

Nico Reimers

Private Equity für Familienunternehmen

BPE
PRIVATEEQUITY

G.M.B.H.



- Eigenkapital für den Mittelstand -

**BPE Private Equity G.m.b.H. (vormals Berenberg Private Equity G.m.b.H.) ist
seit 1998 fokussiert auf Management Buy-outs im deutschen Mittelstand.**

Beispielhafte Transaktionen 2000 - 2003



WENDT 
Sound Proofing Insulation Technology

MIGUA

PHOENIX
**Atra
PRINT**
Precision Printing Barriers


deutsche^{see}
Fischmanufaktur

Mapotrix

**Schleusenbrücke 1 D-20354 Hamburg Telefon 040-36 15 70 - 0
Telefax 040-36 15 70 - 70 www.bpe.de**

Nico Reimers

Private Equity für Familienunternehmen

Nachfolgelösung und Wachstumsfinanzierung
im deutschen Mittelstand

Mit einem Geleitwort von Dr. Andreas M. Odefey

Deutscher Universitäts-Verlag

Bibliografische Information Der Deutschen Bibliothek
Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie;
detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <<http://dnb.ddb.de>> abrufbar.

Gedruckt mit freundlicher Unterstützung von BPE Private Equity G.m.b.H.

1. Auflage September 2004

Alle Rechte vorbehalten

© Deutscher Universitäts-Verlag/GWV Fachverlage GmbH, Wiesbaden 2004

Lektorat: Ute Wrasmann / Ingrid Walther

Der Deutsche Universitäts-Verlag ist ein Unternehmen von Springer Science+Business Media.
www.duv.de



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

Die Wiedergabe von Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbezeichnungen usw. in diesem Werk berechtigt auch ohne besondere Kennzeichnung nicht zu der Annahme, dass solche Namen im Sinne der Warenzeichen- und Markenschutz-Gesetzgebung als frei zu betrachten wären und daher von jedermann benutzt werden dürften.

Umschlaggestaltung: Regine Zimmer, Dipl.-Designerin, Frankfurt/Main

Gedruckt auf säurefreiem und chlorfrei gebleichtem Papier

ISBN-13: 978-3-8244-0796-5 e-ISBN-13: 978-3-322-81172-1

DOI: 10.1007/978-3-322-81172-1

Geleitwort

Das Thema „Eigenkapital für den Mittelstand“ hat in Deutschland eine lange Geschichte. Diese geht zurück auf die zweite Hälfte des 19. Jahrhunderts und erreichte einen ersten Höhepunkt in der Gründerzeit bis zum Ersten Weltkrieg. Eine weitere Boom-Phase zu diesem die westlichen Wirtschaftsordnungen prägenden Sujet konnten wir zum Ende des letzten Jahrtausends erleben. Dazwischen lag eine lange Phase der Kriege, Massenarbeitslosigkeit, Hyperinflation und des Wiederaufbaus nach 1945, in der sich kein wirklicher „Eigenkapitalmarkt“ entwickeln konnte. Die zerstörte Wirtschaft des Nachkriegs-Deutschlands konnte nur mit Fremdkapital, meist direkt oder indirekt staatlich subventioniert, wieder aufgebaut werden.

Amerika hatte es bekanntlich vergleichsweise besser und konnte daher die Erfolgsgeschichte der Privatbanken sowie der später gegründeten Aktienbanken des Europa des späten 19. bzw. des frühen 20. Jahrhunderts fortschreiben. Der „Glass-Steagall-Act“ des Jahres 1932 mit der Trennung von Wertpapier- und Kreditgeschäft förderte als Lehre aus Finanzmarkt- und Weltwirtschaftskrise Ende der zwanziger Jahre diese Entwicklung.

Heute, zu Beginn des 21. Jahrhunderts, entwickelt sich der deutsche Eigenkapitalmarkt nach angelsächsischem Vorbild in Richtung einer „Eigenkapital-Kultur“. Zunehmend rückt der Gesellschafter als Eigenkapitalgeber zu Lasten des Gläubigers als Fremdkapitalgeber in den Vordergrund.

Dass dies sinnvoll und notwendig ist, kann als unstrittig angesehen werden: Im internationalen Vergleich weisen deutsche Unternehmen im Allgemeinen und Familienunternehmen im Besonderen eine niedrige, vielerorts eine unzureichende Eigenkapitalquote auf. Sie dürfte in Deutschland im Durchschnitt bei nicht börsennotierten Unternehmen bei unter 20% liegen. US-amerikanische Unternehmen arbeiten auf der Basis einer vergleichsweise hohen durchschnittlichen Eigenkapitalquote von über 50%.

In diesem gesamtwirtschaftlichen Kontext bildet sich eine zunehmende Akzeptanz von Private-Equity-Beteiligungen an Familienunternehmen, dem deutschen Mittelstand, heraus. Dieses überwiegend von spezialisierten Beteiligungsgesellschaften nach angelsächsischen Strukturen angebotene „außerbörsliche/private Eigenkapital“ ergänzt als Mehrheits- oder Minderheitsbeteiligungen die teurer gewordene Fremdfinanzierung durch Banken sowie Leasing- und Factoring-Gesellschaften. In der Kombination optimieren Familienunternehmer ihr gesamthaftes Finanzkonzept, schaffen finanzwirtschaftliche Spielräume für Wachstum und erhalten unternehmerischen Freiraum.

Nicht zuletzt kommt Private Equity eine wachsende Rolle bei der Strukturierung von Unternehmensnachfolgen zu. Zahlreiche Generationswechsel werden durch Buy-outs erst möglich, wobei die Spezialität des Management Buy-outs - MBO - volkswirtschaftlich besonders zu begrüßen ist: Die Unabhängigkeit des Unternehmens an seinem Standort mit erfahrenen

Mitarbeitern und zukunftsgerichteter Unternehmensstrategie wird erhalten. Der MBO macht Manager zu Unternehmern !

Dankenswerterweise setzt sich der Autor mit den „kritischen Erfolgsfaktoren“ dieser Finanzierungsform „Eigenkapital für den Mittelstand“ auseinander. Das Herausarbeiten der Bedeutung des Managements bei Buy-out-Transaktionen unter Beteiligung der „außerordentlichsten Talente“ verdient besondere Beachtung. Erfreulicherweise kommt auch die Notwendigkeit der „Mittelstandsfähigkeit“ der Manager von Beteiligungsgesellschaften nicht zu kurz. Liegt doch in diesen beiden Bereichen der Schlüssel zum Erfolg der Zusammenarbeit zwischen Familiengeschaftern, dem einen Management Buy-out „wagenden“ Management-Team und der mittelständischen Beteiligungsgesellschaft. Gerade für Familienunternehmen mittlerer Größe, denen regelmäßig die Börseneinführung zur Generierung von Expansionskapital oder zur Umsetzung von Nachfolgeregelungen verschlossen bleibt, stellt minderheitliches oder mehrheitliches Private Equity eine nachhaltig bedeutsame Finanzierung dar. In diesem Segment hat der Management Buy-out seine herausragende Daseinsberechtigung.

Der Blick des Autors auf die wachsende Bereitschaft von Investoren, sich im Private-Equity-Geschäft im Mittelstand zu engagieren, verdeutlicht die Rolle der Private Equity-Fonds in Deutschland als „Transmissionsriemen“ zwischen institutionellen und privaten Investoren einerseits sowie den Familienunternehmen des Mittelstands als tragende Säule der deutschen Volkswirtschaft andererseits. Dem Autor ist aus der Sicht der deutschen Beteiligungsgesellschaften für seine überzeugende Darstellung dieses volkswirtschaftlich bedeutsamen, bereits 150 Jahre alten Themas zu danken.

Dr. Andreas M. Odefey
BPE Private Equity G.m.b.H.

Vorwort

Das vorliegende Buch basiert auf der vom Autor im Oktober 2003 an der European Business School (ebs), Oestrich-Winkel, zum Abschluß des kaufmännischen Studiums eingereichten Diplomarbeit „*Kritische Erfolgsfaktoren von Private Equity-Beteiligungen an Familienunternehmen in Deutschland*“. Im Rahmen einer empirischen Erhebung haben 40 in Deutschland aktiver Private Equity-Häuser mit dem Fokus auf Management Buy-outs über einen standardisierten Fragebogen an der Studie partizipiert. Mit Hinblick auf das Kapital unter Management der an der Studie beteiligten deutschen Fonds, beläuft sich die Marktabdeckung auf 33 % (€ 3,8 Mrd. von € 11 Mrd.). Darüberhinaus konnten 13 Unternehmer, die bereits eine Nachfolgelösung mit Finanzinvestoren durchlebt haben, für die Beantwortung eines ergänzenden Fragebogens gewonnen werden. Die beiden Fragebögen wurden so konzipiert, dass sich die Aussagen der Unternehmer mit denen der Investoren gegenüberstellen ließen. Es wurde weiter eine Mehrzahl von persönlichen und telefonischen Experteninterviews geführt, um den Praxisbezug dieser Arbeit abzurunden.

Im Vordergrund der Untersuchung stand die Suche nach Erfolgsfaktoren im Beteiligungsprozess. Somit bildet die Darstellung der vier möglichen Phasen, welche eine Beteiligung aus Sicht des Investors zu durchlaufen hat – die Anbahnungs-, Transaktions-, Durchführungs- und Bewährungsphase – den Hauptteil dieses Buches. Ergänzt um Rahmenbedingungen, die für das erfolgreiche Führen von Beteiligungen an Familienunternehmen als besonders kritisch zu erachten sind, soll ein Gesamtüberblick über die Komplexität einer operativen Umsetzung eines Private Equity-Investments im Mittelstand verschafft werden. Insbesondere werden Herangehensweisen an die besonderen Herausforderungen eines Engagements in diesem Marktsegment behandelt, wie sie beispielsweise durch den Einfluß emotionaler Faktoren im Verkaufsprozess eines Familienunternehmens entstehen können.

Der Autor verfolgte darüberhinaus das Ziel, in dem teilweise sehr intransparenten und sich noch in der Reife befindlichen Beteiligungsmarkt empirisch signifikante Ergebnisse zu produzieren, die einen Schluss auf die volkswirtschaftliche Bedeutung und Entwicklungsfähigkeit von Private Equity für etablierte Unternehmen in Deutschland zulassen. Im Laufe der Untersuchung verfestigte sich dabei das Bild, dass Private Equity nur sehr punktuell im Mittelstand zur Anwendung kommen kann. Der immanente Risikocharakter einer Eigenkapitalfinanzierung bedingt eine besonders selektive Auswahl aus dem vorhandenen Spektrum an Investitionsmöglichkeiten. Somit kann es nicht verwundern, wenn ein Finanzinvestor im Jahr im Durchschnitt aus 153 eingehenden Investitionsvorschlägen lediglich drei zum Abschluß bringt. Eine Private Equity-Finanzierung steht daher in erster Linie solchen Unternehmen offen, die nachweislich über eine große Ertragsstärke verfügen, herausragende Alleinstellungsmerkmale aufweisen und ein zumindest moderates Umsatz- und Ertragswachstum in Aussicht stellen können.

Der besondere Dank des Autors gilt zunächst den Beteiligungsgesellschaften und Unternehmen, die sich bereit erklärt haben, an der Studie teilzunehmen. Ohne den umfangreichen Rücklauf und die daraus resultierende Datenbasis wären signifikante Aussagen nur eingeschränkt möglich gewesen. Weiter ist den Personen zu danken, die sich für die teilweise sehr ausführlichen persönlichen Interviews die notwendige Zeit genommen haben. Zudem gebührt dem KfW-Stiftungslehrstuhl für Entrepreneurship der European Business School der Dank für die hilfreiche konzeptionelle Unterstützung im Vorfeld der Bearbeitung der Aufgabenstellung. Nicht zuletzt dankt der Autor dem Deutschen Universitäts-Verlag für die Realisierung dieses Buchprojektes und der damit ermöglichten weiteren Verbreitung der Forschungsergebnisse. Abschließend möchte sich der Autor ganz herzlich bei seiner Familie bedanken, ohne deren stets liebevolle Unterstützung die vorliegende Arbeit nicht zustande gekommen wäre.

Über eventuelle Anmerkungen, Fragen oder Kritik würde sich der Autor sehr freuen. Eine Kontaktaufnahme ist über die folgende E-Mail-Adresse möglich: Nico.Reimers@ebs.de.

Nico Reimers

Inhaltsverzeichnis

Geleitwort	V
Vorwort.....	VII
Inhaltsverzeichnis	IX
Abbildungsverzeichnis	XI
Tabellenverzeichnis.....	XIII
Symbolverzeichnis.....	XV
Abkürzungsverzeichnis	XVII
1 Einleitung.....	1
1.1 Problemstellung und Zielsetzung	1
1.2 Forschungsmethodik und Aufbau der Arbeit	2
2 Theoretischer Bezugsrahmen	5
2.1 Private Equity	5
2.1.1 Definition.....	5
2.1.2 Finanzierungstheoretische Betrachtung von Private Equity.....	6
2.1.3 Deutscher Markt für Private Equity.....	8
2.2 Familienunternehmen	11
2.2.1 Praktische Einordnung.....	11
2.2.2 Theoretische Einordnung.....	13
2.2.3 Finanzierungssituation von deutschen Familienunternehmen.....	15
2.3 Private Equity zur Lösung kritischer Entwicklungsphasen von Familienunternehmen	18
2.4 Begriff und Bedeutung von Erfolgsfaktoren	20
2.5 Modellhafter Beteiligungsprozess	21
3 Empirische Untersuchung von Erfolgsfaktoren im Beteiligungsprozess	23
3.1 Charakterisierung des Forschungsstands.....	23
3.2 Konzeption und Einordnung der eigenen Untersuchung.....	24
3.3 Standardisierter Fragebogen als Untersuchungsinstrument	25
3.3.1 Vorgehen bei der Datenerhebung.....	25
3.3.1.1 Fragebogen Finanzinvestor.....	25
3.3.1.2 Fragebogen Familienunternehmen	27
3.3.2 Vorgehen bei der statistischen Auswertung	28
3.4 Experteninterview als Untersuchungsinstrument	29

4	Erfolgreiches Führen von Beteiligungen an Familienunternehmen	31
4.1	Rahmenbedingungen	31
4.1.1	Kulturelle Rahmenbedingungen	31
4.1.2	Steuerliche Rahmenbedingungen	32
4.1.3	Konjunkturelle Rahmenbedingungen	34
4.1.4	Gesellschaftsrechtliche Rahmenbedingungen	35
4.2	Anbahnungsphase	36
4.2.1	Selektionsverhalten des Finanzinvestors	37
4.2.2	Gebührende Sorgfalt in der Investitionsentscheidung	40
4.2.3	Anforderungen des Familienunternehmens	41
4.3	Transaktionsphase	42
4.3.1	Bewertung von Familienunternehmen	42
4.3.2	Rolle der Familienstrategie	43
4.3.3	Vertragsgestaltung und -verhandlung	44
4.4	Durchführungsphase	45
4.4.1	Partnerschaft zwischen Finanzinvestor und Familienunternehmen	45
4.4.2	Strategische Maßnahmen	46
4.4.3	Operative Maßnahmen	49
4.4.4	Finanzielle Maßnahmen	51
4.5	Bewährungsphase	53
4.5.1	Exitmöglichkeiten für Beteiligungen an Familienunternehmen	53
4.5.2	Erfolgsbilanz der teilnehmenden Finanzinvestoren	55
5	Ursachen des Scheiterns von Beteiligungen an Familienunternehmen	57
5.1	Grundsätzliche Risiken	57
5.2	Spezielle Ursachen des Scheiterns	59
6	Zusammenfassung und Ausblick	63
6.1	Zusammenfassung	63
6.2	Ausblick	64
6.3	Forschungsdefizite und neue Ansätze	65
	Verzeichnis des Anhangs	67
	Literaturverzeichnis	105
	Glossar	119

Abbildungsverzeichnis

Abb. 1:	Aufbau der Arbeit	2
Abb. 2:	Klassisches Fondskonzept einer Private-Equity-Beteiligung	7
Abb. 3:	Dokumentierte Buy-outs von Familienunternehmen und anderen Verkäufern in Deutschland.....	10
Abb. 4:	Evolution der Theorie der Familienunternehmung.....	16
Abb. 5:	Private-Equity-Finanzierungsanlässe im Lebenszyklus eines etablierten Familienunternehmens (schematisch).....	18
Abb. 6:	Möglichkeiten für Private Equity i.e.S. im etablierten Familienunternehmen	20
Abb. 7:	Modellhafter Beteiligungsprozess zwischen Finanzinvestor und Familienunternehmen	22
Abb. 8:	Abgrenzung des Untersuchungsgegenstands der empirischen Untersuchung	25
Abb. 9:	Fortführung des Familienunternehmens in der Stichprobe geplant durch:.....	32
Abb. 10:	Aus welchen der folgenden Dimensionen würden Sie von Beteiligungserfolg in den Ihnen bekannten Fällen sprechen?	34
Abb. 11:	Wie schätzen Sie die zukünftige Bedeutung von PE für FU ein?.....	37
Abb. 12:	Hauptursache einer veränderten Bedeutung?.....	37
Abb. 13:	Dauer der Due Diligence im Mittelstand	40
Abb. 14:	Anhand welcher Maßstäbe würden Sie den Erfolg einer Beteiligung festmachen?.....	41
Abb. 15:	Wie hoch schätzen Sie im Rahmen der Wertsteigerungslogik die Bedeutung der folgenden strategischen Aktivitäten für ein Familienunternehmen ein?.....	49
Abb. 16:	Wie hoch schätzen Sie im Rahmen der Wertsteigerungslogik die Bedeutung der folgenden operativen Aktivitäten für ein Familienunternehmen ein?	50
Abb. 17:	Wie hoch schätzen Sie im Rahmen der Wertsteigerungslogik die Bedeutung der folgenden finanziellen Aktivitäten für ein Familienunternehmen ein?.....	52
Abb. 18:	Genutzte Exitmöglichkeiten und reale Renditen der Finanzinvestoren	54
Abb. 19:	Realisierte europäische PE-Renditen und reale Renditen der Stichprobe (schematisch)	55
Abb. 20:	Beteiligungsverhältnis und reale Rendite	56
Abb. 21:	Durchschnittliche Haltedauer und reale Rendite	56
Abb. 22:	Wie bewerten Sie die folgenden Risikofaktoren einer Beteiligung an einem FU?	58

Abb. 23:	Zeitpunkt gescheiterter Beteiligungen an FU	59
Abb. 24:	Fallbeispiel „Hockeystickeffekt“	62

Tabellenverzeichnis

Tab. 1:	Teilnehmerprofil der Finanzinvestoren.....	27
Tab. 2:	Teilnehmerprofil der Familienunternehmen	28
Tab. 3:	Charakterisierung des Dealflows p.a. von Familienunternehmen	37
Tab. 4:	Bevorzugte und ausgeschlossene Branchen der Finanzinvestoren	39
Tab. 5:	Genutzte Exitmöglichkeiten aus Familienunternehmen	53
Tab. 6:	Hauptursache des Scheiterns im Einzelfall.....	60

Symbolverzeichnis

α	Irrtumswahrscheinlichkeit (Alpha)
N	gültige Werte, Stichprobenumfang
σ	Standardabweichung (Sigma)

Abkürzungsverzeichnis

...	Auslassung im Zitat
Abb.	Abbildung
Abschn.	Abschnitt
AG CVC	Arbeitsgruppe Corporate Venture Capital
Aufl.	Auflage
Bd.	Band
BLB	Bayerische Landesbank
BIMBO	Buy-in Management-Buy-out
BVK	Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e.V.
D	Deutschland
Diss.	Dissertation
EK	Eigenkapital
erw.	erweiterte
EV	Enterprise Value
FG	Fachgruppe
FI	Finanzinvestor
FK	Fremdkapital
FU	Familienunternehmen
H.	Heft
IBI	Institutional Buy-in
IBO	Institutional Buy-out
i.e.S.	im engeren Sinne
IfM	Institut für Mittelstandsforschung Bonn
IMM	Industrie Management München
i.w.S.	im weiteren Sinne
Iss.	Issue
Jg.	Jahrgang
Kap.	Kapitel
KfW	Kreditanstalt für Wiederaufbau
KMU	kleine und mittlere Unternehmen
LBO	Leveraged Buy-out
M&A	Mergers and Acquisitions
MBO	Management-Buy-out
MBI	Management-Buy-in
MSCI	Morgan Stanley Capital International
MWU	Mann-Whitney-U

NBER	National Bureau of Economic Research
neubearb.	neubearbeitete
NewCo	New Company, gebräuchlich für Erwerbengesellschaft
No.	Number
OBO	Owner-Buy-out
o.J.	ohne Jahr
o.S.	ohne Seite
o.V.	ohne Verfasser
PE	Private Equity
RBV	resource based view
RCP	Retail and Consumer Products
S.	Seite
sog.	so gennante
S&P 500	Standard & Poor's Composite Index 500
Tab.	Tabelle
TU	Technische Universität
überarb.	überarbeitete
UK	United Kingdom
US	United States
VC	Venture Capital
vs.	versus
Vol.	Volume
vollst.	vollständig
WP	Wirtschaftsprüfer
ZfB	Zeitschrift für Betriebswirtschaft