

S-FIRMENBERATUNG

spezial



THEMEN

Nachfolge
Internationale Aktivitäten
Versorgung
Investitionen/Finanzierung
Risikomanagement
Anlagen optimieren

Recht/Steuern
Strategien und Geschäftspolitik
Unternehmensführung
Wachstumsmärkte
Wirtschaft und Branche

Unternehmensbeteiligungen als attraktive Alternative bei aktuellen Anlageentscheidungen

Dirk Schulte, Prokurist, Institut für Wirtschaftsberatung (IfW), Meinerzhagen

1 Einführung

Das Marktniveau für Anlegerrenditen hat sich in den letzten Monaten wenig verändert. So liegen die realen Anleihenrenditen (nach Inflationsrate) bei nahe 0% oder sogar darunter. Vielfach wird erwartet, dass sich daran auch in den nächsten Monaten nichts Wesentliches ändern wird. Die Aktienmärkte werden momentan nicht nur von den verschiedenen Krisenregionen beeinflusst, sondern auch von der schwindenden chinesischen Wachstumskraft und befinden sich seit Jahresbeginn auf rasanter Talfahrt.

In diesem Marktumfeld sind Anleger zwangsläufig bemüht, Anlagealternativen zu identifizieren, die höhere reale Renditen erwarten lassen und die im Übrigen ihren Anlagegrundsätzen entsprechen. Unverkennbar ist, dass die Bereitschaft zugenommen hat, Mit-

tel für alternative Anlagen einzusetzen.

Dies erfolgt auch in Kenntnis des Grundkonzeptes der Diversifizierung (Streuung). Investoren, die konsequent diversifizieren und quer durch verschiedene Anlageklassen anlegen, mindern das Risiko, ohne dabei die Rendite zu schmälern. Diese Investoren folgen einem ausgewogenen Ansatz und bleiben ihm trotz Volatilität an den Märkten treu, da sie nicht absehen können, welche Anlageklasse sich in den nächsten Jahren am vorteilhaftesten entwickeln werden.

Wie bedeutende Pensions- und Stiftungsfonds oder auch die sogenannten „Super-Reichen“ ihr Vermögen diversifizieren, kann dem regelmäßig erscheinenden „World Health Report“

entnommen werden. Danach ergaben sich zuletzt diese Strukturen: Anlagen in Private Equity machen bei

Inhalt

- 1 Einführung
- 2 Private Equity Fonds und Dachfonds
- 3 Direktbeteiligungen an Familienunternehmen
 - 3.1 Privatinvestoren als Beteiligungsnehmer gefragt
 - 3.2 Unternehmenswertsteigerung durch Einbindung von Führungskräften
 - 3.3 Unternehmenswertsteigerung durch Know-how und Netzwerke
 - 3.4 Identifizierung von Investitionsmöglichkeiten
- 4 Club Deals
- 5 Fazit

Anlage optimieren

diesen Vermögen zwischen 13 % und 31 % aus. Die Wertentwicklungen der Vergangenheit wurden hierdurch nicht unwesentlich beeinflusst. Denn diese Vermögensinhaber haben erkannt: Vermögenserhalt und -entwicklung gelingen langfristig am besten durch nachhaltiges unternehmerisches Engagement. Auf Basis dieser Einsicht beschreiten zahlreiche Vermögensinhaber aktuell den Weg in Richtung aktiver Unternehmerfamilien, die ihr persönliches und finanzielles Vermögen, ihr Family Equity, gezielt entwickeln.

Eine interessante Anlage-Alternative können für diese Zielgruppe unternehmerische Beteiligungen sein. Abhängig von der Höhe des Kapitaleinsatzes existieren verschiedene Anlageoptionen (siehe Abbildung 1).

Nachfolgend soll auf die ersten vier Alternativen näher eingegangen werden.

2 Private Equity Fonds und Dachfonds

„Familien lieben Private Equity“ – so lautet das Fazit eines Berichtes der Schweizer Großbank UBS mit dem Titel „Kapitalanlagen vermögenger Familien in der Welt“.

Danach waren 49 % des Vermögens wohlhabender Familien in alternativen Anlagen und davon die Hälfte in Private Equity investiert. Der Aktienanteil dieser Familien lag bei 26 %.

Als Gründe für die zunehmende Beliebtheit dieser Anlagemöglichkeit werden oft genannt:

- Zunehmende Vermögensdiversifizierung
- Ausbau von Sachwertanlagen
- Rendite-Prognosen

Die Rendite-Prognosen verschiedener Kreditinstitute, die derartige Fonds vertreiben, lösen in der jetzigen Niedrigzinsphase natürlich Aufmerksamkeit aus. So werden im Zeitraum 2015 bis

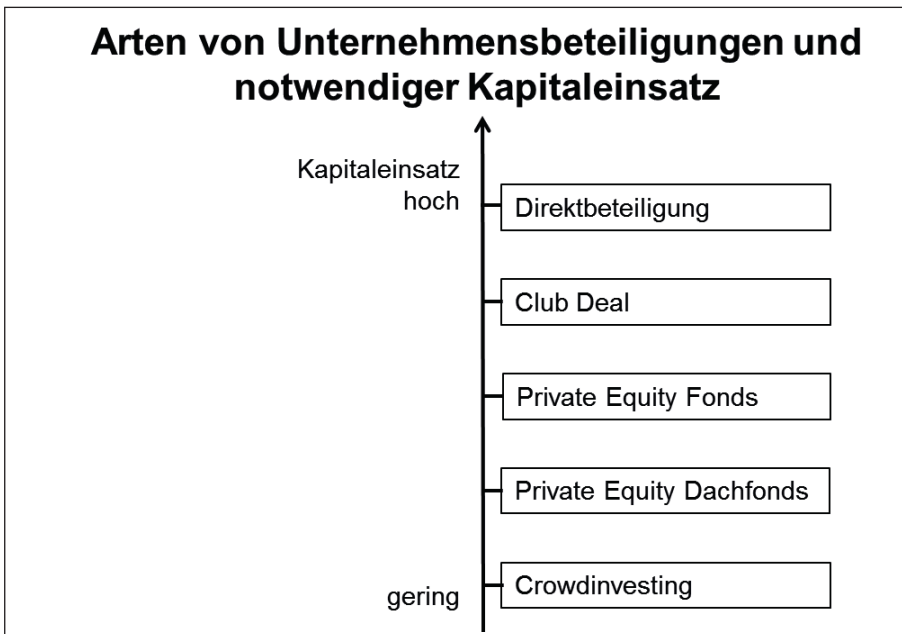


Abb.1: Arten von Unternehmensbeteiligungen

2025 durchaus 13 % p. a. prognostiziert. Allerdings werden diese Renditen nach der sogenannten Internal Rate of Return (IRR, interne Zinsfußmethode) errechnet. Bei der komplexen theoretischen Berechnung der IRR werden, vereinfacht gesagt, Renditen auf das noch im Fonds gebundene Kapital bezogen – und nicht auf das ursprünglich eingesetzte Kapital des Anlegers. Investoren sind jedoch gut beraten, die übliche Zinseszinstabelle zur Hand zu nehmen. Ein Ergebnisvergleich ist oft ernüchternd. So führte in einem Beispielsfall eine IRR-Rendite von 14,1 % zu einem Effektivzinssatz von 7,5 %.

Die historischen IRR-Renditen des Global Buyout Index in der Abbildung 2 zeigen diese Entwicklung.

Allerdings ist zu beachten, dass nur bei liquidierten Fonds die tatsächliche Rendite ermittelt werden kann; bei

noch laufenden Fonds wird die Rendite auf Basis der Bewertung des Netto-Anlagevermögens errechnet.

Private Equity Fonds diversifizieren ihre Anlagen durch den Kauf von etwa 5–20 verschiedene Unternehmen. Dachfonds wiederum erwerben Anteile an Private Equity Fonds. Dadurch kann ein Anleger in viele Unternehmen mit unterschiedlichen Geschäftstätigkeiten und Märkten investieren und einen hohen Diversifikationsgrad erreichen. Die Fonds haben typischerweise eine zeitliche Befristung von 7–10 Jahren. In diesem Zeitraum werden Unternehmen erworben, weiterentwickelt und schließlich wieder verkauft, um den Anlegern das eingesetzte Kapital zurückzuzahlen.

Bei Private Equity Fonds oder Private Equity Dachfonds verantwortet das Fondsmanagement die Auswahl, Durchführung und Überwachung der

	Jahr 1	5	10	15
Global Buyout Index	15,10 %	15,54 %	13,95 %	11,81 %

Abb. 2 Historische IRR-Renditen

Anlage optimieren

Unternehmensbeteiligungen. Hierfür erhält die Managementgesellschaft ein Entgelt in Höhe von ca. 2 % p.a. des Fondsvolumens. Zusätzlich wird eine Erfolgsbeteiligung („Carried Interest“) bei Erreichen einer definierten Verzinsung („Hurdle Rate“) fällig. So sind Vergütungen von z. B. 20 % nach Wertzuwachsschwelle nicht unüblich. Bei 56 % der 2015 aufgelegten Fonds lag diese Vergütung bei 8 %. Immerhin 20 % aller Fonds verzichten auf eine Wertzuwachsschwelle.

Achtung Ein kritischer Blick sollte dabei auf die Bemessungsgrundlage für die Gebührenberechnung gerichtet sein. Ist Grundlage das gezeichnete Kapital? Oder das investierte Kapital? Zum Teil wird das gezeichnete Kapital genommen, welches jährlich abgeschmolzen wird. Ferner sollte geprüft werden, wer die Kosten der nicht erfolgreichen Due Diligence trägt. Sind diese Bestandteil der Managementgebühr oder zusätzliche Fondskosten?

Neben den Managementgebühren können aber durchaus noch einige weitere Kosten anfallen, z. B. externe Kosten der Strukturierung, die Gebühren für die Eigenkapitalvermittlung (rund 1,5 %) sowie die Komplementärvergütung, welche in der Regel 0,25 % p.a. zuzüglich 1,5 % des Zeichnungskapitals ausmacht.

Bei Dachfonds müssen ca. 0,3 % höhere Kosten eingeplant werden, allerdings besteht hier der Vorteil einer größeren Risikostreuung.

Zusätzlich müssen dann auch noch die eigenen Kosten, z. B. für die notarielle Beglaubigung der Handelsregister-Vollmacht sowie für die eigene Rechts- und Steuerberatung, einkalkuliert werden.

Gelegentlich wird in den Medien darüber berichtet, dass Private Equity-Fonds über einen erheblichen Bestand unverkäuflicher Beteiligungen verfü-

gen. In diesem Zusammenhang machte jüngst auch der Begriff „Zombie-Fonds“ die Runde.

Ohnehin ist die eingeschränkte Wiederverkäuflichkeit aufgrund eines fehlenden Sekundärmarktes ein Risiko dieser Anlageform. Eine Alternative können Aktien von Beteiligungsgesellschaften sein. In diesem Segment haben einige renommierte Gesellschaften eine historisch solide Performance, verbunden mit einer nachhaltig hohen Dividendenrendite, gezeigt.

3 Direktbeteiligungen an Familienunternehmen

Kaum jemand wird Familienunternehmen ihre große Bedeutung für Wirtschaft und Gesellschaft absprechen. Das ZIW ermittelte für Deutschland in der letzten Studie zur Bedeutung von Familienunternehmen, dass 93 % aller Unternehmen eigentümergeführt sind. Zusätzlich ergaben die Auswertungen, dass diese Familienunternehmen 57 % aller Arbeitnehmer beschäftigen und 48 % aller Umsätze generieren.

Finanzierungsentscheidungen von Unternehmen werden nicht nur durch unternehmensorientierte Ziele, wie erfolgreiche Unternehmensentwicklung und Langfristigkeit, geprägt. Auf die Finanzierungsentscheidungen haben auch familienorientierte Ziele Einfluss. Zu den familienorientierten Zielen von Eigentümerfamilien gewinnt zunehmend der Wunsch nach einer risikoarmen Vermögensstruktur Bedeutung. Mit der Zielsetzung des langfristigen Erhalts von Familienvermögen werden risikoarme Vermögensstrukturen angestrebt. Diese risikoarmen Vermögensstrukturen mit Verteilung des Vermögens auf unterschiedliche Anlageklassen können nur wenige Eigentümerfamilien erreichen. Werden die Unternehmen zu Marktwerten bewertet, ergibt sich häufig ein „Klumpenrisiko“-Unternehmenswert. Nicht selten macht der Marktwert des

Unternehmens 80 % bis 95 % des gesamten Familienvermögens aus.

Aber nicht nur mit der Zielsetzung, eine risikoärmere Vermögensstrukturierung zu erreichen, sind Eigentümerfamilien zunehmend daran interessiert, Mitgesellschafter aufzunehmen. Es gibt noch eine nennenswerte Zahl weiterer Gründe:

- Gerechte Aufteilung des Gesamtvermögens im Rahmen der Vermögensnachfolge
- Unternehmensnachfolgen
- Finanzierung der Vorwärtsstrategie von Unternehmen

Die Bewertung von Unternehmen ist im Rahmen der von Eigentümerfamilien angestrebten „gerechten“ Vermögensnachfolge ein wichtiges Thema. Einerseits ist überwiegend der Unternehmenswert dominierend – andererseits besteht häufig der Wunsch, dass nur ein Nachfolger die Unternehmensführung übernimmt. Gleichwertiges Privatvermögen für andere Vermögensnachfolger ist häufig nicht vorhanden. Weshalb in dieser Situation keinen Minderheitsgesellschafter mit in das Unternehmen aufnehmen, der eine gerechte Vermögensnachfolge und gleichzeitig auch noch eine Stärkung des Eigenkapitals ermöglicht?

Unternehmensnachfolger haben häufig den Wunsch, Unternehmen weiterzuentwickeln. Sie möchten wachsen und meistens auch internationalisieren. Gleichzeitig ist die Senioren-Generation daran interessiert, thesaurierte Gewinne auszuschütten und über Gesellschafterdarlehen verfügen zu können. Diese Mittel werden oft auch zur Sicherung der eigenen Altersversorgung und häufig für eine gerechte Vermögensnachfolgeregelung benötigt. Diesen Eigenkapitalentzug ersetzen viele Eigentümerfamilien durch neue Minderheitsgesellschafter, die gleichzeitig auch die Mittel zur Verfügung stellen, damit die zukünftige

Anlage optimieren

Unternehmensstrategie finanzierbar wird.

3.1 *Privatinvestoren als Beteiligungsnehmer gefragt*

Vermögensinhaber investieren häufig ausschließlich Eigenkapital, deshalb ist diese Zielgruppe aus Familiensicht sehr beliebt, denn ihnen ist bewusst, dass eine Verlagerung von Akquisitionskrediten auf das Unternehmen die Entwicklung gefährden kann. Daher akzeptiert die Mehrzahl der Familienunternehmen bei der Suche nach einem Minderheitsgesellschafter keine Finanzinvestoren. Mit Vermögensinhabern dagegen werden Begriffe wie

- langfristig am Unternehmenserfolg interessiert
- Eigenkapital-Partnerschaft
- Sparringspartner verbunden.

Viele vermögende Haushalte haben während der letzten Jahre sehr erfreuliche Erfahrungen mit derartigen unternehmerischen Direktbeteiligungen machen können. Mathematisch ist die Ergebniserwartung relativ einfach: Beim Eintritt in ein Unternehmen – gleich ob in Form des Anteilserwerbs oder der Kapitalerhöhung – zahlen hinzutretende Investoren den Marktwert von Unternehmen. Wird dieser Marktwert mit dem 7-fachen Gewinn vor Steuern angesetzt, ergibt sich bei unveränderter Ergebnissituation eine laufende Rendite von 14,28 %. Die langfristige Rendite von Aktien wird überwiegend mit etwa 7 % angegeben. Dieses Ziel würde selbst dann noch erreicht, wenn der erwartete zukünftige Gewinn um 50 % rückläufig sein wird. Es gibt kaum eine Kapitalanlage mit vergleichbaren Rendite-Perspektiven. Diese Aussage wird auch durch die langfristige Eigenkapitalrentabilität von Familienunternehmen bestätigt: Diese liegt bei etwa 25 %.

Investoren-Motive sind aber nicht nur überdurchschnittliche Renditen. Investoren in unternehmerische Direkt-

beteiligungen streben in aller Regel „reale“ Sachbeteiligungen an. Unternehmen sind Sachwerte und deshalb besonders in einer Zeit gefragt, in welcher die Sorge besteht, dass durch inflationäre Entwicklungen der Geldwert gefährdet ist. Unternehmerische Direktbeteiligungen sollen deshalb auch aus Investorensicht ein Instrument der Inflationssicherung sein.

3.2 *Unternehmenswertsteigerung durch Einbindung von Führungskräften*

In der Praxis beteiligt sich der Investor stets direkt an Unternehmen, nimmt ggf. Einfluss auf die Unternehmensstrategie und überwacht die Unternehmensführung. Die Unternehmen werden häufig gemeinsam mit Führungskräften, die ebenfalls investieren, erworben. Die Führungskräfte tragen die operative Verantwortung; die gesellschaftsrechtliche Unternehmensführung erfolgt gemeinschaftlich.

Diese Führungskräfte sind entweder das eigene Management (Management-Buy-Out) oder externe Führungskräfte (Management-Buy-In). Immer mehr Führungskräfte möchten unternehmerische Verantwortung übernehmen, Entscheidungsunabhängigkeit erreichen und letztlich auch Vermögen durch Bildung von Firmenwerten aufbauen. Die häufig fehlenden finanziellen Mittel werden in der Praxis durch einen Zusammenschluss der Führungskräfte mit privaten Investoren, aber auch durch Private-Equity-Investoren, ausgeglichen. Dabei bevorzugen Führungskräfte Private-Equity-Investoren, die einen langfristigen Investitionshorizont haben und nicht bereits beim Erwerb des Unternehmens an die Exit-Strategie denken. Diesen Investoren ist bekannt, dass eine Beteiligung der Manager am Eigenkapital von Unternehmen zu einer höheren Identifikation und zu einer größeren Motivation führt. Durch die Zusammenlegung von Management- und Eigentümerinteressen in eine Personengruppe kön-

nen so Zielkonflikte vermieden werden.

Tipp Für Führungskräfte sind Vermögensinhaber besondere attraktive Partner, da diese, wie vorstehend erwähnt, in der Regel ausschließlich aus Eigenkapital finanzieren und einen langfristigen Investitionshorizont haben. Die Interessen von Führungskräften sind häufig deckungsgleich mit den Investoren-Interessen.

Die Höhe der Beteiligung des Managements beträgt üblicherweise zwischen 5 % und 15 %. Die Investoren sichern sich durch die unternehmerische Beteiligung des Managements am Zielunternehmen den Interessensgleichlauf der Manager. Durch die Beteiligung werden die Manager an das Zielunternehmen gebunden und erhalten einen Anreiz bis zum Exit, also dem Verkauf des Zielunternehmens, an dessen Wertsteigerung mitzuwirken.

Aus Sicht der Manager begründet die Beteiligung neben ihrem normalen Gehalt eine zusätzliche Einkunftsquelle. Dabei ist für die Manager von Interesse, dass sie kein zu hohes Investitions- und Haftungsrisiko eingehen.

Zahlreiche Praxisbeispiele zeigen, dass sich der Gewinn des Unternehmens (und damit auch der Unternehmenswert) nach Eintritt des Investors positiv entwickelt, da dieser sein Know-how und sein Netzwerk nutzbringend in das Unternehmen einbringen konnte, während die Führungskraft (im Rahmen eines Management-Buy-Out) das Unternehmen mit all seinen Chancen und Risiken sehr genau kennt.

3.3 *Unternehmenswertsteigerung durch Know-how und Netzwerke*

Vermögensinhaber, die über Diskussionen und Brainstorming sinnvolle unternehmerische Entscheidungen vorbereiten, können als Eigenkapitalpartner sehr nützliche Sparrings-Partner für das Management sein. Das

Anlage optimieren

Netzwerk von Vermögensinhabern hat dazu beigetragen, dass sich Unternehmen außerordentlich gut entwickelt haben.

Diese Unternehmer verfügen über Know-how und sind in der Regel auch bereit, ihr Netzwerk zur Verfügung zu stellen. Ehemalige Unternehmer als Minderheitsgesellschafter sind Sparings-Partner, die als unabhängige Gesprächspartner großen Nutzen für Familienunternehmen haben können. So gibt es einige Beispiele dafür, dass durch das Know-how und das Netzwerk der Minderheitsgesellschafter die Internationalisierung erreicht werden konnte. Viele Familienunternehmen haben nicht nur von der Kapitalstärke profitiert, sondern auch vom Know-how des Minderheitsgesellschafters. Die Wettbewerbsfähigkeit konnte erheblich verbessert werden.

Die Bereitschaft bei Vermögensinhabern, in Minderheitsbeteiligungen zu investieren, ist sehr groß. Eine gerade abgeschlossene Umfrage unter Vermögensinhabern ergab – neben der Bereitstellung von Kapital – die Bereitschaft zur Unterstützung von Unternehmen

- als Sparringspartner für den Unternehmer
- in Beirat, Aufsichtsrat oder ähnlichen Gremien mitzuarbeiten und
- das Netzwerk im Rahmen individueller Möglichkeiten einzubringen.

3.4 Identifizierung von Investitionsmöglichkeiten

Direktbeteiligungen sind mit einem hohen Prüfungs- und Kontrollaufwand verbunden. Aufgrund des personellen und finanziellen Aufwands bei Investition und Überwachung ist die Diversifikation des Beteiligungsportfolios i. d. R. gering. Direktbeteiligungen eignen sich für Anleger, die einerseits über die finanziellen Mittel und andererseits über das Fachwissen verfügen, welches für Beteiligungsprüfung, -erwerb und -kontrolle erforderlich ist.

Allerdings können Auswahl, Prüfung und Verwaltung von Direktbeteiligungen auf Dienstleister delegiert werden. Ein spezialisierter Berater kann Investoren bei der Identifizierung, Ansprache und Prüfung von Unternehmen für eine Direktbeteiligung unterstützen. Er kann bei der Strukturierung der Transaktion beraten und verfügt über ein Netzwerk, um weitere Investoren für einen Club Deal zu gewinnen. Auch das laufende Beteiligungscontrolling sowie die Berichterstattung kann der Berater erledigen.

Bei einer Unternehmensbeteiligung handelt es sich jeweils um ein einzelwirtschaftliches Risiko. Der Erfolg ist also von der Entwicklung des Unternehmens abhängig. Bei den hohen Insolvenzquoten stellt sich deshalb die Frage, ob das Sicherheitsbedürfnis der Anleger gebührend befriedigt werden kann.

Wichtiger Hinweis Zur Risikoreduzierung ist eine sorgfältige Analyse von möglicherweise geeigneten Unternehmen erforderlich. Für Investoren eignen sich unter Risikoaspekten keine Unternehmen in Sanierungssituationen. Auch Unternehmen mit niedrigen Eigenkapitalquoten und ungünstiger Finanzierungsstruktur sind nicht für passive Investoren geeignet.

Viele Erfolge – auch von unternehmerisch orientierten Family-Offices – machen deutlich, dass der Sicherheitsaspekt gebührend berücksichtigt werden kann.

Unternehmensbeteiligungen sind nicht fungibel, wenn sie nicht – wie Aktien – an den organisierten liquiden Kapitalmärkten gehandelt werden. Deshalb muss dem Aspekt der möglicherweise wünschenswerten Liquidierung gebührende Bedeutung beigegeben werden.

Aus Investorensicht ist deshalb wichtig, dass gesellschaftsvertraglich die

Möglichkeit besteht, die Gesellschaftsanteile – ggf. mit einem Vorkaufsrecht für die Mitgesellschafter – verkaufen zu können. Generell lassen sich auch ohne organisierte Kapitalmärkte Kapitalanlagen liquidieren, die nachhaltig hohen Ertrag bringen. Deshalb bereitet es in aller Regel auch kein Problem, Minderheitsbeteiligungen an Unternehmen in wirtschaftlich guter Struktur zu verkaufen.

Häufig lassen sich aber auch mit den Eigentümerfamilien Beteiligungen „auf Zeit“ vereinbaren. Über Call- und Put-Optionen gibt es gelegentlich verbindliche Übernahmeverpflichtungen durch die Eigentümerfamilien nach bestimmten Zeiträumen. Verabredungen über einen Zeitraum von 4 bis 7 Jahren sind nicht unüblich.

Es gibt auch immer wieder Situationen, bei denen Familienunternehmen ihre Finanzbasis durch einen Minderheitsgesellschafter stärken, eine Wachstumsstrategie oder Internationalisierung mit diesen Mitteln finanzieren, um letztlich Unternehmen an einen strategischen Investor zu veräußern oder in den Börsenverkehr einzuführen.

Auch wenn Unternehmensbeteiligungen nicht täglich an den Börsen gehandelt werden können, ist damit nicht zwangsläufig verbunden, dass es sich um illiquide Anlagen handelt.

Familienunternehmer, die an der Stärkung ihrer Eigenkapitalbasis durch Minderheitsgesellschafter interessiert sind, wählen sich ihre Partner als Eigenkapitalgeber sorgfältig aus. Die „Chemie sollte stimmen“. Allerdings darf auch unterstellt werden, dass sich die Vermögensinhaber die Unternehmen sehr sorgfältig ansehen. In aller Regel erwarten die Investoren ein fähiges Management, ein klar verständliches Geschäftsmodell mit positivem Cashflow, ein aussagefähiges und geordnetes Rechnungswesen – und na-

Anlage optimieren

Tabelle 1: Vor- und Nachteile von Unternehmensbeteiligungen

Direktbeteiligungen und Club Deals	Private Equity Fonds
<p>Vorteile</p> <ul style="list-style-type: none"> • hoher Informationsgrad über das Portfoliounternehmen durch umfangreiches und zeitnahes Beteiligungscontrolling • Mitsprache- und Vetorechte des Investors in strategischen und finanziellen Fragen des Portfoliounternehmens • Nutzung zusätzlicher Potenziale, durch Know-how und Netzwerk des Investors • gezielte Suche nach Beteiligungsmöglichkeiten erlaubt die Anlage in Unternehmen, die den Interessen des Investors entsprechen • geringere Volatilität als Aktienanlagen <p>Nachteile</p> <ul style="list-style-type: none"> • langfristige Anlage • ggf. Nachfinanzierungsbedarf • geringe Fungibilität, da kein börsentäglicher Verkauf möglich • hoher Verwaltungs- und Prüfungsaufwand und damit verbundene Kosten • bei Direktbeteiligungen aufgrund limitierter finanzieller Mittel geringere Beteiligungsanzahl und damit geringere Risikostreuung • Totalausfall möglich 	<p>Vorteile</p> <ul style="list-style-type: none"> • breite Streuung reduziert das Ausfallrisiko • professionelle Betreuung: Anleger muss sich nicht mit Beteiligungserwerb und laufender Überwachung beschäftigen • geringere Volatilität als Aktienanlagen <p>Nachteile</p> <ul style="list-style-type: none"> • kein Einfluss des Investors auf Strategie und Geschäftsführung der Beteiligungsunternehmen • geringe Transparenz, da Beteiligungen erst nach Einwerben des Kapitals gekauft werden • langfristige Anlage • geringe Fungibilität, da kein börsentäglicher Verkauf möglich • Ausschüttungen häufig erst bei Verkauf bzw. 5–10 Jahre nach Fondsauflegung • Kosten für das Fondsmanagement

türlich auch einen Unternehmer, dem Vertrauen entgegengebracht werden kann.

Sanierungssituationen werden von Vermögensinhabern gemieden – ebenfalls Unternehmen mit großen Abhängigkeiten. So ist Großkundenabhängigkeit für viele Vermögensinhaber Veranlassung, von einem finanziellen Engagement Abstand zu nehmen. Auch die Abhängigkeit von Lieferanten oder einzelnen Führungskräften kann für Vermögensinhaber ein Ausschlusskriterium sein.

Gefragt sind in der Regel „Zukunftsbranchen“. Vermögensinhaber bevorzugen die Finanzierung von Wachstumsunternehmen. Außerdem wird zunehmend darauf geachtet, dass die Unternehmen in sogenannten „nachhaltigen“ Bereichen tätig sind. Im Vor-

dergrund bei der Beurteilung von geeigneten Unternehmen stehen dabei in der Regel diese Fragen:

- Hat das Unternehmen Produkte oder Dienstleistungen, die ein hinreichendes Marktpotenzial haben, um einen größeren Umsatzanstieg in den nächsten Jahren zu erzielen?
- Hat das Unternehmen einen überdurchschnittlichen Vertrieb?
- Wie wird sichergestellt, dass die Gewinnmargen stabil bleiben bzw. verbessert werden können?
- Wie effektiv sind die Ausgaben für Forschung und Entwicklung relativ zur Größe des Unternehmens?
- Hat das Unternehmen zu seinen Arbeitnehmern überdurchschnittlich gute Beziehungen?

Die gemeinschaftliche Identifizierung von geeigneten Unternehmen mit Führungskräften ist vorteilhaft, da bereits

bei der Identifizierung die Führungskraft mitwirkt, die später die Verantwortung für die Realisierung der Pläne trägt. Durch das eigene Engagement dieser Führungskräfte kann in der Regel auch erreicht werden, dass sich Führungskräfte zu „Unternehmern“ entwickeln.

Praxistipp In der Praxis hat es sich als vorteilhaft erwiesen, dass Vermögensinhaber und Führungskräfte, mit Unterstützung von erfahrenen Beratern, „aktiv“ auf Unternehmen, die ihren Investitionskriterien entsprechen, zugehen. Damit wird oftmals eine latent vorhandene Verkaufsbereitschaft geweckt. Nach unseren Beobachtungen sind dann in fast allen Fällen Einzelverhandlungen möglich. So lassen sich Bieterverfahren und die damit verbundenen Kostenrisiken und ggf. auch erhöhten Kaufpreise in der Regel vermeiden.

4 Club Deals

Investoren, die Teile ihres Vermögens in direkte Unternehmensbeteiligungen investieren wollen, haben die Möglichkeit, dies gemeinschaftlich mit Mitinvestoren realisieren zu können. Nicht selten verbinden sich 3 bis 5 Investoren, um unternehmerische Direktbeteiligungen zu übernehmen. Eine derartiger „Pool“ von Beteiligungen ist ohne Zweifel risikoärmer als eine große Einzelbeteiligung.

Das hat den Vorteil, dass mehrere Investoren und deren Berater die Eignungsfähigkeit des Investments prüfen. Investoren haben dadurch die Möglichkeit, den Gesamtteil des Vermögens für unternehmerische Direktbeteiligungen zu diversifizieren. Typische Zielunternehmen sind mittelständische Familiengesellschaften, die eine Nachfolgesituation lösen möchten oder Wachstumskapital benötigen.

Diesen Investoren werden häufig auch Co-Investments angeboten. Einzelne vermögende Haushalte spezialisieren

Anlage optimieren

sich über ihre Family Offices auf unternehmerische Direktbeteiligungen. Damit eine möglichst große Risikostreuung erreichbar wird, werden gern Mit-Investoren eingeladen, sich ebenfalls zu engagieren. Diese Investoren müssen dann allerdings auf die Rahmenbedingungen sehr achten. So sind bei derartigen Co-Investments Stimm-bindungsverträge und Veräußerungssperren nicht unüblich. Dadurch wird die Verfügbarkeit stark beeinträchtigt.

Aufgrund rechtlicher Vorschriften können sowohl (Multi-)Family Offices als auch das Club Deal-Vehikel der mit dem Kapitalanlagegesetz (KAGB) in deutsches Recht umgesetzten AIFM-Regulierung unterliegen. Es besteht ein gewisser Gestaltungsspielraum bei der rechtlichen Strukturierung des Club Deals, um gezielt eine Regulierung zu vermeiden oder herbeizuführen. Eine Abstimmung der Interessenlage der Investoren und eine Prüfung der rechtlichen Strukturierung des Club Deals vor Abschluss der Transaktion erscheinen deshalb unumgänglich.

Die Beteiligungsführung erfolgt häufig über eine separate Managementgesellschaft, die die Beteiligungsprüfung, Transaktionsstrukturierung und ggf. Fremdfinanzierung sowie das laufende Controlling übernimmt. Hierfür erhält die Managementgesellschaft Honorare von ca. 1,5 % p. a. des investierten Kapitals sowie eine Erfolgsbeteiligung in Höhe von 15 bis 20 % des Nettoergebnisses.

Durch die Dienstleistungen der Managementgesellschaft wird der Investor zeitlich entlastet, ist aber dennoch gut über die Unternehmensentwicklung informiert. Über Beiratsmandate oder über Zustimmungspflichten der Gesellschafter bei definierten unternehmerischen Entscheidungen ist ein gewisser Einfluss auf die Unternehmensstrategie möglich.

Unternehmensbeteiligungen haben aus Sicht des Investors Vor- und Nachteile (siehe Tabelle 1).

5 Fazit

Das derzeitige Marktumfeld ist für Investoren zunehmend Veranlassung, alternative Investments zu prüfen. Dazu zählen Rohstoffe, Hedge-Fonds, Immobilien oder gelegentlich auch an Versicherungen gebundene Strategien. Das Thema Private Equity gewinnt ebenfalls zunehmend an Bedeutung. Hierbei empfiehlt sich jedoch eine kritische Auseinandersetzung mit den Parametern (insbesondere den Kosten) des jeweiligen Fonds.

Direkte Unternehmensbeteiligungen sind eine Alternative, an welcher Investoren viel Freude haben können. Bei gleichzeitiger Einbindung von Führungskräften sind gute Voraussetzungen für langfristige Unternehmenswertsteigerungen gegeben.

Im Übrigen wird im Zusammenhang mit dieser Art von Investitionen immer wieder der Inflationsaspekt erörtert.

Investoren erwarten mit Recht von einer direkten Unternehmensbeteiligung einen gewissen Inflationsschutz.

”

Sei risikokompetent.

Gerd Gigerenzer (geb. 1947),
deutscher Psychologe

“

Impressum

S-FIRMENBERATUNG *spezial*,
April 2016, 4. Ausgabe

Herausgeber, Verlag und Vertrieb:
Deutscher Sparkassen Verlag GmbH,
70547 Stuttgart
www.sparkassenverlag.de

Autor:
Dirk Schulte, Prokurist, Institut für Wirtschaftsberatung (IfW), Meinerzhagen

Koordination des Autorenteam:
Dr. Diethard B. Simmert, Mettmann

Redaktion: Richard Speier (0711-782 1788)
richard.speier@dsv-gruppe.de
Vertrieb: Lothar Barthel (0711-782 1693)
lothar.barthel@dsv-gruppe.de
Fax 0711-782 2966

Die S-FIRMENBERATUNG *spezial* ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit und Vollständigkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation gemachten Angaben dienen der Unterrichtung, gelten jedoch nicht als Angebot oder Aufforderung für Empfehlungen.

© 2016 Deutscher Sparkassen Verlag GmbH, Stuttgart