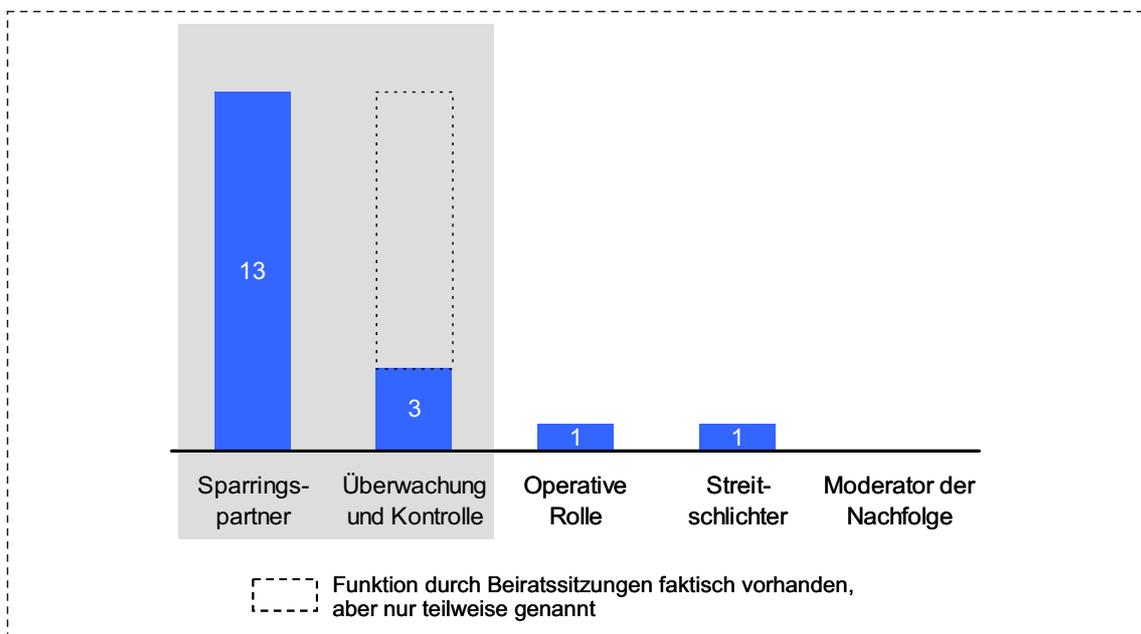


Abb. 28: Häufigkeit möglicher Beiratsfunktionen aus Sicht der Familienunternehmen
Anmerkung: n=18, Mehrfachnennung möglich
(Quelle: Interviews)

Die Funktion als Sparringspartner ist aus Sicht der Geschäftsführung des Familienunternehmens die wichtigste Funktion des Beirats (n=13).

„... Dass da jemand sitzt, der zur gleichen Zeit noch 30 andere Firmen begleitet, die auch einen mittelständischen Background haben, ist sehr hilfreich. Zum Teil sind diese auch in ähnlichen Geschäftsmodellen unterwegs. Hier kam es dann zu einem Sparring, das sehr sinnvoll und hilfreich war. Und insofern hat hier im-

³⁰ Nach §111 Abs. 4 Satz 1 AktG können keine Geschäftsführungsmaßnahmen auf den Aufsichtsrat übertragen werden.

mer ein Erfahrungstransfer stattgefunden. Dies ist ein großer, nicht materiell fassbarer Nutzen ...“ (Familienunternehmen)

„... Die Private-Equity-Gesellschaft ist ein guter Ratgeber. Das zwingt zu einer gewissen Selbstdisziplin, dass man seine Zahlen in Ordnung hat, dass man monatliche Ergebnisse bringt, dass man über Investitionen besser nachdenkt, über strategische Projekte ebenfalls, da man sonst im Beirat und auch von dem Finanzinvestor kritisch gefragt wird: Was ist denn da los? Was soll denn da gemacht werden? ...“ (Familienunternehmen)

Die Überwachungs- und Kontrollfunktion des Familienunternehmens wird zwar nur teilweise explizit wahrgenommen, ist aber durch die Kontrollprozesse der Private-Equity-Gesellschaft und die Beiratssitzungen faktisch vorhanden. Die operative Rolle des Beirats war in der Stichprobe nur einmal zu beobachten. Diese Beiratsfunktion ist durch monatliche Treffen und einer Weisungsbefugnis gegenüber der Geschäftsführung gekennzeichnet. Die Rolle als Streitschlichter wurde ebenfalls nur von einem Unternehmen genannt. Die Moderation der Nachfolge wurde in der Stichprobe nicht angeführt.

Diese Ergebnisse bestätigen die in der Literatur beschriebenen positiven Effekte eines Beirats als Sparringspartner, denn dieser:³¹

- schafft einen Ausgleich zwischen Familie und Unternehmen,
- unterstützt den Familienunternehmer bei der strategischen Ausrichtung des Unternehmens,
- reduziert die Betriebsblindheit,
- kompensiert nicht vorhandene Kompetenz im Unternehmen und
- erhöht die Qualität unternehmerischer Entscheidungen durch kritische aber wohlwollende Beurteilung.

4.3.4 Jahresabschluss, Gewinnverwendung, Liquidation

4.3.4.1 Ergebnisverwendung

Die Ergebnisverwendung birgt für die Zusammenarbeit zwischen Familienunternehmen und Private-Equity-Gesellschaft einige Konflikte, da unterschiedliche Interessen und Präferenzen für und wider einer Ausschüttung bestehen können. Familienunternehmer benötigen meist Ausschüttungen bzw. Entnahmen zur Finanzierung von Steuerbelastungen und zur Bestreitung des Lebensunterhaltes.

³¹ Vgl. Wiedemann/Kögel (2008), §4, Rdnr. 9ff, 20ff; Henseler (2006), S. 140-147.

„... Bei uns wurde von vornherein ausgemacht: keine Ausschüttungen. Es war total wertsteigerungsorientiert. Gut, Steuern wurden natürlich entnommen, aber den Lebensunterhalt mussten wir aus unserem Privatvermögen bestreiten ...“ (Familienunternehmen)³²

„... Ja, das Thema Ausschüttungspolitik ist enorm wichtig. Der Familiengesellschafter muss ja seine Steuern bezahlen. Wenn Sie Gewinne machen, müssen Sie Steuern zahlen, also müssen Sie zumindest den steuerlichen Anteil des Gewinns entnehmen können. Sonst müssten Sie das ja aus dem Privatvermögen bezahlen ...“ (Familienunternehmen)

Bei Beteiligungsgesellschaften bedingt die Investitionsstrategie die Präferenzen bezüglich der Ausschüttungspolitik. Diejenigen, die eine Mindestkapitalrendite aus der Kombination von Ausschüttungen und Unternehmenswertsteigerungen realisieren, bevorzugen oftmals Ausschüttungen während der Haltedauer.

„... Wir haben keine konkrete Ausschüttungspolitik festgelegt. Und das ist am Ende dann auch negativ für den Finanzinvestor gewesen, weil er keine Ausschüttungen gesehen hat. Das ist dann auch der Punkt gewesen, der am Ende zum Ausstieg der Private-Equity-Gesellschaft geführt hat ...“ (Familienunternehmen)

Für Beteiligungsgesellschaften, die ihre Kapitalrendite aus der Steigerung des Unternehmenswertes beziehen, steht dagegen eine Thesaurierung der Gewinne im Vordergrund. Daher ist eine klare Regelung der Ergebnisverwendung zur Vermeidung potenzieller Konflikte zwischen dem Familienunternehmer und der Private-Equity-Gesellschaft notwendig.

4.3.4.2 Verteilung des Liquidationserlöses

Im Falle einer Liquidation des Unternehmens werden vorrangige Gläubiger bedient.³³ Der verbleibende Liquidationserlös wird auf die Eigenkapitalgeber verteilt.³⁴ Vereinzelt lassen sich die Private-Equity-Gesellschaften für solche Fälle Vorzugsanteile einräumen. Bei einer Liquidation haben diese Vorzugsanteile Vorrang und die Private-Equity-Gesellschaft erhält die gesamten Einzahlungen zuzüglich einer vereinbarten jährlichen Verzinsung.³⁵ Erst nach der Befriedigung der Forderungen der Private-Equity-Gesellschaft erhält dann der Familienunternehmer den verbleibenden Erlös.

In der Stichprobe konnte diese Konstellation nicht verifiziert werden. In den 21 Minderheitsbeteiligungen waren die Private-Equity-Gesellschaften und der Familienunternehmer im Falle einer Liquidation gleichberechtigt. Die Einräumung von Vorzugsan-

³² Aussage der Zitate nur für Personengesellschaften gültig.

³³ Die bevorzugte Bedienung der Ansprüche von Private-Equity-Gesellschaften (liquidation preference) findet auch beim Unternehmensverkauf Anwendung.

³⁴ Es wird eine Finanzierungsstruktur ohne Mezzanine-Kapital angenommen.

³⁵ Dies geschieht natürlich unter Beachtung zuvor geleisteter Ausschüttungen an die Private-Equity-Gesellschaft.

teilen ist aus Sicht des Familienunternehmens kritisch zu beurteilen, da für die Private-Equity-Gesellschaft in einer schwierigen Situation ein Anreiz besteht, das Unternehmen zu liquidieren und sich eine gewisse Mindestrendite zu sichern.

4.4 Gesellschaftervereinbarung

4.4.1 Einordnung der Gesellschaftervereinbarung

Die Gesellschaftervereinbarung regelt das Zusammenspiel zwischen den Gesellschaftern. Im Fall der Minderheitsbeteiligung betrifft dies die Private-Equity-Gesellschaft und die Eigentümerfamilie (siehe Abb. 29).

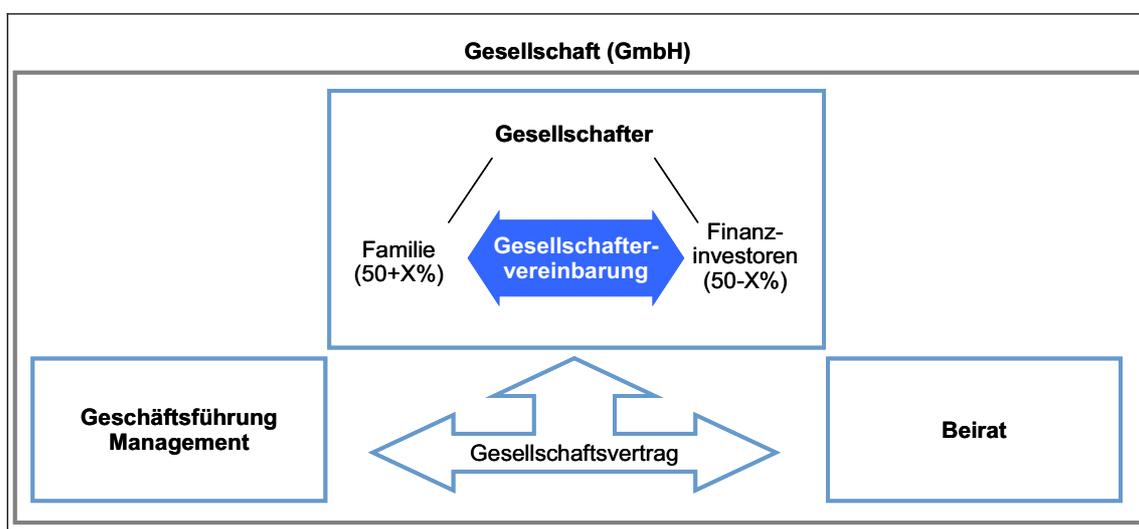


Abb. 29: Schematische Einordnung der Gesellschaftervereinbarung

Anmerkung: GmbH und GmbH & Co. KG im Folgenden fokussiert, da stark dominierende Rechtsform bei deutschen Familienunternehmen

(Quelle: Eigene Darstellung)

Die Gesellschaftervereinbarung setzt sich, ähnlich wie der Gesellschaftsvertrag, aus sechs grundsätzlichen Elementen zusammen. Diese können wiederum überschneidend zu den Bestandteilen des Gesellschaftsvertrages auftreten, wie beispielsweise die *Charakteristika der Beteiligung*. Im Folgenden wird, wie bereits beim Gesellschaftsvertrag, auf Besonderheiten der vertraglichen Komponenten bei Minderheitsbeteiligungen von Private-Equity-Gesellschaften (grafisch hervorgehoben) eingegangen. Regelungen zur Verfügung von Gesellschaftsanteilen sind für alle Vertragsparteien verbindlich. Absichtserklärungen zum Ausstieg der Private-Equity-Gesellschaft hingegen sind für die Gesellschafter nicht rechtlich verpflichtend. Die Bedeutung der vertraglichen Komponenten wird auf Basis der Erfahrungen und Sichtweisen der Familienunternehmer, Private-Equity-Gesellschaften und Experten analysiert.

<p>Charakteristika der Beteiligung</p>	<p>Verfügung von Gesellschaftsanteilen</p>	<p>Garantien</p>
<ul style="list-style-type: none"> • Beteiligungshöhe inkl. Einlagen und resultierendem Beteiligungsverhältnis • Bankenfinanzierung • Ausschüttungspolitik • Zuteilung der Liquidationserlös • Verwässerungsschutz 	<ul style="list-style-type: none"> • Vorerwerbsrechte • Mitveräußerungsrechte • Mitnahmerecht • Vordefinierte Kaufoption und Verkaufsoption • Erbfall und Einzelrechtsnachfolge 	<ul style="list-style-type: none"> • Garantien für Zeitraum bis zum Beteiligungsstichtag • Nachfolgeplanung im Management • Haftung, Schadensersatz und Verjährung
<p>Geschäftsführende Gesellschafter</p>	<p>Corporate Governance</p>	<p>Sonstiges</p>
<ul style="list-style-type: none"> • Geschäftsführungstätigkeiten • Lebensversicherung • Besetzung der Geschäftsführung • Übertragungs- und Übernahmeverpflichtung von Anteilen ausscheidender geschäftsführender Gesellschafter 	<ul style="list-style-type: none"> • Regelung Gesellschaftsvertrag • Beiratzzusammensetzung und -aufgaben • Absichtserklärungen zum Ausstieg 	<ul style="list-style-type: none"> • Vertraulichkeit • Übernahme von Kosten (meistens Gesellschaft) • Verkehrswert (z.B. IDW S 1) oder Wirtschaftsprüfer als Schiedsgutachter

Abb. 30: Elemente der Gesellschaftervereinbarung

Anmerkung: Hervorgehobene Punkte sind Besonderheiten bei Minderheitsbeteiligungen von Private-Equity-Gesellschaften

(Quelle: Beispielverträge, Interviews)

4.4.2 Vorerwerbsrechte

Bei Vorerwerbsrechten muss derjenige Gesellschafter, der seine Anteile veräußern möchte, ein Veräußerungsangebot an die übrigen Gesellschafter abgeben. Das Angebot muss dem Preis entsprechen, zu dem ein potenzieller Erwerber den Anteil übernehmen könnte.

Die Interviews mit Experten und Private-Equity-Gesellschaften geben Hinweise auf einen möglichen Zielkonflikt zwischen Familienunternehmen und Private-Equity-Gesellschaft. Der Familienunternehmer bevorzugt das Vorrecht, die Anteile an seinem Unternehmen zurückzukaufen, um den Weiterverkauf an einen unerwünschten Partner abzuwehren. Der Familienunternehmer möchte damit zum Beispiel den Verkauf der Anteile der Private-Equity-Gesellschaft an einen Wettbewerber des Familienunternehmens verhindern.

Dadurch wird für die Private-Equity-Gesellschaft die Identifikation und Ansprache eines Käufers mit einem verbindlichen Angebot durch das Vorerwerbsrecht des Familienunternehmers erschwert. Für die Private-Equity-Gesellschaft stellt dies ein großes Problem dar.

„... Es ist generell schon sehr schwer, Minderheitsanteile zu verkaufen. Mit Vorerwerbsrechten für den Familienunternehmer ist es fast unmöglich. Es ist ausgeschlossen, dass man einen ernsthaften Interessenten für eine Minderheit findet, wenn dieser weiß, dass der Familienunternehmer dann einfach sein Angebot übernehmen und die Anteile erwerben kann ...“ (Experte)

Andererseits bevorzugt die Private-Equity-Gesellschaft ebenfalls ein Vorerwerbsrecht, um sicherzustellen, dass der Familienunternehmer keine weiteren Anteile an Außenstehende, die nicht im Sinne der Private-Equity-Gesellschaft agieren könnten, verkauft. In der Stichprobe sind Vorerwerbsrechte nur in drei Fällen in der Gesellschaftervereinbarung verankert worden und hierbei für beide Vertragsparteien.

4.4.3 Mitveräußerungsrechte

Das Mitveräußerungsrecht, auch *Tag-along* genannt, ermöglicht dem Gesellschafter, an einem Anteilsverkauf eines anderen Gesellschafters anteilig zu partizipieren. Zum Beispiel kann die Private-Equity-Gesellschaft im Falle eines Mehrheitsverkaufs durch die Familie seinen Anteil zum gleichen Preis mitveräußern.

Eine Veräußerung der Gesellschaftsanteile ist jedoch nicht möglich, falls der potenzielle Erwerber nicht bereit oder nicht in der Lage ist, die Anteile der anderen Gesellschafter mit zu erwerben. Sollte der potenzielle Erwerber nicht die notwendigen finanziellen Mittel aufbringen können, um zu den Mehrheitsanteilen der Familie auch noch die Anteile der Private-Equity-Gesellschaft zu übernehmen, bedeutet dies in obigem Beispiel, dass auch die Familie ihre Anteile nicht verkaufen kann.

Diese Regelung ist sowohl für die Private-Equity-Gesellschaft als auch für den Familienunternehmer möglich und sinnvoll (Evidenz in 10 Fällen).

„... Wir haben eine Tag-along Klausel vereinbart. Das heißt, wenn ich jemanden finde, der mir die Mehrheit abkauft, dann muss ich den Finanzinvestor fragen, ob er auch verkaufen will, dass er nicht auf der Minderheit sitzen bleibt und vielleicht in einen großen Konzern eingegliedert wird. Für mich ist das aber auch ganz praktisch. Falls der Finanzinvestor einen findet, der ihm die Minderheit abkauft, kann ich mich anschließen oder ich habe einfach nur einen neuen Partner ...“ (Familienunternehmen)

4.4.4 Mitnahmerecht

Das Mitnahmerecht, oder auch *Drag-along* genannt, stellt für den (Minderheits- oder Mehrheits-) Gesellschafter das Recht dar, das Familienunternehmen unter bestimmten Bedingungen zu 100 Prozent zu verkaufen. Die Bedingungen für einen Drag-along sind meist eine Kombination aus Haltedauer, schlechter Geschäftsentwicklung und gescheiterten Verkaufsbemühungen der Private-Equity-Gesellschaft.

Für die Private-Equity-Gesellschaft stellt das Mitnahmerecht den „Notausgang“ zur Liquidierung der Investition dar. Daher ist die Drag-along-Klausel für viele ein unvermeidbarer rechtlicher Bestandteil.

„... Der Drag-along ist für die meisten Finanzinvestoren eine notwendige Voraussetzung ...“ (Experte)

„... Wir implementieren in den Verträgen häufig das Drag-along Recht ...“
(Private-Equity-Gesellschaft)

„... Als Finanzinvestor benötigen wir natürlich ein Mittel, um die Beteiligung unter bestimmten Bedingungen zu liquidieren ...“ (Private-Equity-Gesellschaft)

Die Stichprobe weist jedoch mehrheitlich keine Mitnahmerechte auf (n=12). Lediglich in neun Fällen wurde eine Drag-along-Klausel vertraglich festgehalten (siehe Abb. 31). Allerdings wurden diese Beteiligungen in jüngerer Vergangenheit eingegangen. Es kann daher ein Trend in Richtung Mitnahmerecht vermutet werden.

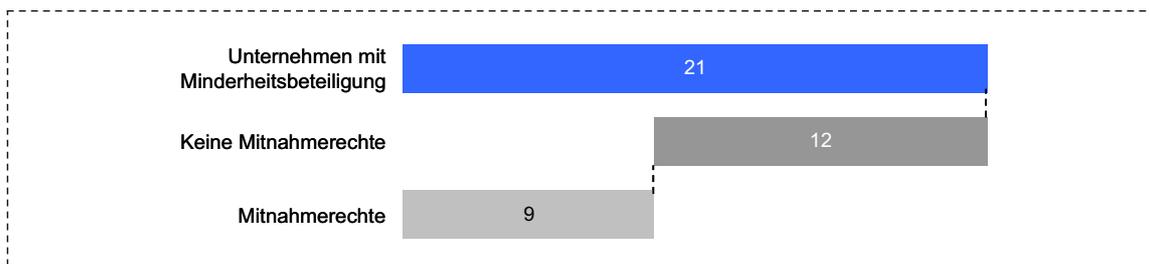


Abb. 31: Häufigkeit des Mitnahmerechts für Private-Equity-Gesellschaften
Anmerkung: n=21
(Quelle: Interviews)

Die bisher eher zurückhaltende Verwendung von Mitnahmerechten ist vor allem durch die große Angst der Eigentümerfamilie begründet, ihr Unternehmen zu verlieren.

Die Gefahr, dass die Eigentümerfamilie ihr Unternehmen mehrheitlich verkaufen muss, wird allerdings von Experten eher als gering eingestuft. Für die Private-Equity-Gesellschaften ist es wirtschaftlich äußerst komplex, das Unternehmen ohne Unterstützung der Geschäftsführung (die meist aus dem Familienunternehmer besteht, zumindest aber familiengetreu ist) zu verkaufen.

„... Drag-along ist theoretisch möglich. Finden Sie allerdings erstmal jemanden, der ein Unternehmen kauft, bei dem das Management und der Mehrheitsgesellschafter gegen den Verkauf sind ... und vermutlich auch die gesamte Belegschaft ...“ (Experte)

Zudem wäre ein erzwungener Mehrheitsverkauf eines traditionellen Familienunternehmens gegen den Willen des Familienunternehmers äußerst schädlich für das Image der Private-Equity-Gesellschaft. Basierend auf den Entscheidungskriterien zur Auswahl der Private-Equity-Gesellschaft wären zukünftige Minderheitsbeteiligungen schwer zu realisieren.

„... Das Mitnahmerecht ist für uns nicht unbedingt notwendig. Wir könnten uns auf keinen Fall erlauben, ein traditionsreiches Familienunternehmen aus der Minderheit heraus zu verkaufen. Dadurch würden wir unser Kerngeschäft zerstören ...“ (Private-Equity-Gesellschaft)

Darüber hinaus wird die rechtliche Umsetzung des Mitnahmerechtes gegen den Willen des Mehrheitsgesellschafters als schwer umsetzbar angesehen.

„... Die Private-Equity-Gesellschaft hat versucht, den Mehrheitsverkauf eines Unternehmens rechtlich durchzusetzen. Wenn der Mehrheitsgesellschafter allerdings den Vertrag einfach nicht unterschreibt, dann sind ihnen als Private-Equity-Gesellschaft die Hände gebunden ...“ (Experte)

Aus diesem Grund ist es nicht verwunderlich, dass weder von Familienunternehmern, noch von Private-Equity-Gesellschaften oder Experten ein realisierter Mehrheitsverkauf auf Basis eines Mitnahmerechts beobachtet wurde. Experten sehen demnach die Bedeutung des Mitnahmerechts eher in der Stärkung der Verhandlungsposition der Private-Equity-Gesellschaft beim Ausstieg.

„... Meines Erachtens wird das Mitnahmerecht häufig nur implementiert, um einen gewissen Druck auf den Familienunternehmer ausüben zu können, den Ausstieg des Finanzinvestors voranzutreiben ...“ (Experte)

4.4.5 Vordefinierte Kaufoption und Verkaufsoption

Ist der Anteilsrückkauf durch den Familienunternehmer geplant, sind Kauf- oder Verkaufsoptionen ein Instrument, um die Anteile wieder in Familienhand überzuführen. Im Folgenden wird eine typische Konstellation von Kauf- und Verkaufsoptionen anhand eines Beispiels dargestellt. Die zeitliche Ausgestaltung einer solchen Option kann in der Realität variieren.

- Nach dem Anteilsübergang tritt eine Lock-up-Periode (Mindesthaltedauer) in Kraft, in der keiner der Gesellschafter seine Anteile verkaufen darf. Die Lock-up-Periode liegt zwischen zwei bis drei Jahren.
- Nach Ablauf der Lock-up-Periode tritt die Kaufoption (Call-Option) des Familienunternehmers in Kraft. Der Familienunternehmer kann seine Anteile zu einem zuvor definierten Preis X (Ausübungspreis) während der nächsten zwei Jahre zurückkaufen. In diesem Fall ist die Private-Equity-Gesellschaft gezwungen, die Anteile zu diesem Preis zu verkaufen. Der Ausübungspreis X entspricht einer gewissen Rendite x für die Private-Equity-Gesellschaft.
- Nach Ablauf der Kaufoption, fünf Jahre nach Eintritt, hat die Private-Equity-Gesellschaft eine Verkaufsoption (Put-Option). Sie kann ihre Anteile für zwei Jahre zu einem zuvor definierten Preis Y (Ausübungspreis) verkaufen. In diesem Fall ist der Familienunternehmer verpflichtet, zu diesem Preis die Anteile zu kaufen. Der Ausübungspreis Y entspricht einer gewissen Rendite y (es gilt meist: Rendite $x >$ Rendite y).
- Nach Ablauf der sieben Jahre gelten weiterhin die festgelegten Vorerwerbs-, Mitveräußerungs- und Mitnahmerechte.

Diese Konstellation führt zu gewissen Szenarien, die abhängig von der Entwicklung des Unternehmenswertes³⁶ sowie der Ausübungspreise sind (siehe Abb. 32).

	Lock-up (Mindesthaltedauer)	Kaufoption Familienunternehmer	Verkaufsoption PEG
Unternehmenswert > Ausübungspreis	Keine Veränderung	Rückkauf durch Familie finanziell sinnvoll	Verkauf durch PEG finanziell nicht sinnvoll
Unternehmenswert < Ausübungspreis	Keine Veränderung	Rückkauf durch Familie finanziell nicht sinnvoll	Verkauf durch PEG finanziell sinnvoll

Abb. 32: Mögliche Szenarien bei Kauf- und Verkaufsoptionen
(Quelle: Eigene Darstellung)

Während der Lock-up-Periode gibt es keine Veränderung der Anteilsverhältnisse durch Optionen. Hat der Familienunternehmer nach drei Jahren Lock-up-Periode über zwei Jahre hinweg eine Kaufoption, wird die Familie aus finanzieller Sicht nur dann die Anteile zurückkaufen, wenn der Unternehmenswert größer als der Ausübungspreis ist. Andernfalls würde er die Anteile zu teuer zurückkaufen. Dies könnte jedoch bei nicht-monetären Motiven wie der Rückführung in Familienhand trotz des finanziellen Verlustes Sinn machen.

Wurde die Kaufoption auch nach dem fünften Jahr vom Familienunternehmer nicht ausgeübt, tritt die Verkaufsoption der Private-Equity-Gesellschaft für die nächsten zwei Jahre in Kraft. Die Private-Equity-Gesellschaft wird ihre Anteile nur dann an den Familienunternehmer verkaufen, wenn der Unternehmenswert kleiner als der Ausübungspreis ist. Sollte der Unternehmenswert höher als der Ausführungspreis sein, ist das Umsetzen der Verkaufsoption finanziell nicht sinnvoll.

In der Stichprobe wurde in neun Fällen eine Kombination aus Kauf- bzw. Verkaufsoptionen vertraglich festgehalten (siehe Abb. 33).³⁷

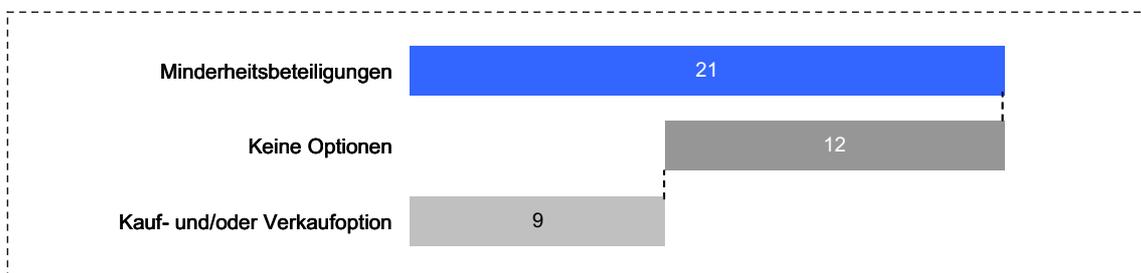


Abb. 33: Häufigkeit von Kauf- und/oder Verkaufsoptionen bei Minderheitsbeteiligungen von Private-Equity-Gesellschaften

Anmerkung: n=21

(Quelle: Interviews)

³⁶ Die Berechnung des Unternehmenswertes wird vertraglich festgehalten.

³⁷ Dieses Instrument ist vor allem wieder in jüngeren Beteiligungsverträgen beliebt.

Durch die vertragliche Festlegung von Optionen erhält der Familienunternehmer eine gewisse Planungssicherheit. Er weiß genau, wie viel er wann zahlen muss, um seine Anteile wieder in Familieneigentum zurückzuführen.

„... Nach 3 Jahren habe ich für 2 Jahre ein Vorerwerbsrecht. Das heißt also: wenn ich nicht will, dann passiert in den nächsten 5 Jahren erstmal nichts ...“ (Familienunternehmen)

„... Ich halte eine gewisse zeitliche Staffelung für sinnvoll. Wir haben eine Struktur vereinbart, in der wir erstmals nach 3 Jahren die Anteile zurückkaufen können und der Finanzinvestor erst nach 4 Jahren verkaufen kann. Wir sind damit im Driver's Seat ...“ (Familienunternehmen)

Hingegen erachtet die Private-Equity-Gesellschaft diese Optionen ihrerseits als sinnvoll. Für sie kommt solch eine vertragliche Regelung einer festgelegten sicheren Rendite und der Liquidierbarkeit der Investition gleich.

„... Die Kombination aus Call- und Put-Optionen gibt dem Familienunternehmer ein konkretes Szenario vor, auf das er hinarbeiten kann ...“ (Private-Equity-Gesellschaft)

4.4.6 Absichtserklärungen zum Ausstieg

Für den Ausstieg der Private-Equity-Gesellschaft werden oftmals Absichtserklärungen definiert. Diese sind im Gegensatz zu den Regelungen über die Verfügung von Gesellschaftsanteilen für die Gesellschafter rechtlich nicht bindend. Eine Begründung dafür liegt vor allem darin, dass der Ausstieg von vielen Faktoren abhängt, die zum Zeitpunkt des Einstiegs nicht vorhersehbar sind. Dies können unter anderem

- die Börsensituation zum geplanten Ausstiegszeitpunkt,
- die Situation im Private-Equity-Markt,
- die Unternehmenssituation oder
- die private Situation der Gesellschafter sein.

In der Stichprobe war der Rückkauf (n=10) die bevorzugte Ausstiegsoption der Familienunternehmer (oftmals gepaart mit Optionen; siehe Abb. 34).

„... Die Standardexits, Börsengang oder Verkauf an einen strategischen Investor, kamen nicht in Frage. Das wollten wir nicht, wir wollten einen Anteilsrückkauf nach x Jahren ...“ (Familienunternehmen)

Demgegenüber bevorzugen Private-Equity-Gesellschaften aus Renditeüberlegungen einen Mehrheitsanteilsverkauf.³⁸ Dieser erfolgt entweder an strategische Investoren, an eine andere Private-Equity-Gesellschaft oder an der Börse.

*„... Für uns ist natürlich ein IPO als Mehrheitsverkauf immer die attraktivste Alternative [...], allerdings gibt es auch zahlreiche attraktive Rückkäufe ...“
(Private-Equity-Gesellschaft)*

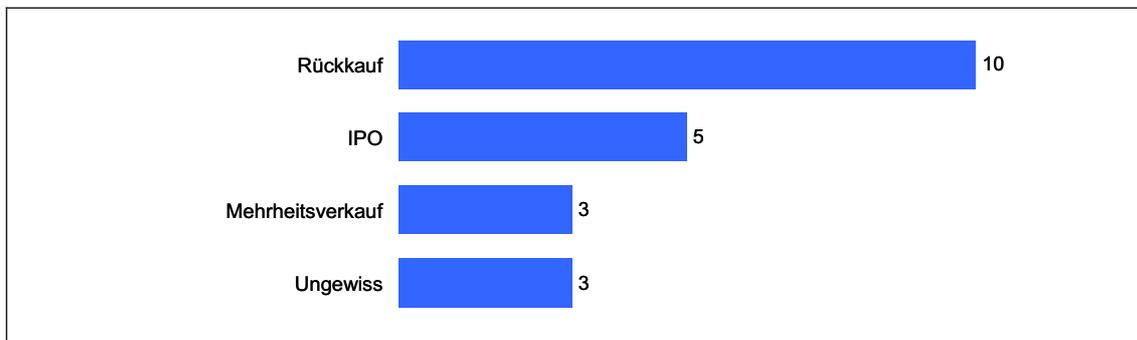


Abb. 34: Häufigkeit der angestrebten Ausstiegsart
Anmerkung: n=21
(Quelle: Interviews)

Bei der Gegenüberstellung bereits realisierter Ausstiege und angestrebter Ausstiegsarten ergibt sich ein ähnliches Bild (siehe Abb. 35):

- In den meisten Fällen kam es zum Rückkauf der Anteile durch die Familie (n=7).
- In einigen Fällen wurde ein Mehrheitsverkauf realisiert (n=4).
- In einzelnen Fällen führte die Private-Equity-Gesellschaft den Ausstieg über ein Initial Public Offering (IPO) durch (n=2).
- In acht Fällen gab es bislang noch keinen Ausstieg.

Es kam vereinzelt zur Abweichung von der ursprünglich angestrebten Ausstiegsart (Evidenz in vier Fällen). Dies geschah aber immer vor dem Hintergrund unabsehbarer attraktiver Ausstiegsoptionen und wurde in beidseitigem Einverständnis beschlossen.

„... Ein Exit – wenn er denn stattfindet – kann nur einvernehmlich zwischen beiden passieren. Weil sonst schadet man sich nur gegenseitig ...“ (Familienunternehmen)

Da Private-Equity-Gesellschaften eine Mindestrendite, deren untere Grenze oftmals bei 15 Prozent pro Jahr liegt, erwirtschaften wollen, stellt sich die Frage, wie die Familienunternehmer den Rückkauf der Anteile finanzieren konnten. Ein wichtiger Aspekt in

³⁸ Beim Verkauf der Mehrheit von Gesellschaftsanteilen kann tendenziell eine höhere Rendite erzielt werden, da der Erwerber somit die Kontrolle über das Unternehmen erlangt.

diesem Zusammenhang ist die Wertsteigerung des Mehrheitsanteils der Familie. Dieser hat in mindestens gleichem Maße von der Wertexpansion profitiert wie der Minderheitsanteil. Dies resultiert wiederum in einer erhöhten Finanzierungsflexibilität, die dem Familienunternehmer den Auskauf mithilfe von Fremd- und Eigenfinanzierung ermöglicht.

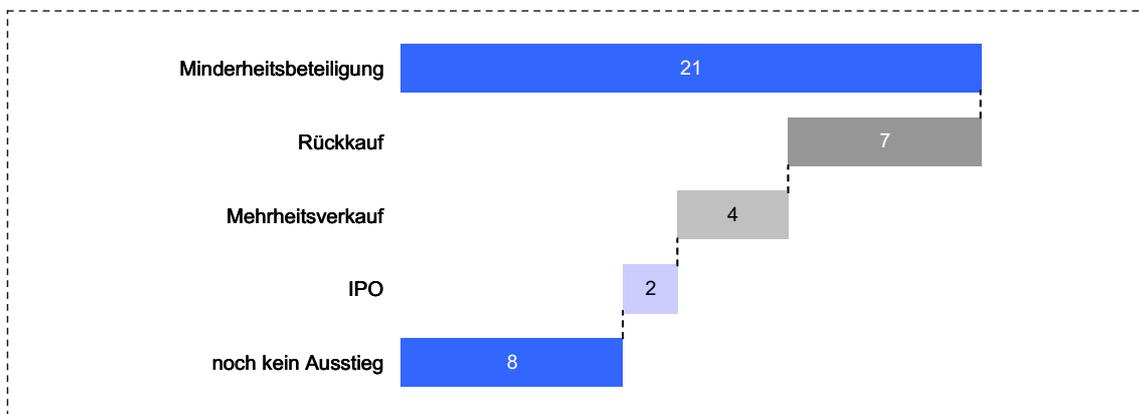


Abb. 35: Häufigkeit der realisierten Ausstiegsart
 Anmerkung: n=21
 (Quelle: Interviews)

4.5 Zwischenfazit

Die vertragliche Ausgestaltung der Minderheitsbeteiligung ist aufgrund teilweiser gegensätzlicher Interessen der Private-Equity-Gesellschaft und des Familienunternehmens äußerst wichtig. Grundsätzlich kann hier zwischen Regelungen vor dem Anteilsübergang und Verträgen, die während der Minderheitsbeteiligung gelten, unterschieden werden. Letztere regeln die Zusammenarbeit zwischen der Private-Equity-Gesellschaft, dem Familienunternehmer und dem Familienunternehmen und sind daher von besonderer Bedeutung bei der Minderheitsbeteiligung. Die vertraglichen Bestandteile, die während der Haltedauer der Private-Equity-Gesellschaft gelten, lassen sich in zwei Vertragsgruppen klassifizieren: Gesellschaftsvertrag und Gesellschaftervereinbarung.

Der *Gesellschaftsvertrag* regelt das Zusammenspiel zwischen Gesellschaftern, Geschäftsführung und Beirat. Bei einer Minderheitsbeteiligung einer Private-Equity-Gesellschaft haben die Elemente Zustimmungsvorbehalte, Regelungen bzgl. des Beirats sowie Gewinn- und Liquidationsverwendung großes Gewicht.

Zustimmungsvorbehalte bei materiellen Geschäftsvorgängen werden bei den meisten Minderheitsbeteiligungen einer Private-Equity-Gesellschaft definiert und die Entscheidungskompetenz auf den Beirat übertragen. Sonderrechte bei einer schlechten Unternehmensentwicklung finden sich hingegen eher selten, da die Familienunternehmer eine Machtausweitung der Private-Equity-Gesellschaft fürchten. Die Zustimmungspflicht zur Finanz- und Investitionsplanung ist für die Private-Equity-Gesellschaft das zentrale Instrument der Einflussnahme auf das Familienunternehmen. Zudem legt die Private-

Equity-Gesellschaft die Anforderungen an die Berichterstattung fest, die sich in monatliche Regelberichte und Sonderberichte unterteilen lassen.

Es wurde in allen befragten GmbHs und Personengesellschaften ein Beirat eingeführt und positiv bewertet. Dabei wird die Mehrheit der Beiräte durch drei Mitglieder besetzt, wovon ein Mitglied von der Private-Equity-Gesellschaft entsandt wird. Die Funktion des Sparringspartners war für die Familienunternehmen die wichtigste Aufgabe des Beirats.

Daneben müssen im Gesellschaftsvertrag klare Regelungen zur Verwendung von Gewinnen und zur Verteilung des Liquidationserlöses festgehalten werden, um potenzielle Konflikte der Gesellschafter zu vermeiden.

Die *Gesellschaftervereinbarung* regelt das Verhältnis der Gesellschafter untereinander. Die Regelungen zum häufig diskutierten Ausstieg der Private-Equity-Gesellschaft stehen hier im Vordergrund. Es wird zwischen zwei grundlegenden Kategorien unterschieden. Erstens werden Elemente zur Verfügung von Gesellschaftsanteilen aufgenommen, die für die Vertragsparteien rechtlich verbindlich sind. Zweitens werden Absichtserklärungen zu möglichen Ausstiegsszenarien definiert, die rechtlich keine verpflichtenden Handlungen nach sich ziehen.

Bei den Regelungen zur Verfügung von Gesellschaftsanteilen werden unterschiedlichste Rechte und Pflichten für die Gesellschafter vereinbart. Bei Vorerwerbsrechten muss derjenige Gesellschafter, der seine Anteile veräußern möchte, ein Veräußerungsangebot an die übrigen Gesellschafter abgeben. In der Praxis werden Vorerwerbsrechte jedoch nur selten genutzt, da sie die Fungibilität der Anteile erheblich reduzieren. Im Gegensatz dazu werden Mitveräußerungsrechte, die dem Gesellschafter ermöglichen, an einem Anteilsverkauf des anderen Gesellschafter anteilig zu partizipieren, häufig vereinbart. Darüber hinaus werden oftmals Mitnahmerechte festgelegt. Dieses sogenannte Drag along-Recht stellt für den Minderheitsgesellschafter das Recht dar, das Familienunternehmen unter bestimmten Bedingungen zu 100 Prozent zu verkaufen. In der Praxis wird es von Private-Equity-Gesellschaften gewünscht. Sie stellen dabei jedoch eher auf die Stärkung ihrer Verhandlungsposition ab und haben nicht die Intention, das Familienunternehmen tatsächlich gegen den Willen des Familienunternehmers ganzheitlich zu verkaufen. Zuletzt erachten Familienunternehmer und Private-Equity-Gesellschaften das Instrument der vordefinierten Kauf- und Verkaufsoptionen bei einem geplanten Rückkauf als sinnvoll. Hierdurch wird eine gewisse Planungssicherheit für beide Parteien gewährleistet.

Gegensätzlich zu den eben zusammengefassten Regelungen sind Absichtserklärungen zur Verfügung von Gesellschaftsanteilen für die Gesellschafter rechtlich nicht bindend. Dies liegt an der schlechten Prognostizierbarkeit der möglichen Ausstiegsszenarien. Die bevorzugte Ausstiegsalternative der Familienunternehmer ist der Anteilsrückkauf der Minderheitsanteile. Bei Betrachtung der verschiedenen Arten der bisher realisierten Ausstiegswege wird deutlich, dass der Rückkauf die häufigste Ausstiegsalternative darstellte. Der Ausstieg der Private-Equity-Gesellschaft erfolgte durchweg harmonisch, selbst in Fällen des mehrheitlichen Verkaufs des Familienunternehmens.

Zusammenfassend bleibt für die Ausgestaltung der Minderheitsbeteiligung festzuhalten, dass detaillierte Regelungen zu Einflussnahme und Ausstieg der Private-Equity-Gesellschaft notwendig sind. Sie reduzieren für beide Parteien die Ungewissheit bezüglich der Zusammenarbeit, da sie im Falle von auftretenden Konflikten konkrete Vorgehensweisen festlegen.

5. Auswirkungen der Minderheitsbeteiligung

Ein zentrales Argument für oder gegen die Eignung der Minderheitsbeteiligung für ein Familienunternehmen besteht, neben der Lösung des Finanzierungsanlasses, auch in der Art und dem Umfang der Auswirkungen der Beteiligung auf das Unternehmen. Aufgrund dessen wurden die Studienteilnehmer zu den Veränderungen in Unternehmensbereichen, Entwicklungen von Unternehmenskenngrößen und der allgemeinen Zufriedenheit mit der Minderheitsbeteiligung befragt. Die folgende Abbildung (Abb. 36) zeigt die einzelnen Bereiche der Analyse, deren Ergebnisse die folgenden Kapitel vorstellen.

Auswirkungen auf Unternehmensbereiche	Auswirkungen auf Unternehmensentwicklung	Zufriedenheit aus Sicht Familienunternehmen
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Corporate Governance ▪ Management ▪ Controlling und Reporting ▪ Finanzierung ▪ Außenwirkung 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Umsatz/Mitarbeiter ▪ Profitabilität ▪ Finanzierungssituation ▪ Internationalisierung ▪ Innovationsfähigkeit 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Zufriedenheit des Familienunternehmens mit Minderheitsbeteiligung ▪ Zufriedenheit der Private-Equity-Gesellschaft mit Rendite

Abb. 36: Mögliche Auswirkungen - Überblick
(Quelle: Eigene Darstellung)

5.1 Auswirkungen auf die Unternehmensbereiche

5.1.1 Corporate Governance

Der Begriff der Corporate Governance umfasst im Rahmen dieser Studie den Zusammenhang zwischen Unternehmensleitung, -kontrolle und Erfolg aus Sicht der Anteilseigner. Da die Private-Equity-Gesellschaft durch die Minderheitsbeteiligung Anteile des Familienunternehmens kauft, ergeben sich per Definition Veränderungen im Gesellschafterkreis, die sich wiederum auf die Corporate Governance auswirken. Diese Auswirkungen bewertete die überwiegende Mehrheit der Familienunternehmen auf einer Skala von eins (sehr positiv) bis fünf (sehr negativ) als überwiegend sehr positiv (n=8) oder positiv (n=7). In Abb. 37 sind sowohl die einzelnen Bewertungen der Familienunternehmen mit Minderheitsbeteiligungen zu sehen, als auch die Mittelwerte der wahrgenommenen Auswirkungen im Vergleich zu Unternehmen mit einer Mezzanine-Finanzierung.

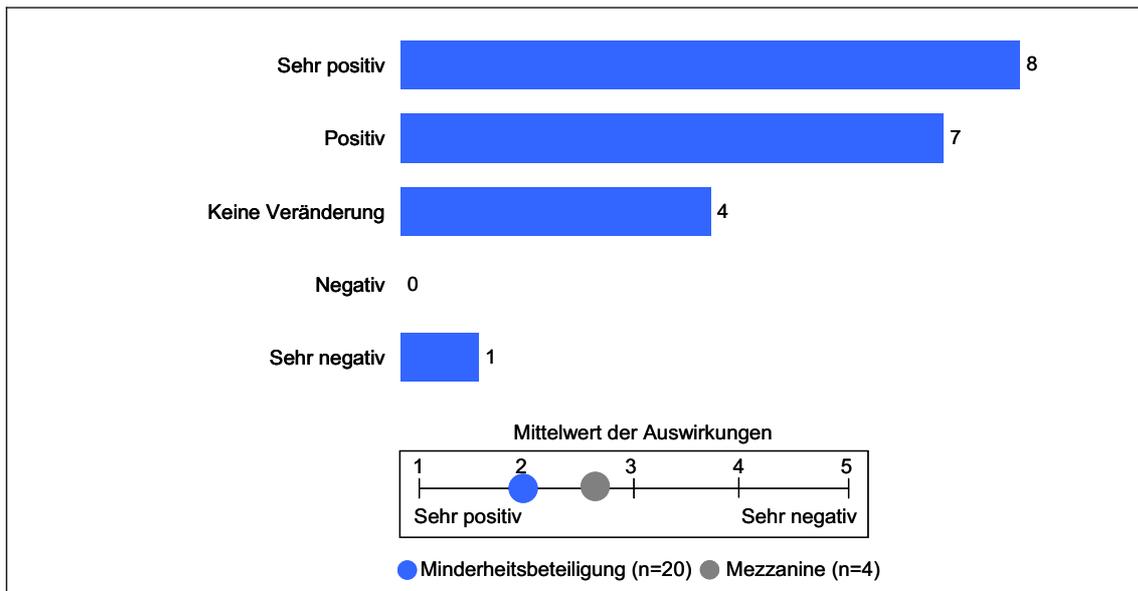


Abb. 37: Bewertung der Auswirkungen auf die Corporate Governance
(Quelle: Interviews)

Eine grundlegende Veränderung in den Familienunternehmen war beispielsweise die Einführung oder Neubesetzung des Beirats. Dieser führte in der Mehrheit der Fälle zur Implementierung von Leitlinien der Unternehmensführung und zur Objektivierung wichtiger Entscheidungen. Von dieser Veränderung profitierten die Unternehmer sehr.

„... Es tut einem Familienunternehmen gut, wenn es jemand anderem Rechenschaft ablegen muss. Und es tut doppelt gut, jemandem Rechenschaft ablegen zu müssen, der genau im gleichen Boot sitzt ...“ (Familienunternehmen)

„... Man muss das Unternehmen so aufstellen, dass da nicht so viele Eigenheiten drin sind [...] Also da herrschen ganz klare Spielregeln und die werden eingehalten ...“ (Familienunternehmen)

Beim Vergleich der Mittelwerte ist zu erkennen, dass in Familienunternehmen mit einer Mezzanine-Finanzierung die Auswirkungen auf die Corporate Governance in einem kleineren Maße wahrgenommen wurden. Mögliche Gründe sind die seltenere Einführung eines Beirats und die insgesamt geringere Einflussnahme der Mezzanine-Investoren.

5.1.2 Management

Im Gegensatz zur Corporate Governance ergibt sich bei den Auswirkungen auf das Management ein gemischtes Bild. Die befragten Familienunternehmen registrierten sehr unterschiedliche Auswirkungen der Minderheitsbeteiligung auf das Management. Jeweils fünf Unternehmen nahmen eine positive bzw. sehr positive Veränderung war. Acht Unternehmen meldeten hingegen, dass sich keine Auswirkungen durch die Private-Equity-Gesellschaft ergaben, da sie sich gegenüber der Geschäftsführung sehr pas-

siv verhielt. Zwei Unternehmen nahmen die Einflussnahme der Investoren sogar als sehr negativ wahr.

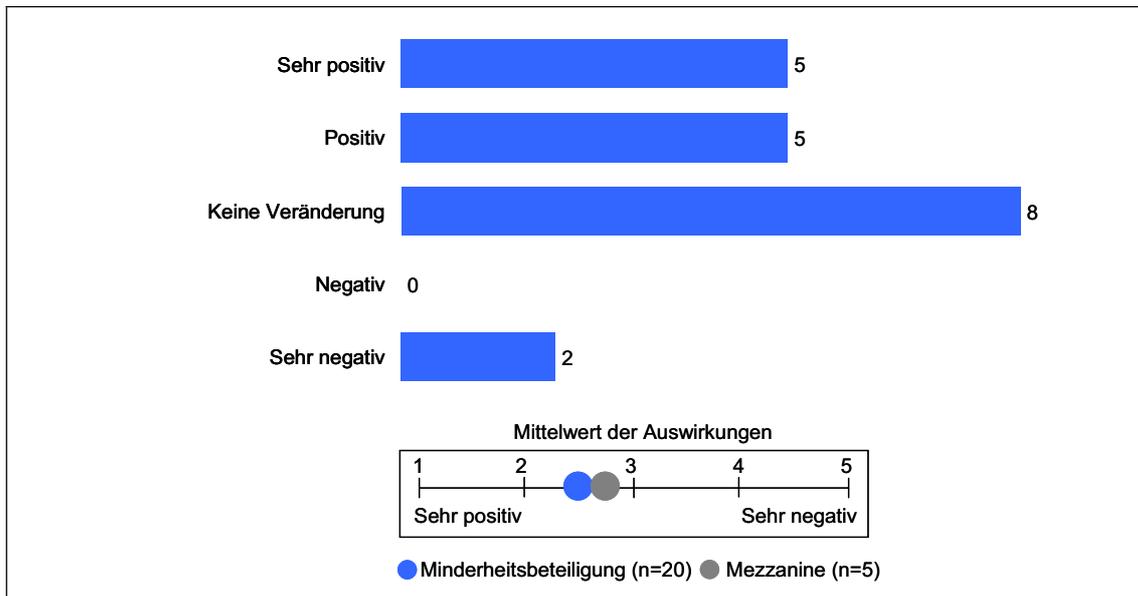


Abb. 38: Bewertung der Auswirkungen auf das Management
(Quelle: Interviews)

Diejenigen Unternehmen, die eine (sehr) positive Veränderung des Managements meldeten, profitierten beispielsweise sehr stark von dem Know-how der Private-Equity-Gesellschaft und der Möglichkeit des Benchmarkings mit anderen, vom Geschäftsmodell sehr ähnlichen Portfolio-Unternehmen der Private-Equity-Gesellschaft (Evidenz in 10 Fällen).

„... Mit einem Finanzinvestor holt man sich unheimlich viel Know-how rein. Normalerweise hat man keinen Vergleich zu anderen Unternehmen. Die Private-Equity-Gesellschaft durchläuft unterschiedlichste Branchen mit unterschiedlichen Geschäftsstrukturen oder auch vergleichbare Branchen und sieht, was andere gut und schlecht machen und regt dann eine Veränderung an [...] Und damit kommt man schneller voran, als wenn man das aus eigener Erfahrung machen müsste ...“ (Familienunternehmen)

Ein weiterer Vorteil für das Management war das breite Netzwerk der Investoren, das beispielsweise beim Recruiting oder zur Initiierung von Kooperationen hilfreich war (Evidenz in 7 Fällen).

„... Es gibt unzählige Möglichkeiten, sofort Kontakt zu irgendwelchen Leuten zu haben. [...] der Finanzinvestor hat da immer drei bis vier an der Hand, die mir da weiterhelfen können ...“ (Familienunternehmen)

„... Es kamen Verbindungen zustande, durch das Netzwerk. Die Private-Equity-Gesellschaft hatte zwei bis drei andere Beteiligungen im Maschinenbau, so dass man dort auf Vorstand oder Geschäftsführerebene mal einen Kontakt knüpfen konnte ...“ (Familienunternehmen)

Nicht zuletzt kam einigen Unternehmen auch die Erfahrung der Private-Equity-Gesellschaft im Bereich Mergers & Acquisitions zu Gute (Evidenz in 5 Fällen). Oftmals waren die Familienunternehmer diesbezüglich sehr unerfahren und dementsprechend potenziellen Unternehmenskäufen sehr zurückhaltend eingestellt. Mit Hilfe der Unterstützung der erfahrenen Private-Equity-Gesellschaft konnten diesbezüglich Hürden überwunden und strategisch wertvolle Unternehmenskäufe initiiert werden.

„... Die Finanzinvestoren haben natürlich ein enormes Wissen im Bereich M&A, das man als Familienunternehmer ja sonst nicht hat. Bei mir ist jetzt z.B. der Finanzinvestor sogar derjenige, der mit dem Verkäufer eines Unternehmens spricht ...“ (Familienunternehmen)

„... Was bei uns auch völlig neu ist, sind Akquisitionen. Ich war da bisher immer sehr skeptisch und daher haben wir dies nie in Erwägung gezogen. Der Investor hat das geändert und gesagt: „Können wir die kaufen?“ Und dann hat er uns mächtig unter die Arme gegriffen, um diese Akquisition zu tätigen ...“ (Familienunternehmen)

Diejenigen Unternehmen, die keine Auswirkungen der Private-Equity-Gesellschaft auf das Management registrierten, berichteten von einer passiven Verhaltensweise der Investoren. Einige der Private-Equity-Gesellschaften bestätigten ihre zurückhaltende Einflussnahme auf die operative Unternehmensführung als bewusste Entscheidung und Investitionsstrategie.

„... Die Private-Equity-Gesellschaft hat sich in das operative Geschäft überhaupt nicht eingemischt. Sie haben gesagt: [...] alles was wir machen können, ist, denen finanziell unter die Arme zu greifen und, wo sie Rat und Tat brauchen, unterstützend tätig sein... aber sonst machen lassen ...“ (Familienunternehmen)

„... Wir versuchen, uns soweit es geht aus dem operativen Geschäft herauszuhalten und nur bei Problemstellungen aktiv zu unterstützen ...“ (Private-Equity-Gesellschaft)

Die beiden Familienunternehmen, die von einer sehr negativen Auswirkung der Minderheitsbeteiligung auf das Management berichteten, kritisierten hauptsächlich die sehr starke Einflussnahme der Private-Equity-Gesellschaft auf die Unternehmensführung und das Machtgefüge im Unternehmen. Diese negativen Erfahrungen waren überwiegend mit einer schlechten Geschäftslage und einem zerstörten Vertrauen zwischen den beteiligten Parteien verbunden.

„... Der Finanzinvestor hat hier erstmal eine Beraterschar in die Schlüsselpositionen eingesetzt. Vier Bereiche waren komplett mit Beratern besetzt, die dann schlussendlich nur Papier produziert haben, ohne etwas bewegt zu haben. Das Tagesgeschäft ist eigentlich untergegangen ...“ (Familienunternehmen)

„... Von 2002 bis 2006 wurde versucht – und das begreife ich erst heute – meine Frau und mich aus unserem eigenen Unternehmen zu entfernen. Das merkt man dann selber nicht so. Als die Geschäfte dann nicht mehr so gut liefen, haben die Finanzinvestoren irgendwelche Manager und Berater eingesetzt. Dies lag na-

türlich auch daran, dass wir zerstritten mit den Investoren waren und uns nicht mehr vertraut wurde ...“ (Familienunternehmen)

Zusammenfassend ist also festzuhalten, dass eine eindeutige Aussage zur Auswirkung der Private-Equity-Gesellschaft auf das Management nicht zu treffen ist, da die Einflussnahme sowohl von der Art der Private-Equity-Gesellschaft, als auch dem Wunsch des Familienunternehmers abhängig ist.

5.1.3 Reporting und Controlling

Im Bereich Reporting und Controlling ergaben sich bei vielen Unternehmen sehr positive (n=6) oder positive Auswirkungen (n=7). Sechs Unternehmen nahmen hingegen keine Veränderung wahr und nur eines berichtete von einer negativen Auswirkung.

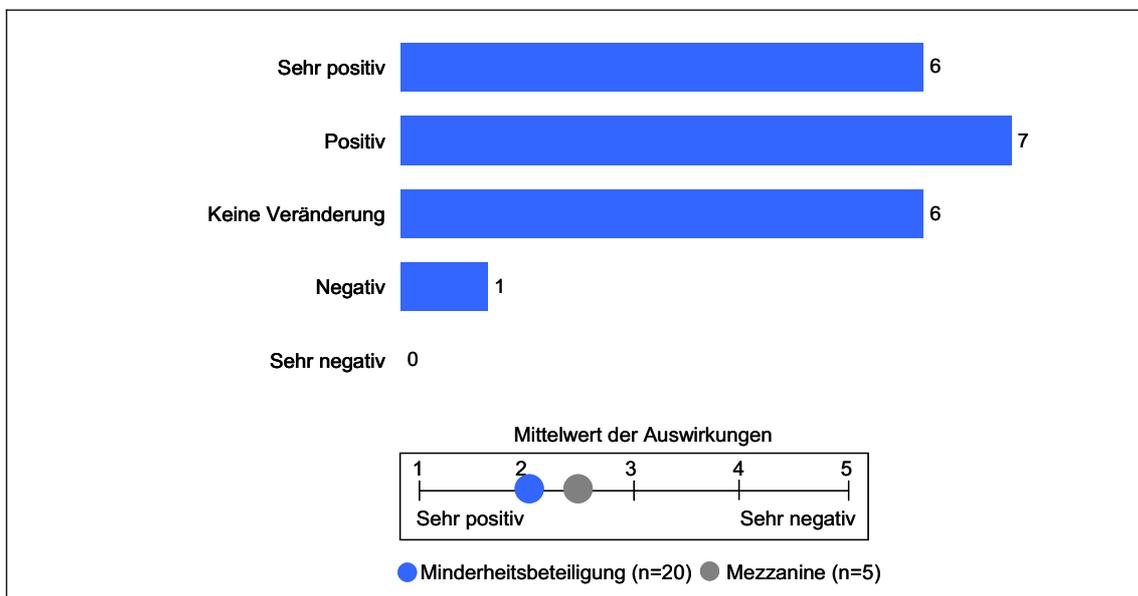


Abb. 39: Bewertung der Auswirkungen auf das Reporting und Controlling (Quelle: Interviews)

Hauptgrund für die überwiegend positiven Erfahrungen war in vielen Fällen die Professionalisierung des Berichtswesens und der Controlling-Systeme durch die Private-Equity-Gesellschaft. Erfreulicherweise können die Familienunternehmen auch langfristig von diesen Verbesserungen profitieren.

„... Wir sind mit der Erwartungshaltung rein, dass ein Professionalisierungsschub speziell im Bereich Planung, Controlling, Reporting auf uns zukommt. Und der kam auch ...“ (Familienunternehmen)

„... Wenn man nun von den positiven Punkten spricht, dann haben wir natürlich ein extrem professionelles Berichtswesen bekommen. Davon profitieren wir natürlich heute sehr ...“ (Familienunternehmen)

Interessanterweise zeigt der Vergleich der Mittelwerte, dass diese positiven Auswirkungen – wenn auch in einem schwächeren Ausmaß – auch bei den Unternehmen auftreten, die sich mit Mezzanine finanzierten.

5.1.4 Finanzierung

Ähnlich zu den Auswirkungen auf das Reporting und Controlling des Unternehmens konnte die Mehrheit der Unternehmen von sehr positiven (n=7) oder positiven (n=6) Veränderungen durch die Minderheitsbeteiligung berichten. Nur einige Unternehmen nahmen keine (n=5) oder eine negative Veränderung (n=1) in diesem Unternehmensbereich wahr.

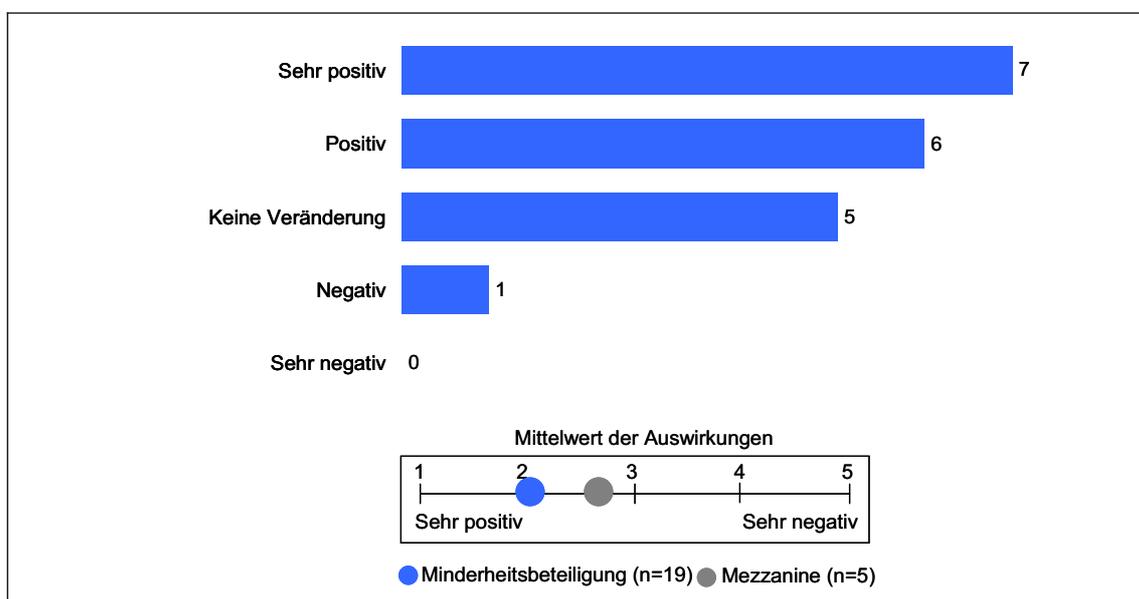


Abb. 40: Bewertung der Auswirkungen auf die Finanzierung
(Quelle: Interviews)

Familienunternehmen, die (sehr) positive Veränderungen verzeichnen konnten, führten dies meist auf die hohe Erfahrung der Private-Equity-Gesellschaft mit Kapitalgebern, unterschiedlichen Finanzierungsinstrumenten und Kapitalstrukturentscheidungen zurück. Mit diesem Know-how konnten die Private-Equity-Gesellschaften den Familienunternehmen bei Finanzierungsentscheidungen unter die Arme greifen. In einigen Fällen haben die Familienunternehmer die Einflussnahme der Private-Equity-Gesellschaft in Finanzierungsfragen sogar bewusst eingefordert.

*„... In Finanzierungsbelangen haben die Finanzinvestoren schon mitgeredet. Da habe ich damals auch immer die Meinung der Leute gesucht. Die sind ja in diesem Bereich viel professioneller als wir. Und die haben uns schon geholfen ...“
(Familienunternehmen)*

„... Wir haben uns mal für Zinsswaps und andere Derivate interessiert und da habe ich einfach mal gefragt: Was halten Sie denn davon? Und da kriegte ich

eine sehr dezidierte und qualifizierte Meinung und das hat mir einfach gefallen ...“ (Familienunternehmen)

„... Man tut sich in Bankengesprächen wesentlich leichter, weil Sie als Familiengesellschafter dann auch nicht immer alleine antanzen müssen, sondern da nehmen Sie einfach mal ihren Finanzinvestor mit. Dann läuft das Meeting gleich ganz anders ...“ (Familienunternehmen)

In Familienunternehmen mit Mezzanine-Finanzierung greift der Finanzierungsverantwortliche seltener auf diese Unterstützung zurück, profitiert aber dennoch zu einem gewissen Maße vom Finanzierungs-Know-how der Investoren.

5.1.5 Außenwirkung

Neben den Veränderungen in zentralen Bereichen der Unternehmensführung ist auch die Außenwirkung einer Minderheitsgesellschaft von hoher Bedeutung. Aufgrund der stark und oftmals negativ debattierten Thematik Private Equity in der Tagespresse fürchteten einige Familieunternehmer vorab negative Auswirkungen der Minderheitsbeteiligung auf die Signale des Unternehmens gegenüber Mitarbeitern, Banken oder Kunden. Die Studienergebnisse zeigen jedoch, dass die Mehrheit der Unternehmen keine Veränderungen in der Außenwirkung registrieren konnten (n=9). Falls es zu Veränderungen kam, waren diese in vielen Fällen sogar positiv (n=3) oder sehr positiv (n=3) und nur im Ausnahmefall negativ (n=1).

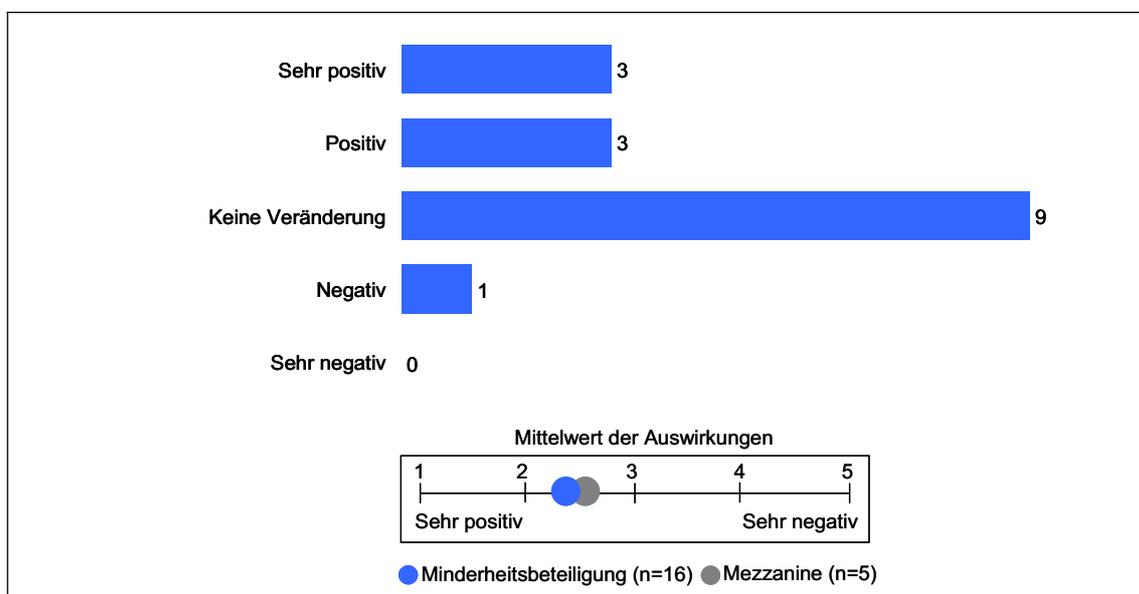


Abb. 41: Bewertung der Auswirkungen auf die Außenwirkung (Quelle: Interviews)

Die Familienunternehmer erklärten, dass es bei der Belegschaft keine negativen Auswirkungen gab. Vereinzelt existierten zu Beginn der Beteiligung einige kritische Meinungen oder Befürchtungen der Mitarbeiter – diese basierten aber meist auf Vorurteilen

und konnten schnell ausgeräumt werden. Zudem betrachteten einige Mitarbeiter eine solche Beteiligung als Sicherung der Zukunftsfähigkeit des Unternehmens, da die Finanzierung sicher gestellt war und die Familie dennoch die Mehrheit hielt.

„... Die Betriebsräte sehen – wenn es überhaupt wahrgenommen wird – eine Minderheitsbeteiligung in den meisten Fällen unkritisch, da der alte Eigentümer immer noch das Sagen hat ...“ (Experte)

„... Die Belegschaft hat gefürchtet: Oh Gott, geht es uns genauso wie Honsel oder Edscha? Also diese Bildzeitungs-Wissensbasis, die Befürchtungen auslöst. Durch die Auswahl des moderaten Partners ist nach ein paar Wochen Ruhe eingeleitet und man sieht nur noch die positiven Effekte ...“ (Familienunternehmen)

Aus Sicht einiger Familienunternehmer nahmen auch Banken die Minderheitsbeteiligung der Private-Equity-Gesellschaft als durchaus positiv wahr.

„... Man wird von der Bank nicht als klassischer Mittelständler angesehen, der nicht weiß, was in seiner Kiste läuft. Man hinterlässt ein gutes Bild. Das war schon mit einer der Hauptnutzeneffekte dieser Beteiligung ...“ (Familienunternehmen)

Die Verbesserungen in den Beziehungen zu Banken wurden teilweise auch im Mezzanine-Bereich registriert.

5.1.6 Überblick der Auswirkungen auf die Unternehmensbereiche

In Abb. 42 ist ein grafischer Überblick über die einzelnen Auswirkungen der Minderheitsbeteiligung auf die Unternehmensbereiche zu sehen. Die Grafik zeigt den Vergleich der Mittelwerte zwischen Familienunternehmen mit einer Minderheitsbeteiligung oder einer Mezzanine-Finanzierung.

Dabei wird klar, dass die Auswirkungen bei der ersten Gruppe stärker ausgeprägt waren und sich am deutlichsten in den Bereichen Corporate Governance, Controlling und Reporting als auch Finanzierung niederschlugen.

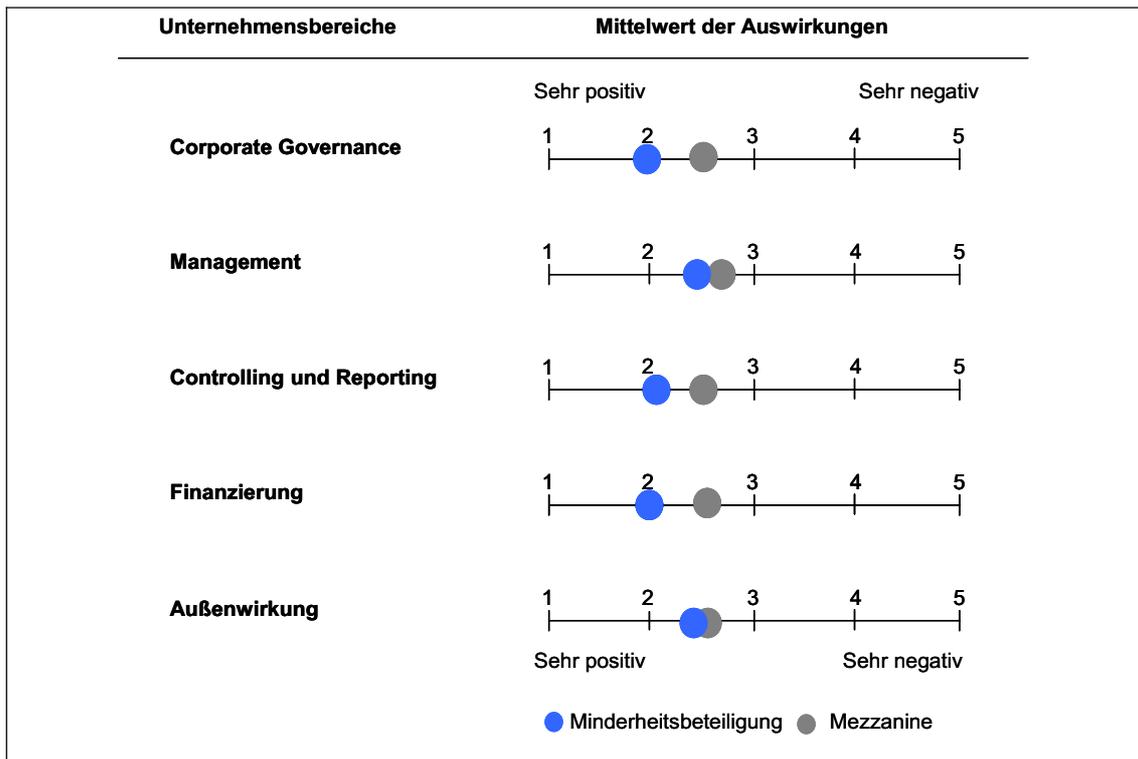


Abb. 42: Auswirkungen auf die einzelnen Unternehmensbereiche - Überblick
(Quelle: Interviews)

5.2 Auswirkungen auf die Unternehmensentwicklung

Neben den Auswirkungen der Private-Equity-Gesellschaft auf Unternehmensbereiche sind die Auswirkungen der Minderheitsbeteiligung auf die Unternehmensentwicklung von hohem Interesse. Die befragten Unternehmen berichteten, inwiefern sich spezifische Indikatoren³⁹ während der Beteiligung entwickelt haben und welchen Einfluss die Private-Equity-Gesellschaft darauf hatte.⁴⁰ Im Folgenden wird auf die Kenngrößen Umsatz, Mitarbeiter, Profitabilität, Finanzierungssituation, Internationalisierung und Innovationsfähigkeit eingegangen. Die veranschaulichenden Grafiken zeigen, wie die Familienunternehmen die Entwicklung der Kenngröße (von sehr negativ bis sehr positiv) und den Einfluss der Private-Equity-Gesellschaft bewerten (von großer Einfluss bis kein Einfluss).

5.2.1 Umsatz

Die Mehrheit der Familienunternehmen bewertete die Umsatzentwicklung als sehr positiv (n=15). Allerdings wurde der Einfluss der Private-Equity-Gesellschaft als gering

³⁹ Kenngrößen werden als indikative Wahrnehmung des Familienunternehmens erfragt.

⁴⁰ Unter Einfluss werden diejenigen Handlungen der Private-Equity-Gesellschaft verstanden, die über die Bereitstellung des Kapitals oder den Verkauf von Anteilen hinausgehen.

eingestuft. Das heißt, es gab wenig Einfluss auf die Umsatzentwicklung, der über die Bereitstellung der Finanzierung hinausging.

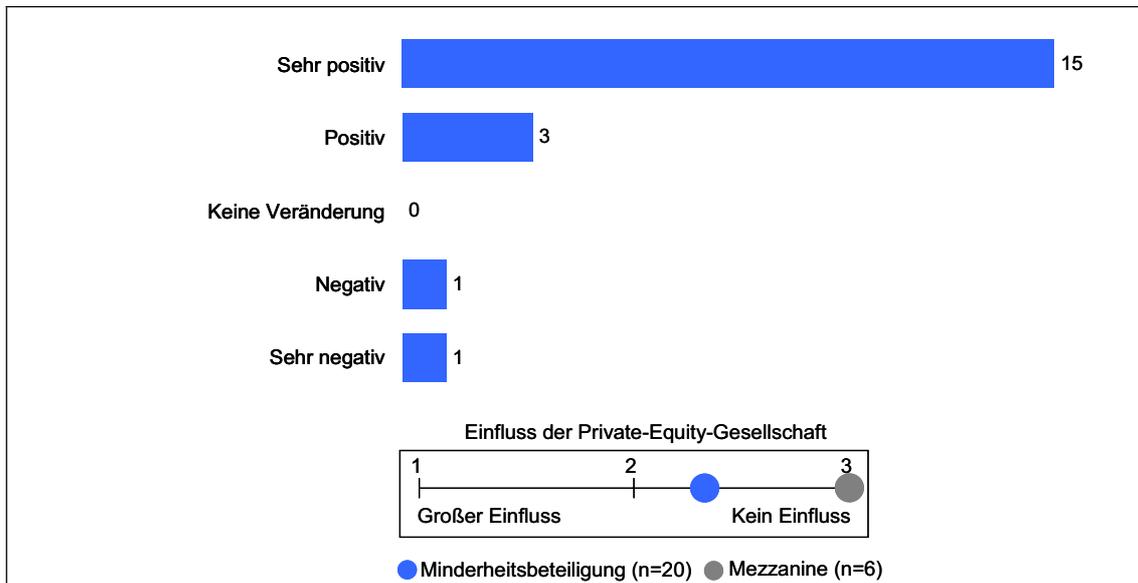


Abb. 43: Bewertung der Auswirkungen auf den Umsatz
 (Quelle: Interviews)

„... Die Entwicklung des Umsatzes war sehr gut, das hatte allerdings nichts mit dem Finanzinvestor zu tun ...“ (Familienunternehmen)

Falls es Auswirkungen durch die Private-Equity-Gesellschaft gab, sind diese durch den Ideenaustausch und das Sparring entstanden.

„... Ich würde trotzdem sagen, dass unsere Umsatzdelle relativ schwach war im Vergleich und das hat natürlich ein Stück weit der Input des Finanzinvestors gebracht. Er hat einfach andere Alternativen und Wege aufgezeigt ...“ (Familienunternehmen)

Nur bei einer Minderheitsbeteiligung trug die Private-Equity-Gesellschaft durch eigenes Handeln zur Steigerung des Umsatzes bei.

„... Die Private-Equity-Gesellschaft hat uns den Kontakt zu Kunden vermittelt und gezielt die Verhandlungen begleitet. Das hat dem Umsatzwachstum enorm geholfen ...“ (Familienunternehmen)

Bei der Finanzierung durch eigenkapitalnahes Mezzanine registrierten Familienunternehmer keinerlei Einfluss auf den Umsatz.

5.2.2 Mitarbeiter

Zahlreiche Studien beschäftigen sich mit dem Einfluss von Private-Equity-Gesellschaften auf die Mitarbeiterzahl.⁴¹ In der Öffentlichkeit werden sie häufig auf Basis von Einzelfällen als Jobvernichter beschrieben.⁴² Daher ist es äußerst interessant, wie die Familienunternehmen der Stichprobe die Entwicklung der Mitarbeiterzahl und den Einfluss der Private-Equity-Gesellschaften bewerteten.

Auch bei der Mitarbeiterzahl berichtete die Mehrheit der Familienunternehmen von einer (sehr) positiven (n=10 bzw. 4) Entwicklung, die jedoch meistens nicht durch Private-Equity-Gesellschaften ausgelöst wurde (siehe Abb. 44).

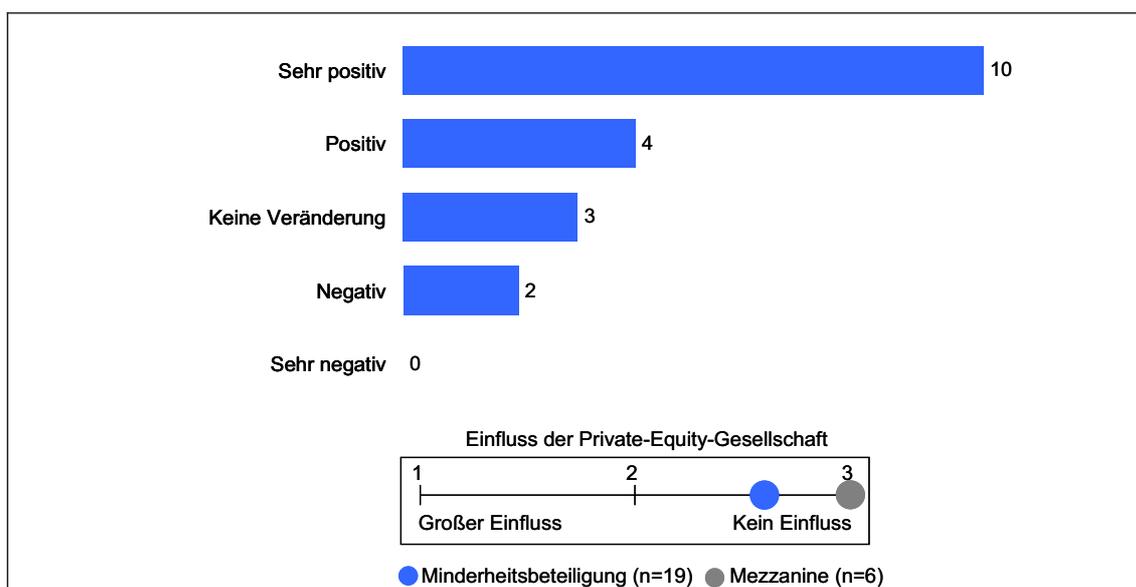


Abb. 44: Bewertung der Auswirkungen auf die Mitarbeiteranzahl
(Quelle: Interviews)

Die Private-Equity-Gesellschaft hatte grundsätzlich wenig Einfluss auf die Mitarbeiterzahl, da Einstellungen unterhalb der Geschäftsführungsebene nicht Teil der zustimmungspflichtigen Geschäfte war. Nichtsdestotrotz wurden Personalkosten in der Unternehmensplanung abgestimmt.

Überraschenderweise wurde nach Aussagen der Familienunternehmen vereinzelter Personalabbau vom Management und nicht von der Private-Equity-Gesellschaft getrieben.

„... Wir haben schon mal in Deutschland 10 Prozent der Belegschaft abgebaut. Das war allerdings in keiner Weise von unserer Private-Equity-Gesellschaft getrieben ...“ (Familienunternehmen)

Neben der reinen quantitativen Betrachtung der Mitarbeiterzahl erwähnten Familienunternehmen vereinzelt auch einen qualitativen Aspekt. Durch die Beteiligung einer

⁴¹ Vgl. Davis/Lerner/Haltiwanger/Miranda/Jarmin (2008); Shapiro/Pham (2008); Achleitner/Klößner (2005).

⁴² Vgl. Rügemeier (2005).

Private-Equity-Gesellschaft wurde die Arbeitsplatzattraktivität auf Managementebene des Familienunternehmens deutlich erhöht. Außenstehende Manager sehen darin gute Aufstiegs- und Netzwerkgelegenheiten, die ihnen in einem patriarchalisch geführten Familienunternehmen oft verwehrt bleiben.

Bei den Unternehmen, die sich für eine Mezzanine-Finanzierung entschieden hatten, gab es keinerlei Einfluss der Kapitalgeber auf die Mitarbeiterentwicklung.

5.2.3 Profitabilität

Die Entwicklung der Profitabilität⁴³ bewertete die Mehrheit der Unternehmen als gut bzw. sehr gut (n=4 bzw. 12; siehe Abb. 45). Die Entwicklung der Profitabilität wurde wiederum nur in einigen Fällen durch die Private-Equity-Gesellschaft beeinflusst. Dies kann grundsätzlich auch vom Investitionsansatz der ausgewählten Private-Equity-Gesellschaft abhängen. Bei aktiven Investoren ist das Kostenbewusstsein durchaus ausgeprägter als bei eher passiv agierenden Private-Equity-Gesellschaften.

„... Die Profitabilität hat sich sehr gut entwickelt und der Investor hatte doch auch einen Anteil daran ...“ (Familienunternehmen)

„... Bei der Profitabilität hatte die Private-Equity-Gesellschaft keinerlei Einfluss. Das ist a) wieder der Markt, weil die Preise besser sind, aber b) ist da auch der Produktionsleiter einfach gut ...“ (Familienunternehmen)

Bei Mezzanine-Finanzierungen gab es keinerlei Einfluss auf die Profitabilität.

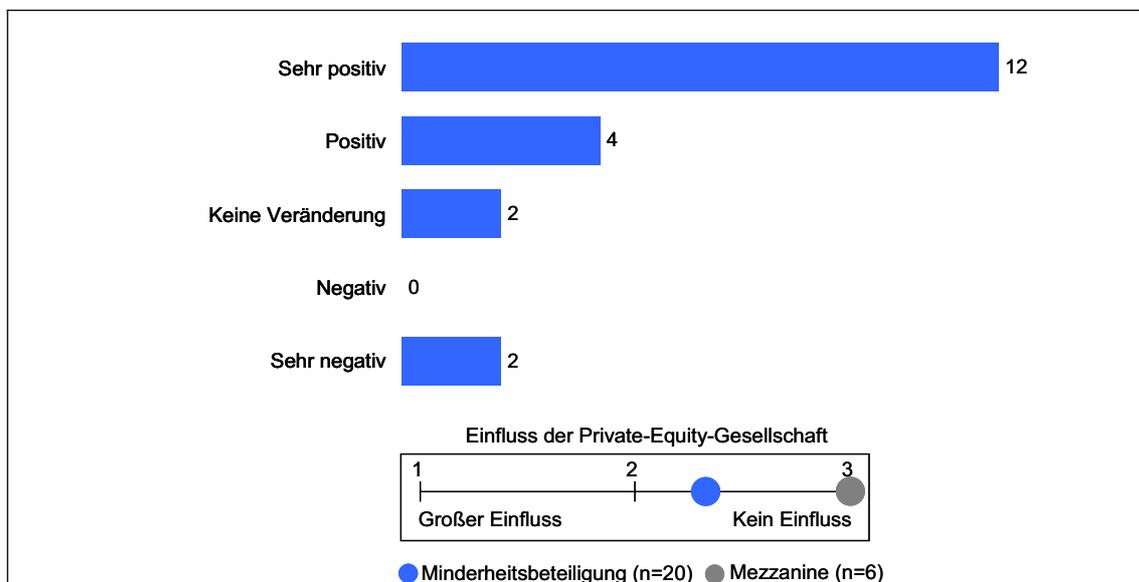


Abb. 45: Bewertung der Auswirkungen auf die Profitabilität (Quelle: Interviews)

⁴³ Hier definiert als Umsatzrentabilität.

5.2.4 Finanzierungssituation

Die Entwicklung der Finanzierungssituation wird in Familienunternehmen überwiegend von der Entwicklung der Profitabilität bzw. Innenfinanzierung getrieben.⁴⁴ Daher ist es nicht verwunderlich, dass auch hier ein überwiegend positives Bild berichtet wurde (siehe Abb. 46).

Im Vergleich zu anderen Bereichen konnte die Private-Equity-Gesellschaft das Familienunternehmen bei der Finanzierung oftmals stark durch ihr Expertenwissen unterstützen. Zusätzlich zur Verbesserung der Finanzierungssituation bei einer Kapitalerhöhung trugen Private-Equity-Gesellschaften Fachwissen zur Optimierung der Finanzierung der befragten Familienunternehmen bei.

„... Ja, natürlich hat die Private-Equity-Gesellschaft geholfen. Die Private-Equity-Gesellschaft ist auf diesem Gebiet ein absoluter Experte und es kommen häufiger Hinweise wie beispielsweise: passen Sie auf, wir können nicht mit so niedrigem Eigenkapital ... wir müssen unsere Eigenkapitalbasis stärken, weil sonst sind wir nicht kreditfähig ...“ (Familienunternehmen)

„... In der Finanzierung hab ich damals immer die Meinung der Private-Equity-Gesellschaft gesucht. Die sind ja in diesem Bereich viel professioneller unterwegs als wir als Familienunternehmen. Und die haben uns schon geholfen ...“ (Familienunternehmen)

Bei Mezzanine-Finanzierungen gab es teilweise einen Einfluss auf die Finanzierungssituation, der aber eher vom Unternehmen proaktiv eingefordert wurde.

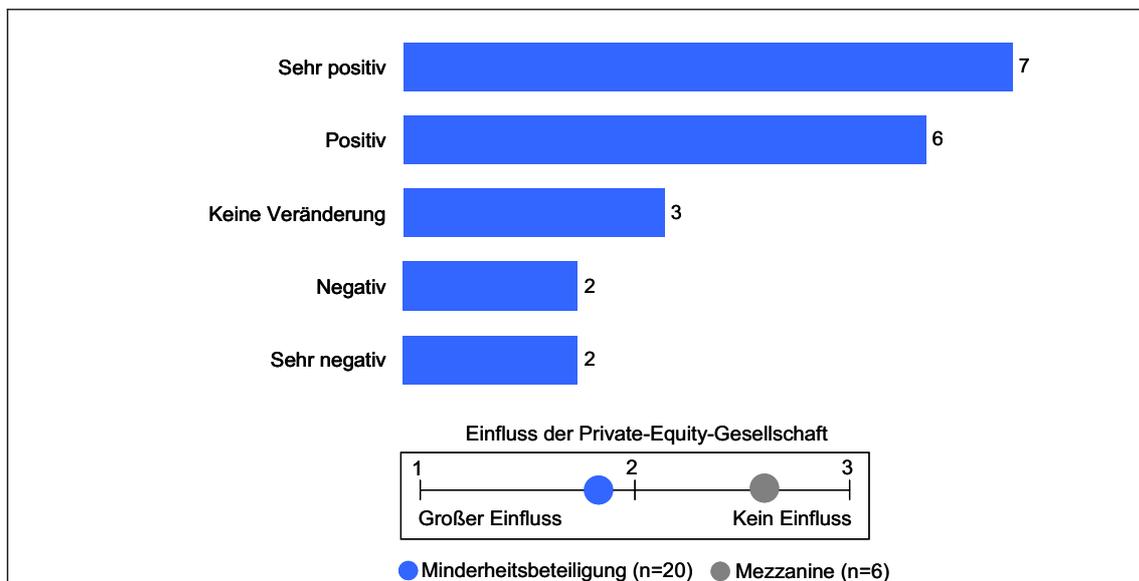


Abb. 46: Bewertung der Auswirkungen auf die Finanzierungssituation
(Quelle: Interviews)

⁴⁴ Vgl. Achleitner/Schraml/Klöckner (2008), S. 27.

5.2.5 Internationalisierung

Die Unterstützung bei der Internationalisierung des Familienunternehmens wird von einigen Private-Equity-Gesellschaften oftmals als Argument für die Minderheitsbeteiligung einer Private-Equity-Gesellschaft vermarktet.⁴⁵

In der Stichprobe bewertete die Mehrheit der Familienunternehmen die Entwicklung ihrer Internationalisierung als (sehr) positiv (n=8 bzw. n=5). Die Private-Equity-Gesellschaften hatten jedoch nach Meinung der Familienunternehmer keinerlei Einfluss auf diese Entwicklung (siehe Abb. 47). Eine aktive Unterstützung durch die Private-Equity-Gesellschaft war meist nicht möglich, da ein Großteil der auf Minderheiten spezialisierten Private-Equity-Gesellschaften national geprägt ist. Daher waren die Private-Equity-Gesellschaften hinsichtlich der Internationalisierung meist nur passiver Begleiter.

„... Also wir sind weit internationaler, als die Private-Equity-Gesellschaft. Die Private-Equity-Gesellschaft ist in erster Linie ein deutscher Investor ...“ (Familienunternehmen)

„... Wir haben global expandiert. Aber das ist nicht auf den Investor zurückzuführen. Die haben das höchstens positiv begleitet ...“ (Familienunternehmen)

„... Nein, da gab es keine aktive Unterstützung. Da würde ich ihnen jetzt was andichten ...“ (Familienunternehmen)

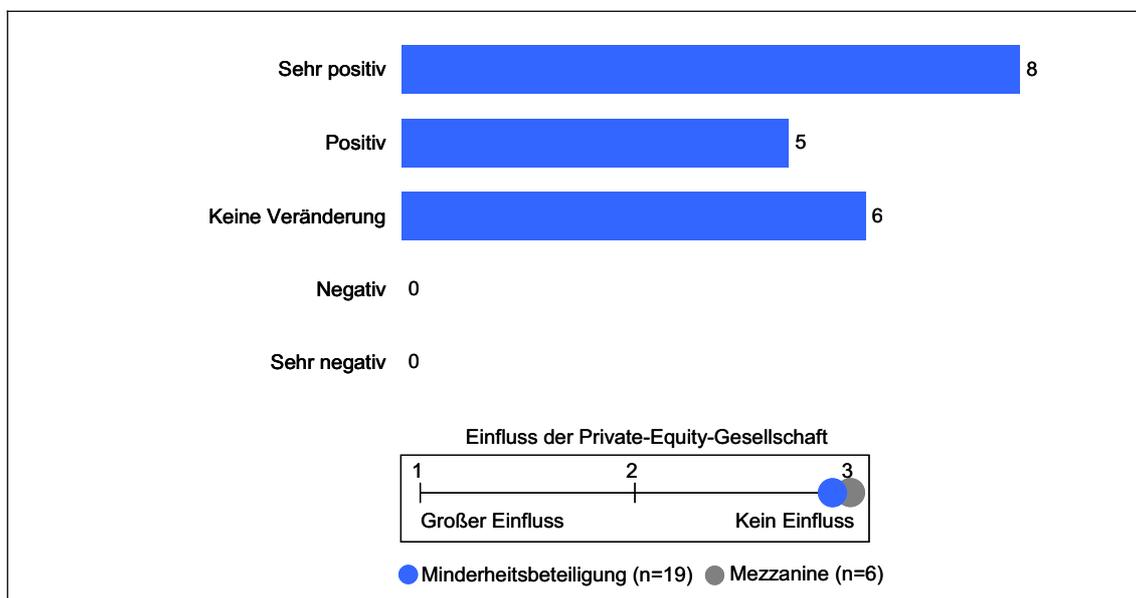


Abb. 47: Bewertung der Auswirkungen auf die Internationalisierung (Quelle: Interviews)

Bei einer gewünschten Unterstützung der geografischen Expansion durch die Private-Equity-Gesellschaft sind international aufgestellte Private-Equity-Gesellschaften besser

⁴⁵ Vgl. Krümmer (2006).

Bereich der Innovation nicht unterstützen konnte, die Innovationsfähigkeit des Familienunternehmens allerdings auch nicht eingeschränkt hat.

„... Auch im Bereich Innovation und Technologie haben sie uns nie behindert. Wir haben gemeinsam mit unserer Private-Equity-Gesellschaft enorme Investitionen gemacht in Technologie. Und da hat die Private-Equity-Gesellschaft auch mitgespielt, weil die eben langfristig orientiert sind und nicht kurzfristig Cash Flow aus dem Unternehmen abziehen wollen ...“ (Familienunternehmen)

Im Mezzanine-Bereich ist der Kapitalgeber ohne Einfluss auf die Innovationsfähigkeit des Unternehmens.

5.2.7 Überblick über den Einfluss auf die Unternehmensentwicklung

In Abb. 49 ist wiederum ein grafischer Überblick über den Einfluss der Private-Equity-Gesellschaft auf die Unternehmensentwicklung dargestellt.

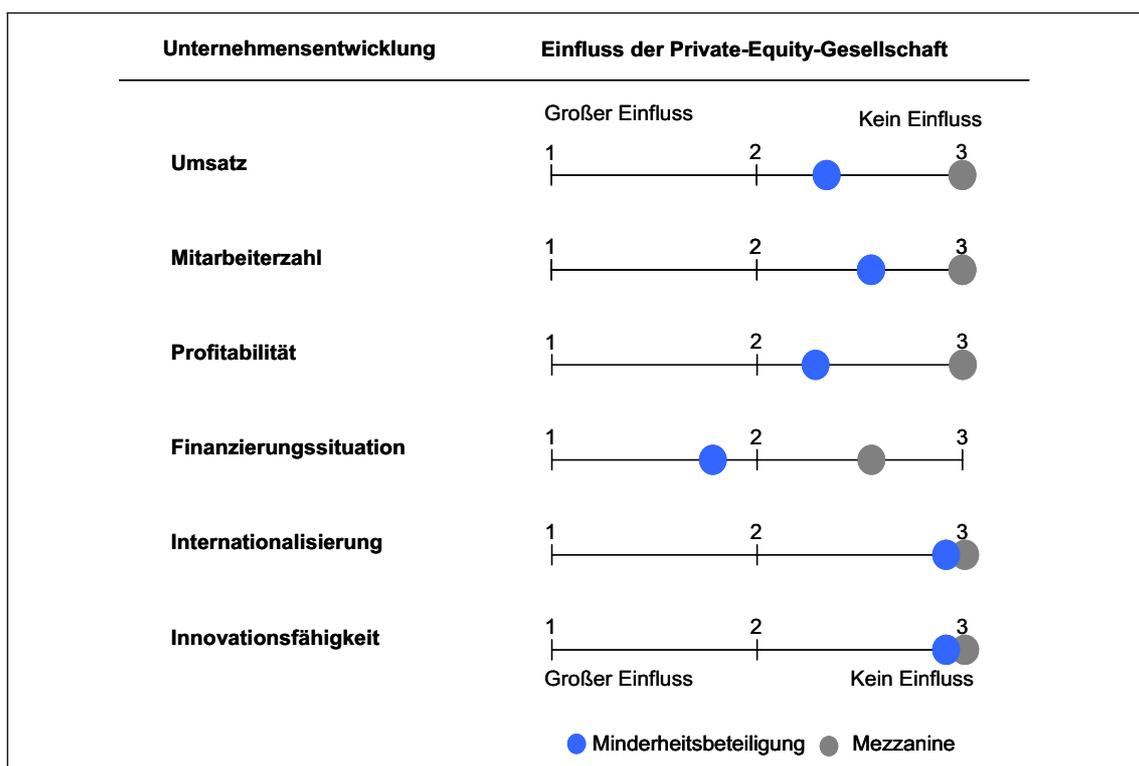


Abb. 49: Einfluss auf die Unternehmensentwicklung - Überblick
(Quelle: Interviews)

Die Grafik zeigt den Einfluss der Private-Equity-Gesellschaft und der Mezzanine-Kapitalgeber auf die Entwicklung der Familienunternehmen. Dabei wird klar, dass der Einfluss von den Familienunternehmen beider Gruppen als eher gering eingestuft wird, dabei wird allerdings der Einfluss der Private-Equity-Gesellschaft stärker wahrgenommen als der Einfluss der Mezzanine-Kapitalgeber. Nur auf die Finanzierungssituation hatte die Private-Equity-Gesellschaft erheblichen Einfluss. Generell ist der Einfluss jedoch

stark abhängig von der Art der Private-Equity-Gesellschaft und des gewünschten Einflusses des Familienunternehmens.

5.3 Zufriedenheit mit der Minderheitsbeteiligung

5.3.1 Zufriedenheit des Familienunternehmens mit der Private-Equity-Gesellschaft

Abstrahiert von den einzelnen Auswirkungen der Minderheitsbeteiligung auf Unternehmensbereiche und der Entwicklung von Unternehmenskenngrößen bewerteten die Familienunternehmen die Zufriedenheit mit der Finanzierungsform und der Private-Equity-Gesellschaft. Die Ergebnisse der Gespräche zeigen, dass über 80% der Familienunternehmen mit der Minderheitsbeteiligung und ihren Konsequenzen sehr zufrieden (n=8) oder zufrieden (n=7) waren. Jeweils nur ein Unternehmen war unzufrieden oder mittelmäßig zufrieden. In Ausnahmefällen waren die Unternehmer mit der Beteiligung der Private-Equity-Gesellschaft sehr unzufrieden (n=2).

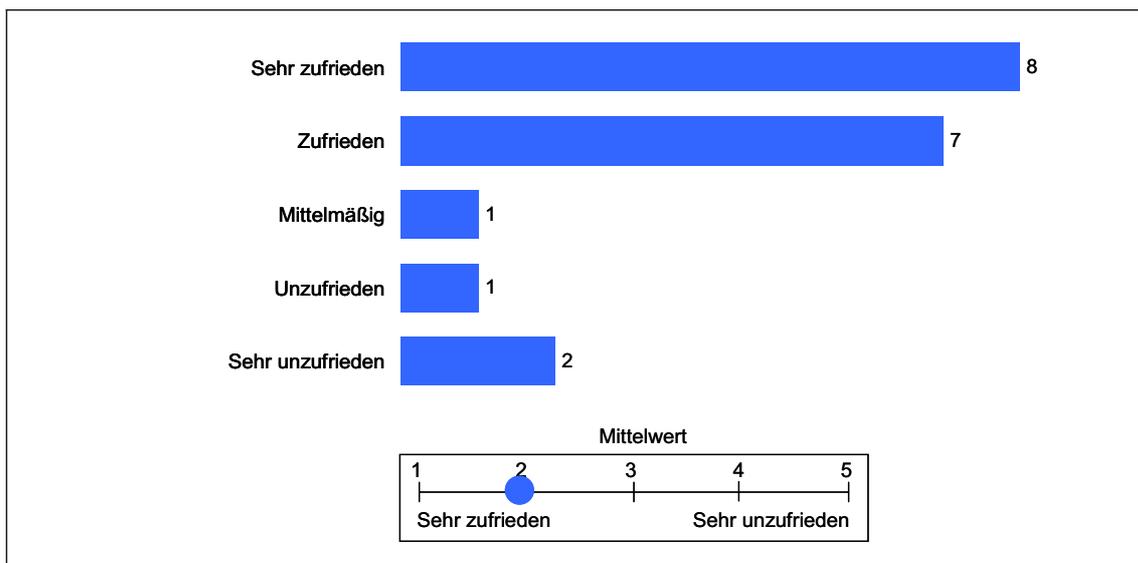


Abb. 50: Zufriedenheit der Familienunternehmen mit der Minderheitsbeteiligung und Private-Equity-Gesellschaft
Anmerkung: n=19
(Quelle: Interviews)

Insgesamt ist also festzuhalten, dass trotz ursprünglicher Vorbehalte die überwiegende Mehrheit der Familienunternehmen von der Finanzierungslösung Minderheitsbeteiligung überzeugt ist und teilweise sogar positiv überrascht wurde. In einem Fall war die Zusammenarbeit zwischen Familienunternehmen und Private-Equity-Gesellschaft sogar so erfolgreich verlaufen, dass der betreuende Mitarbeiter des Investors in die Geschäftsführung des Familienunternehmens wechselte.

„... Für den Zweck war es eigentlich erfolgreicher, als ich erwartet oder sogar erhofft hatte. Würde ich auf jeden Fall wieder machen ...“ (Familienunternehmen)

„... Die Zusammenarbeit mit dem Finanzinvestor ist toll. Also ich würde wirklich sagen: Das ist prima, das ist einwandfrei, wir haben ein sehr gutes Einvernehmen und wir arbeiten sehr gut zusammen ...“ (Familienunternehmen)

Verbesserungspotenzial sahen einige Familienunternehmer in einer stärkeren Zusammenarbeit und Unterstützung durch die Private-Equity-Gesellschaft. Erstaunlicherweise bedeutet dies, dass einige Unternehmer sogar mehr Einflussnahme des Investors willkommen geheißen hätten.

„... Ich hätte jetzt aus der Sicht des Unternehmens gesagt: Noch mehr Befruchtung. Da läuft sehr viel, aber da könnte der Finanzinvestor noch mehr machen ...“ (Familienunternehmen)

Die vereinzelt auftretende Unzufriedenheit der Familienunternehmer ging in den meisten Fällen mit einer schlechten Unternehmensentwicklung und einem gestörten Vertrauensverhältnis zwischen Familie und Private-Equity-Gesellschaft einher.

5.3.2 Zufriedenheit der Private-Equity-Gesellschaft mit der finanziellen Rendite

Der Erfolg einer Minderheitsbeteiligung misst sich für die Private-Equity-Gesellschaft zu einem großen Anteil anhand der erzielten finanziellen Rendite. Die Familienunternehmer wurden daher auch um eine Einschätzung der Zufriedenheit der Private-Equity-Gesellschaft mit der bei ihnen erzielten finanziellen Rendite gebeten.

Laut Meinung der Familienunternehmer waren diejenigen Private-Equity-Gesellschaften, die bereits einen Ausstieg realisieren konnten, mit der erwirtschafteten Rendite sehr zufrieden (n=13). Ein Unternehmen schätzte die Zufriedenheit der Private-Equity-Gesellschaft als mittelmäßig ein und drei Familienunternehmer waren der Ansicht, dass die Private-Equity-Gesellschaft mit der erzielten Rendite sehr unzufrieden war. An dieser Stelle darf nicht vergessen werden, dass der Familienunternehmer mindestens in gleichem Maße vom Wertzuwachs profitiert wie die Private-Equity-Gesellschaft

In zwei von diesen drei Fällen bewertete der Familienunternehmer auch die Zusammenarbeit mit der Private-Equity-Gesellschaft als schlecht. Im verbleibenden dritten Fall bewertete der Familienunternehmer, trotz der starken Unzufriedenheit des Investors mit der Rendite, dessen Einflussnahme und Zusammenarbeit als gut.

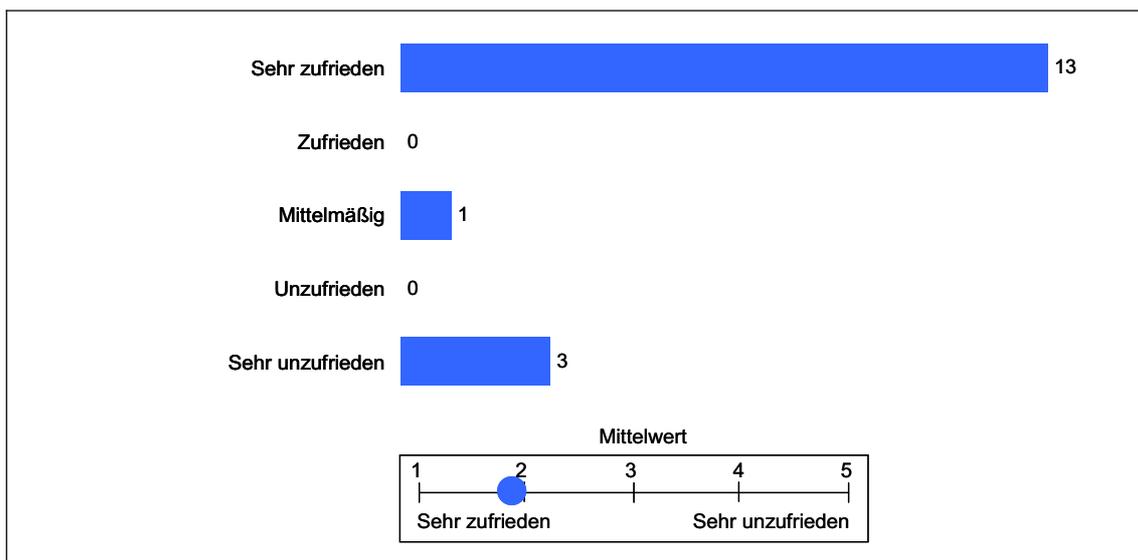


Abb. 51: Zufriedenheit der Private-Equity-Gesellschaft mit der erzielten Rendite aus Sicht der Familienunternehmer

Anmerkung: n=17

(Quelle: Interviews)

5.4 Zwischenfazit

Die größten *Auswirkungen der Minderheitsbeteiligung und der Private-Equity-Gesellschaft auf die Unternehmensbereiche* verzeichneten die Familienunternehmer in den Bereichen Corporate Governance, Controlling/Reporting und Finanzierung. Hier konnte die Private-Equity-Gesellschaft einen wichtigen Beitrag zur Verbesserung der Bereiche leisten. Ein sehr gemischtes Bild ergaben die Berichte über die Auswirkungen auf das Management. Die Ergebnisse lassen darauf schließen, dass Veränderungen im Management stark vom Typ der Private-Equity-Gesellschaft und der Inanspruchnahme der Private-Equity-Gesellschaft durch das Familienunternehmen abhängen. Im Bezug auf die Außenwirkung der Minderheitsbeteiligung registrierten nur einzelne Unternehmen Veränderungen. In diesen Fällen waren die Veränderungen in der Wirkung des Unternehmens auf Mitarbeiter, Kunden und Banken mehrheitlich positiv.

Die überwiegende Mehrheit der Unternehmen in der Stichprobe konstatierte über die Haltedauer der Private-Equity-Gesellschaft eine *positive Entwicklung* in den Bereichen Umsatz, Mitarbeiter, Profitabilität, Internationalisierung und Innovation. Bei der Bewertung des Einflusses durch die Private-Equity-Gesellschaft ergab sich wiederum ein sehr heterogenes Bild. Der größte Einfluss der Private-Equity-Gesellschaften auf die Unternehmensentwicklung wurde im Bereich der Finanzierung registriert. In den Bereichen Umsatz und Profitabilität wurde der Einfluss moderat eingestuft. Bei der Internationalisierung und Innovation erkannten Familienunternehmen nahezu keinen Einfluss. Auch hier lassen die Ergebnisse den Schluss zu, dass der Einfluss stark vom Typ der Private-Equity-Gesellschaft und der Inanspruchnahme der Private-Equity-Gesellschaft durch das Familienunternehmen abhängen.

Die Studienergebnisse zeigen zudem eine hohe *allgemeine Zufriedenheit* der Familienunternehmer mit der Minderheitsbeteiligung und der Private-Equity-Gesellschaft auf. Für den Großteil der befragten Unternehmen stellte die Minderheitsbeteiligung eine erfolgreiche Lösung für ihren Handlungsbedarf dar. Laut Aussagen der Familienunternehmer waren auch die Private-Equity-Gesellschaften, die bereits einen Ausstieg realisieren konnten, mit der erzielten finanziellen Rendite sehr zufrieden.

Abschließend ist also festzuhalten, dass die überwiegende Mehrheit der Familienunternehmer vom (oftmals moderaten) Einfluss der Private-Equity-Gesellschaft profitierte und mit den Auswirkungen der Minderheitsbeteiligung zufrieden war.

6. Fazit

Die Minderheitsbeteiligung von Private-Equity-Investoren stellt eine interessante Finanzierungsalternative für Familienunternehmen dar. Sie eignet sich sowohl für Finanzierungsanlässe, die durch das Unternehmen bedingt sind, als auch für Herausforderungen im Gesellschafterkreis. Über die Lösung dieser Finanzierungsanlässe hinaus weist eine Minderheitsbeteiligung zusätzliche Vorteile für das Familienunternehmen auf. Kapitalstruktureffekte, die Professionalisierung der Unternehmensführung und die Aufnahme eines neutralen Gesellschafters sind Vorzüge der Minderheitsbeteiligung. Sie weist demzufolge eine hohe Wettbewerbsfähigkeit gegenüber anderen Finanzierungsalternativen auf.

Familienunternehmen, die sich für eine Minderheitsbeteiligung entscheiden, sollten jedoch beachten, dass sich Private-Equity-Gesellschaften in ihrem Investitionsansatz stark unterscheiden können. Die Investoren differenzieren sich vor allem, aber nicht nur anhand der Haltedauer, den Renditeerwartungen und der Einflussnahme auf das Unternehmen. Daher ist die bewusste Auswahl des Finanzierungspartners essenziell. Die zwischenmenschliche Ebene ist oftmals das wichtigste Entscheidungskriterium für Familienunternehmen.

Ein weiterer Knackpunkt der Minderheitsbeteiligung ist die rechtliche Ausgestaltung. Die Komponenten des Gesellschaftsvertrags und der Gesellschaftervereinbarung regeln potenziell divergierende Interessen zwischen dem Familienunternehmen und der Private-Equity-Gesellschaft. Regelungen zur Einflussnahme und zum Ausstieg des Investors sind dabei von hoher Bedeutung. Diese detaillierten Regelungen zu Zusammenarbeit und Ausstieg sind zwar notwendig, in der Praxis verläuft die Partnerschaft jedoch meist harmonisch.

Die positiven Auswirkungen der Minderheitsbeteiligung auf das Familienunternehmen sind ein weiteres Zeichen für die Eignung der Beteiligung als Finanzierungsinstrument. Unternehmen können von der Professionalität und dem Know-how der Private-Equity-Investoren in vielen Unternehmensbereichen profitieren. Hierbei spielt auch die Arbeit des eingeführten Beirats eine zentrale Rolle. Insgesamt übt der Großteil der Private-Equity-Gesellschaften einen moderaten Einfluss auf die Unternehmensführung aus. Sie agieren vielfach als passiver Begleiter, der bei Bedarf Unterstützung bietet.

Vor dem Hintergrund der positiven Erfahrungen der befragten Familienunternehmen erweisen sich somit viele Vorbehalte von Familienunternehmen gegenüber einer Minderheitsbeteiligung von Private-Equity-Gesellschaften als nicht gerechtfertigt. Eine bewusste Auswahl des Finanzierungspartners in Kombination mit einer ausgewogenen Strukturierung der Verträge kann, wie aus den Berichten der Familienunternehmen deutlich wurde, eine erfolgreiche Zusammenarbeit von Familienunternehmen und Private-Equity-Gesellschaft ermöglichen.

Es ist daher die Aufgabe der Familienunternehmen und Private-Equity-Gesellschaften, die aufgezeigten Möglichkeiten einer Minderheitsbeteiligung aufzugreifen und zukünftig in ihre Finanzierungs- als auch Investitionsentscheidungen einzubeziehen. Die folgenden Handlungsempfehlungen können hierfür als erste Hilfestellung dienen.

7. Handlungsempfehlungen

In diesem Abschnitt werden aus den Erkenntnissen der Studie Handlungsempfehlungen für Familienunternehmer, die einen Verkauf einer Minderheit in Betracht ziehen, abgeleitet. Sie fokussieren sich auf die Motivation, die Anbahnung und die Ausgestaltung der Minderheitsbeteiligung einer Private-Equity-Gesellschaft. Die Handlungsempfehlungen für den Familienunternehmer weisen keinen normativen Charakter auf, sondern sollen lediglich der Orientierung dienen und möglichen Fehlern vorbeugen. Die optimale Handlungsweise hängt selbstverständlich von der individuellen Situation und den Zielen der Eigentümerfamilie und des Unternehmens ab.

1. Motivation für eine Minderheitsbeteiligung

- Sowohl Experten als auch Familienunternehmer raten zu einer konkreten Ausformulierung der langfristigen Strategie und Ziele vor der Wahl der Finanzierungsform. Dies sollte sich sowohl auf die persönliche Situation als auch auf die Unternehmensentwicklung beziehen.

„... Wir empfehlen jedem Familienunternehmer, sich seiner langfristigen Ziele bewusst zu werden und die Strategie für das Unternehmen zu bestimmen. Nur basierend auf dieser Information kann man die richtige Finanzierungsform und den richtigen Partner finden ...“ (Private-Equity-Gesellschaft)

„... Der Familienunternehmer sollte seine Ziele schriftlich definieren. Basierend darauf kann man dann die beste Finanzierungsform wählen ...“ (Experte)

„... Ganz wichtig bei diesem Thema ist zu wissen: wo will ich eigentlich hin? Basierend darauf lässt sich dann alles Weitere ableiten ...“ (Familienunternehmen)

- Bei der Entscheidung für eine geeignete Finanzierungsform ist eine sorgfältige Prüfung der Alternativen zu empfehlen. Falls kein ausgeprägtes Finanzierungs-Know-how im Unternehmen vorhanden ist, könnte der Einsatz von Beratern, neben der Hausbank, hilfreich sein.
- Eine Eigenkapitalbeteiligung resultiert in höheren Kosten gegenüber anderen Finanzierungsformen. Die Auswahl einer Minderheitsbeteiligung ist dann gerechtfertigt, wenn das Unternehmen vom potenziellen Zusatznutzen profitieren kann.

„... Damit sich so eine Beteiligung lohnt, brauchen Sie eine Wertsteigerung, die durch den Investor verursacht wurde, sonst lohnt es sich nicht ...“ (Familienunternehmen)

2. Anbahnung der Minderheitsbeteiligung

- Experten, Private-Equity-Gesellschaften sowie Familienunternehmen empfehlen, sich möglichst gut auf den Verkaufsprozess der Minderheit vorzubereiten. Die Definition der Zielvorstellungen bzgl. Ausstieg, Haltedauer und Zusammenarbeit sind bereits vor dem Verkaufsprozess sehr wichtig. Daneben ist die Planung von Arbeitsressourcen über den Verlauf des gesamten Verkaufsprozesses hinweg empfehlenswert. Darüber hinaus ist die Aufbereitung der Finanzzahlen und das Erstellen einer professionellen Finanzplanung notwendige Voraussetzung für einen Verkaufsprozess.
- Für den Verkaufsprozess raten die Gesprächspartner einhellig zu einer professionellen Unterstützung. Vor allem auf der rechtlichen und steuerlichen Seite ist erfahrener Beistand enorm wichtig. Der Einsatz einer M&A-Beratung ist hingegen von den Zielstellungen des Familienunternehmers abhängig.
- Während des Verkaufsprozesses sollte der Familienunternehmer von den interessierten Private-Equity-Gesellschaften eine Absichtserklärung mit den wichtigsten Zielvorstellungen einholen. Diese sollte die Punkte Ausstieg, Haltedauer, Zusammenarbeit und Renditevorstellungen umfassen. Dadurch erlangt der Familienunternehmer eine handfeste Vergleichsbasis zwischen den Interessenten und kann diese mit seinen anfangs definierten Zielstellungen vergleichen und Zielkongruenz erreichen.

„... Der Familienunternehmer muss Zielkongruenz herstellen. Eine Private-Equity-Gesellschaft hat keine soziale Verantwortung, das muss man wissen. Als Familienunternehmer verfolge ich in einer Rezession schon mal das Ziel, möglichst viele Leute durchzuschleppen und ansonsten ständig für die Turnhalle zu spenden. Diese Ziele sind mit einem Finanzinvestor nicht umzusetzen. Man muss sich in allen wichtigen Punkten, wie bspw. Haltedauer, Ausstieg, Einfluss, vor der Beteiligung einig werden ...“ (Familienunternehmen)

- Darüber hinaus ist es für die Wahl des Investors empfehlenswert, vergleichbare Beteiligungen, die Investitionsphilosophie und die verfolgten Ziele der einzelnen Private-Equity-Gesellschaften zu betrachten.
- Nach Ansicht der befragten Experten und Familienunternehmer steht bei der Auswahl einer Private-Equity-Gesellschaft als Minderheitspartner das zwischenmenschliche Verhältnis im Vordergrund. Eine Minderheitsbeteiligung ist eine sehr enge Partnerschaft, die nur bei harmonischer Zusammenarbeit zu wirtschaftlichem Erfolg führen kann.

„... Ich würde empfehlen: Schau dir ganz genau an, mit wem du redest. Versuch dir die Investorenphilosophie anzuschauen. Lass dir Vergleichs-

transaktionen zeigen. Lass dir mal zeigen, was da jetzt wirklich gemacht wurde in den Bereichen und wie es gemacht wurde. Erbitte Zugang zu einem Gesellschafter eines Unternehmens, in der die Private-Equity-Gesellschaft beteiligt ist. Wichtig ist, Zielkongruenz herzustellen, sodass man sich über Jahre arrangiert. Das ist im Endeffekt wie eine Ehe und wenn man sich nicht versteht, wird das sehr teuer ...“ (Experte)

- Die Optimierung des Preises ist unter der Prämisse der angestrebten Rückführung des Unternehmens in vollständige Familienhand nicht zu empfehlen. Der Investor fordert das eingesetzte Kapital zuzüglich einer gewissen internen Renditeerwartung. Bei einem anvisierten Rückkauf würde sich der Unternehmer daher nur eine höhere Belastung auferlegen.

3. Ausgestaltung der Minderheitsbeteiligung

- Experten und Familienunternehmer raten, die Minderheitsbeteiligung für alle Szenarien rechtlich auszugestalten. Es darf keine Ungewissheit bezüglich Einfluss, Mittelverwendung oder Ausstieg bestehen.
- Basierend auf der Zielstellung der Minderheitsbeteiligung und des Investitionsansatzes der Private-Equity-Gesellschaft muss der Einflussbereich während der Haltedauer klar geregelt werden. Es ist empfehlenswert, die operative Einflussnahme der Private-Equity-Gesellschaft zu limitieren, um in schlechten Zeiten nicht die Kontrolle über das Familienunternehmen zu verlieren.

„... Der Familiengesellschafter sollte darauf achten, dass er letztlich die Kontrolle nicht aus der Hand gibt. Ich glaube, das ist das Wichtigste. Das ist ein Familienunternehmen und das soll auch ein Familienunternehmen bleiben. Und deshalb müssen alle Spielregeln, die man mit dem Finanzinvestor vereinbart, letztlich so gestrickt werden, dass an diesem Grundsatz möglichst nicht gedreht werden kann. Sprich, nicht dass der Einstieg letztlich der Beginn einer Mehrheitsübernahme wird ...“ (Experte)

„... Die Verträge müssen so gestrickt sein, dass aus einer Minderheitsbeteiligung nicht ein Mehrheitseinfluss wird ...“ (Familienunternehmen)

- Die Einrichtung eines Beirats ist unerlässlich, aber auch sinnvoll. Bei der Ausgestaltung ist zu beachten, dass ein ausgewogenes Verhältnis zwischen Mehrheits- und Minderheitsgesellschaftern herrscht. Die Hereinnahme von neutralen Beiratsmitgliedern kann hierzu beitragen. Der Familienunternehmer sollte das Netzwerk der Private-Equity-Gesellschaft nutzen und einen Industrieexperten oder bewährten Beirat als Beiratsmitglied berufen.

- Die Nutzung des Beirates als Sparringspartner und qualifizierten Berater bei schwierigen Fragestellungen ist für den Familienunternehmer vorteilhaft. Zudem raten Familienunternehmer dazu, die Fähigkeiten und Netzwerke der Private-Equity-Gesellschaft in Anspruch zu nehmen.

„... Ein großer Vorteil der Minderheitsbeteiligung einer Private-Equity-Gesellschaft ist, dass man enormes Know-how und ein großes Netzwerk im Beirat sitzen hat. Dadurch öffnen sich dem Familienunternehmen völlig neue Horizonte. Man kann Unternehmen kaufen, international expandieren, Wachstum realisieren und innovative Finanzinstrumente nutzen. Das wichtige ist, dass man die Unterstützung als Familienunternehmer dann auch proaktiv einfordert ...“ (Familienunternehmen)

- Der Ausstieg der Private-Equity-Gesellschaft ist ein kritisches Thema, das bei der Vertragsgestaltung besonderer Aufmerksamkeit bedarf. Experten raten, dass sich der Familienunternehmer vorab seiner langfristigen Ziele bewusst ist. Darauf aufbauend müssen dann konkrete Regelungen zum Ausstieg vereinbart werden. Ist eine Rückführung in Familienhand das Ziel, erscheint die Ausgestaltung von Kauf- und Verkaufsoptionen sinnvoll, da hierdurch Planungssicherheit geschaffen wird.

„... Die Ausstiegsszenarien müssen ganz klar und für jeden verständlich sein. Lieber einen Paragraphen zu viel, als einen zu wenig. Unklarheiten können möglicherweise zum Verlust des Unternehmens führen ...“ (Familienunternehmen)

Literatur

Achleitner, Ann-Kristin/Achleitner, Paul (2000): Die Finanzierung von Familienunternehmen durch Beteiligungsgesellschaften, in: Planung, Finanzierung und Kontrolle im Familienunternehmen, Festschrift für Prof. Dr. Brun-Hagen Hennerkes, hrsg. von D. Jeschke, R. Kirchdörfer, R. Lorz, München, S. 127-148.

Achleitner, Ann-Kristin/Kaserer, Christoph (2005): Private Equity Funds and Hedge Funds – A Primer, CEFS Working Paper Series, 2005 No.3, München.

Achleitner, Ann-Kristin/Klöckner, Oliver (2005): Employment Contribution of Private Equity and Venture Capital in Europe, EVCA Research Paper, Zaventum, verfügbar über SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1113782>.

Achleitner, Ann-Kristin/Nathusius, Eva/Herman, Kerry/Lerner, Josh (2008): Messer Griesheim, in: Globalization of Alternative Investments, Working Papers Volume 1 – The Global Economic Impact of Private Equity Report 2008, World Economic Forum (Hrsg.), Köln/Genf, S. 91-102.

Achleitner, Ann-Kristin/Poeh, Angela (2004): Familienunternehmen und Private Equity: Die psychologischen Bruchstellen, Apex Partners Beteiligungsgesellschaft (Hrsg.), München.

Achleitner, Ann-Kristin/Schraml, Stephanie/Klöckner, Oliver (2008): Finanzierung von Familienunternehmen – Wie professionell ist die Unternehmensfinanzierung tatsächlich?, Center for Entrepreneurial and Financial Studies, Technische Universität München, AlphaZirkel und Droegge & Comp. Financial Advisors (Hrsg.), München, verfügbar über SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1117971>.

Achleitner, Ann-Kristin/Wahl, Simon (2004): Private Debt als alternative Finanzierungsform für mittelständische Unternehmen, in: Private Debt – alternative Finanzierung für den Mittelstand, hrsg. von A.-K. Achleitner, C. von Einem, B. von Schröder, Stuttgart, S. 41-80.

Böttcher, Barbara/Linnemann, Carsten (2008): Erfolgsmodell Mittelstand – Fakten und Irrtümer, in: FinanzBetrieb, Vol. 10 (2), S. 163-167.

Brink, Jürgen/Lehmann-Tolkmitt, Arno/Wattendrup, Claus (2007): Beteiligungsgesellschaften und Familienunternehmen – Gegenseitige Erwartungen und Anforderungen an eine Zusammenarbeit, INTES Akademie für Familienunternehmen, Hannover-Finanz Gruppe, Munich Strategy Group (Hrsg.), Bonn/Hannover/München.

Burger-Calderon, Max/Näther, Christian (2005): Beteiligungskapital als Finanzierungsquelle für den Mittelstand, in: Handbuch Corporate Finance, hrsg. von A.-K. Achleitner und G. Thoma, 2. Auflage 2001, Stand: 17. Ergänzungslieferung Februar 2005, Köln, Band 3, 6.4.5.

BVK (2007): BVK Statistik – Das Jahr 2006 in Zahlen, Berlin.

- BVK (2008): BVK Mitgliederverzeichnis, URL http://www.bvk-ev.de/privateequity.php/cat/25/title/Mitglieder_A-Z, (13.03.2008).
- EVCA (2007): EVCA Yearbook 2007: Annual Survey of Pan-European Private Equity & Venture Capital Activity, Brüssel.
- Davis, Steven/Lerner, Josh/Haltiwanger, John/Miranda, Javier/Jarmin, Ron (2008): Private equity and employment, in: Globalization of Alternative Investments, Working Papers Volume 1 – The Global Economic Impact of Private Equity Report 2008, World Economic Forum (Hrsg.), Köln/Genf, S. 43-64.
- Diem, Andreas (2005): Akquisitionsfinanzierung, Kredite für Unternehmenskäufe, München.
- Hennerkes, Brun-Hagen (1998): Familienunternehmen sichern und optimieren, Frankfurt am Main.
- Hennerkes, Brun-Hagen (2004): Die Familie und ihr Unternehmen; Strategie, Liquidität, Kontrolle, Frankfurt am Main.
- Henseler, Natascha (2006): Beiräte in Familienunternehmen: Eine kritische Betrachtung der Ausgestaltung der Beiratsarbeit, Dissertation, Bielefeld.
- Kaserer, Christoph/Achleitner, Ann-Kristin (2007): Mezzaninkapital auf dem Weg zum Standardprodukt, in: Der Schweizer Treuhänder, Vol. 10 (11), S. 2-7.
- Kaserer, Christoph/Achleitner, Ann-Kristin/von Einem, Christoph/Schiereck, Dirk (2007): Private Equity in Deutschland – Rahmenbedingungen, ökonomische Bedeutung und Handlungsempfehlungen, Norderstedt, verfügbar über SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1109100>.
- Klein, Sabine (2000): Family Businesses in Germany: Significance and Structure, in: Family Business Review, Vol. 13 (3), S. 157-182.
- Klein, Sabine (2004): Familienunternehmen – Theoretische und Empirische Grundlagen, Wiesbaden.
- Krümmer, Stephan (2006): Managing Global Expansion, Vortrag von 3i auf der Hannover Messe, 25. April 2006.
- Mayring, Philipp (2002): Einführung in die qualitative Sozialforschung, Weinheim.
- Mayring, Philipp (2003): Qualitative Inhaltsanalyse – Grundlagen und Techniken, Weinheim.
- Müller-Stewens, Günter/Roventa, Peter/Bohnenkamp, Guido (1993): Wachstumsfinanzierung für den Mittelstand, Stuttgart.
- PriceWaterhouseCoopers (2007): Chance oder Widerspruch? Beteiligungskapital in deutschen Familienunternehmen, Osnabrück.
- Rügemer, Werner (2005): Investitionen ohne Arbeitsplätze, in: WSI Mitteilungen, Vol. 7 (1), S. 49-54.

Schäfer, Dorothea/Fisher, Alexander (2008): Die Bedeutung von Buy-Outs/Ins für unternehmerische Effizienz, Effektivität und Corporate Governance, Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung (Hrsg.), Berlin.

Shapiro, Robert/Pham, Nam (2008): American Jobs and the Impact of Private Equity Transactions, Sonecon (Hrsg.), Washington, D.C.

Stiftung Familienunternehmen (2007): Die volkswirtschaftliche Bedeutung der Familienunternehmen, Stuttgart.

Strömberg, Per (2008): The new demography of private equity, in: Globalization of Alternative Investments, Working Papers Volume 1 – The Global Economic Impact of Private Equity Report 2008, World Economic Forum (Hrsg.), Köln/Genf, S. 3-26.

Wiedemann, Andreas/Kögel, Rainer (2008): Beirat und Aufsichtsrat im Familienunternehmen, München.

Autoren

Univ.-Prof. Dr. Dr. Ann-Kristin Achleitner

Ann-Kristin Achleitner ist seit 2001 Inhaberin des KfW-Stiftungslehrstuhls für Entrepreneurial Finance und seit 2003 Co-Wissenschaftliche Direktorin des Center for Entrepreneurial and Financial Studies (CEFS) an der Technischen Universität München. Die Finanzierung von Familienunternehmen ist ein Fokus ihrer Tätigkeit in Forschung und Lehre.

Dipl.-Kffr. Stephanie C. Schraml

Stephanie C. Schraml ist seit 2006 wissenschaftliche Mitarbeiterin und Doktorandin am KfW-Stiftungslehrstuhl für Entrepreneurial Finance und dem Center for Entrepreneurial and Financial Studies (CEFS) an der Technischen Universität München. Sie promoviert über die Besonderheiten der Finanzierung von Familienunternehmen.

Dipl.-Wirt.-Ing. Florian Tappeiner

Florian Tappeiner ist seit 2007 wissenschaftlicher Mitarbeiter und Doktorand am KfW-Stiftungslehrstuhl für Entrepreneurial Finance und dem Center for Entrepreneurial and Financial Studies (CEFS) an der Technischen Universität München. Er promoviert über Private Equity im Mittelstand.

Weitere Informationen

Center for Entrepreneurial and Financial Studies (CEFS), Technische Universität München

Das Center for Entrepreneurial and Financial Studies beschäftigt sich schwerpunktmäßig mit Fragen zu den Themen Venture Capital & Private Equity, Finanzierung von innovativen und mittelständischen Unternehmen und empirische Kapitalmarktforschung. Das CEFS ist Teil der Fakultät für Wirtschaftswissenschaften der Technischen Universität München (TUM). Es wurde 2003 gemeinsam durch den KfW-Stiftungslehrstuhl für Entrepreneurial Finance (Univ.-Prof. Dr. Dr. Ann-Kristin Achleitner) und den Lehrstuhl für Betriebswirtschaftslehre – Finanzmanagement und Kapitalmärkte (Univ.-Prof. Dr. Christoph Kaserer) gegründet.

Siehe für weitere Informationen www.cefs.de.

Stiftung Familienunternehmen

Die gemeinnützige Stiftung Familienunternehmen wurde 2002 von Prof. Dr. Brun-Hagen Hennerkes in Stuttgart gegründet. Ziel und Zweck der Stiftung ist es, die Zukunftsfähigkeit der deutschen Familienunternehmen zu sichern. Dabei konzentriert sich die Stiftung auf folgende drei Aufgabenbereiche:

1. Wirtschaftliche und wirtschaftspolitische Fragestellungen im Kontext des Familienunternehmertums sollen durch wissenschaftliche Forschungsaufträge untersucht werden, um die Informationslage über Familienunternehmen zu verbessern.
2. In der Öffentlichkeit soll ein differenziertes und realistisches Bild der Familienunternehmen ermöglicht werden. Die Aktivitäten richten sich in diesem Bereich an Unternehmer und Journalisten zugleich, indem Journalisten bei der Berichterstattung über Familienunternehmen unterstützt werden und der Austausch zwischen Presse und Unternehmen gefördert wird.
3. Die Qualifizierung und Begeisterung junger Menschen, die sich für eine Tätigkeit im Familienunternehmen interessieren, soll gefördert und ihr Einstieg und ihre Entwicklung im Familienunternehmen unterstützt werden.

Die Stiftung wird geleitet von den beiden Vorständen Herrn Professor Dr. Brun-Hagen Hennerkes, Stuttgart, und Herrn Alfons Schneider, Stimpfach, sowie dem Geschäftsführer Herrn Stefan Heidbreder, München. Daneben besteht ein mehrheitlich aus Unternehmern gebildetes Kuratorium, das die jeweiligen Stiftungsaktivitäten kontrolliert und fördert.

Siehe für weitere Informationen www.familienunternehmen.de.

Kontakt

Center for Entrepreneurial and Financial Studies

Technische Universität München (TUM) | Arcisstr. 21 | 80333 München

Tel: +49(0)89.289.25489 | Fax: +49(0)89.289.25488

Email: contact@cefs.de

Internet: <http://www.cefs.de>

Stiftung Familienunternehmen

Ismaninger Straße 56 | 81675 München

Tel: +49(0)89.20 18 66 11 | Fax: +49(0)89.20 18 66 19

Email: info@familienunternehmen.de

Internet: <http://www.familienunternehmen.de>

Stiftung Familienunternehmen

Prinzregentenstraße 50
D-80538 München

Telefon +49 (0) 89 / 12 76 400 02
Telefax +49 (0) 89 / 12 76 400 09
E-Mail info@familienunternehmen.de

www.familienunternehmen.de

in Zusammenarbeit mit dem Center for
Entrepreneurial and Financial Studies (CEFS)
an der Technischen Universität München