



Excellence in  
Management  
Education

# Finanzinvestoren und Familienunternehmen: Freundschaft oder Feindschaft?

Potenzielle Beweggründe für oder gegen den (Teil-)Verkauf eines Familienunternehmens an einen Finanzinvestor sowie maßgebliche Auswahlkriterien und Auswirkungen eines (Teil-)Verkaufes auf das Unternehmen

## Ihre Ansprechpartner:innen

**WHU – Otto Beisheim School of Management**  
**Institut für Familienunternehmen und Mittelstand**

Burgplatz 2, 56179 Vallendar, Deutschland



**Prof. Dr. Nadine Kammerlander**

Co-Institutsleiterin | WHU  
nadine.kammerlander@whu.edu



**Christopher Khoury, MSc**

Doktorand | WHU  
christopher.khoury@whu.edu



**Elias Kurta, MSc**

Doktorand | WHU  
elias.kurta@whu.edu



**Dr. Tim Junginger, LL. M.**

Rechtsanwalt, Dipl.-Kfm. | POELLATH  
tim.junginger@pplaw.com

### Hinweise zur Studie:

Eine Vervielfältigung des vorliegenden Dokuments ohne ausdrückliche Genehmigung der Verfasser:innen ist nicht gestattet. Die Aussagen dieser Studie sind rein wissenschaftlich einzuordnen.

Diese Studie kann wie folgt zitiert werden:

Khoury C., Kurta E., Kammerlander N. (2021): Finanzinvestoren und Familienunternehmen: Potenzielle Beweggründe für oder gegen den (Teil-)Verkauf eines Familienunternehmens an einen Finanzinvestor sowie maßgebliche Auswahlkriterien und Auswirkungen eines (Teil-)Verkaufes auf das Unternehmen. Vallendar: WHU, Institut für Familienunternehmen und Mittelstand.

# Executive Summary

## 1. Welche Gründe sprechen für den (Teil-)Verkauf eines Familienunternehmens?

- Familienunternehmer:innen verkaufen vorwiegend aus **unternehmerischen Gründen**, wie bspw. der Realisierung einer Wachstumsstrategie mithilfe eines Investors, der Bewältigung einer Unternehmenskrise durch zusätzliche Liquidität oder der strategischen Neuausrichtung des Unternehmens.
- Alternativ dazu können **persönliche Gründe**, wie bspw. Konflikte zwischen Gesellschafter:innen sowie fehlende oder ungeeignete Nachfolger:innen, zu einem (Teil-)Verkauf des Unternehmens führen.

## 2. Welche Investorentypen präferieren Familienunternehmer:innen?

- Bei den Investorentypen wird zwischen **strategischen Investoren** und **Finanzinvestoren** unterschieden. Während es sich bei ersteren meist um Wettbewerber oder um Unternehmen in einer ähnlichen Branche handelt, sind Finanzinvestoren Finanzintermediäre, welche Beteiligungskapital einsammeln und anschließend in Unternehmen investieren.
- Familienunternehmer:innen bevorzugen ihnen **strategisch ähnliche Käufertypen**. So können insbesondere strategische Investoren, Multi- und Single-Family Offices (im Gegensatz zu Industrieholdings, internationalen Private Equity Fonds und Venture Capital Fonds) punkten.
- Der Umstand, dass Familienunternehmer:innen vor allem strategische Investoren und Family Offices bevorzugen, lässt sich dadurch erklären, dass diese Typen von Investoren den Familienunternehmen hinsichtlich Zeithorizont, strategischer Ausrichtung und Gedankengut am ähnlichsten sind.
- Während die **Bevorzugung des strategischen Investors bei einem potenziellen Mehrheitsverkauf** des Unternehmens zu erwarten war, überrascht diese bei einem Minderheitsverkauf, da dabei einem direkten Wettbewerber Zugang zu Unternehmensgeheimnissen gestattet wird. Hingegen tritt ein Finanzinvestor bei Minderheitsbeteiligungen meist nur als Kapitalgeber und Sparringspartner auf.
- **Finanzielle Turbulenzen** des Familienunternehmens erhöhen die Wahrscheinlichkeit eines (Teil-)Verkaufes deutlich. Auch die Bereitschaft, an einen Finanzinvestor zu verkaufen, nimmt überproportional stark zu.
- Sollte sich die Unternehmerfamilie schließlich für einen (Teil-)Verkauf an einen Finanzinvestor entschieden haben, so ist die **Teilung in zwei Lager** zu beobachten. Während sich der eine Teil für denjenigen Finanzinvestor entscheidet, der zwar einen **Kaufpreis 15 Prozent über dem Marktwert** bezahlt, aber ein holistisches Restrukturierungsprogramm plant, entscheidet sich der andere Teil der Befragten für jenen Finanzinvestor, der zwar **15 Prozent unter dem Marktwert bezahlt**, jedoch das Unternehmen nach den Vorstellungen der Unternehmerfamilie weiterführt.
- Der Kaufpreis eines Finanzinvestors ist nicht das allein entscheidende Kriterium. Vielmehr sind eine **gemeinsame Wertvorstellung, gemeinsame Ziele und eine gemeinsame Arbeitsphilosophie** zwischen Unternehmerfamilie und Finanzinvestor für eine erfolgreiche Zusammenarbeit wichtig.

## 3. Welche Kriterien sind bei der Wahl des Finanzinvestors entscheidend?

- **Hauptgründe für die Veräußerung von Unternehmensanteilen:** Fairer Kaufpreis, transparenter Verkaufsprozess, Verständnis für die Spezifika eines Familienunternehmens sowie ein langer Investmenthorizont.

- **Hauptgründe gegen die Veräußerung von Unternehmensanteilen:** Fehlendes Verständnis für die Spezifika eines Familienunternehmens, Kaufpreis liegt unter dem fairen Marktpreis, undurchsichtiger Verkaufsprozess sowie ein (zu) kurzer Investmenthorizont.

#### 4. Welche Eckpfeiler für eine erfolgreiche Zusammenarbeit zwischen Familienunternehmen und Finanzinvestoren gibt es?

- Bewusste **Auswahl** des Finanzinvestor-Typs (bspw. Family Offices, Industrieholdings, Private Equity Fonds, Venture Capital Fonds etc.)
- Erarbeitung einer **Anforderungsliste** für die Zusammenarbeit mit dem Finanzinvestor
- Gemeinsame Ausarbeitung einer **Vision** und eines **Zielbildes**
- Klare **Regeln** im Gesellschaftervertrag
- Vereinbarung von weiteren **wichtigen Verträgen** (bspw. Standortgarantien, Mitarbeitergarantien etc.) mit dem Finanzinvestor

#### 5. Worüber jede(r) Familienunternehmer:in vor einem Verkauf nachdenken sollte:

|    |                          |  |
|----|--------------------------|--|
| 1  | <b>Transaktionsziele</b> | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Wie viele Unternehmensanteile (in %) sollen verkauft werden?</li> <li>▪ An welchen Käufertyp soll verkauft werden?</li> </ul>   |
| 2  | <b>Verkauf</b>           | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Handelt es sich um einen Wachstumsfall oder einen Restrukturierungsfall?</li> <li>▪ Wo liegen die Chancen und Risiken in der Zusammenarbeit mit den potenziellen Investoren?</li> </ul>   |
| 3  | <b>Preisvorstellung</b>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Sind die Preisvorstellungen objektiv und realistisch?</li> <li>▪ Können Zugeständnisse im operativen Vorhaben einen abweichenden Preis kompensieren?</li> </ul>   |
| 4  | <b>Emotionen</b>         | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Beeinflusst die emotionale Bindung zum Unternehmen die Verhandlungen?</li> <li>▪ Soll die Bindung zum Unternehmen nach dem Verkauf aufrecht erhalten werden?</li> </ul>   |
| 5  | <b>Auswahlkriterien</b>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Handelt es sich um einen fairen und transparenten Verkaufsprozess?</li> <li>▪ Hat der Investor das nötige Know-how und die Expertise im Umgang mit Familienunternehmen?</li> </ul>  |
| 6  | <b>Kaufinteressenten</b> | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Sind alle Investorentypen bekannt und stimmen die gemeinsamen Ansichten über den Verkauf überein?</li> <li>▪ Sind die Interessenten und ihre Absichten transparent und bekannt?</li> </ul>  |
| 7  | <b>Prognosen</b>         | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Gibt es Prognosen für die Zusammenarbeit und die Auswirkung der Projekte auf das operative Geschäft?</li> <li>▪ Können die finanziellen Bedürfnisse gedeckt und Pläne über das Vorhaben des Investors vereinbart werden?</li> </ul>   |
| 8  | <b>Timing</b>            | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Ist das Timing für einen Verkauf durch interne oder externe Faktoren bestimmt?</li> <li>▪ Wie steht das Unternehmen finanziell vor dem Verkauf da?</li> </ul>   |
| 9  | <b>Zusammenarbeit</b>    | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Hat der Investor entsprechendes Markt- und Branchenwissen?</li> <li>▪ Sind die Zeithorizonte in der operativen Planung, besonders bei Teilverkäufen, vereinbar?</li> </ul>  |
| 10 | <b>Übergang</b>          | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Soll es eine Übergangszeit mit dem potenziellen Investor geben oder wird ein direkter Ausstieg präferiert?</li> <li>▪ Gibt es eine transparente Governance, die während des Übergangs Vertrauen auf beiden Seiten schafft?</li> </ul> |

## Vorwort der Verfasser:innen

Familienunternehmen stellen das Rückgrat der deutschen Wirtschaft dar und zeichnen sich vor allem durch ihren Fokus auf Langfristigkeit, hohe Qualität, großes Verantwortungsbewusstsein und weitreichende Nachhaltigkeit aus. Das Erwirtschaften von Gewinnen und deren Maximierung gelten dabei nicht als alleinige Ziele. Vielmehr zeichnet sich eine familiäre Unternehmenskultur durch ihre hohe Mitarbeiterorientierung und Kundenorientierung sowie durch ihre Identifikation mit dem Standort aus. Doch auch Familienunternehmen stehen durch den Wandel der Zeit vor immensen Herausforderungen. Konflikte innerhalb der Familie, Nachfolgeprobleme und Finanzierungsengpässe sind nur einige, wenn auch sehr wichtige, Beispiele hierfür.

Bei vielen dieser Herausforderungen können Finanzinvestoren und etablierte Familienunternehmen kooperieren, um diese gemeinsam zu bewältigen. Nachdem über Jahrzehnte hinweg Finanzinvestoren von Familienunternehmen typischerweise gemieden wurden, haben sich das Ansehen und der Ruf von Finanzinvestoren im Markt spürbar verbessert. Nicht nur das Bewusstsein über Finanzinvestoren als zuverlässige Kapitalgeber hat sich verändert, sondern auch die Meinung über den operativen Mehrwert, den diese liefern können. Es scheint, als hätten es Finanzinvestoren geschafft, das Image der „Heuschrecken“ größtenteils abzulegen.

Angetrieben durch diesen Imagewandel und die Häufung von Kooperationen in der Praxis beschäftigen auch wir uns wissenschaftlich intensiv mit der Schnittstelle zwischen Finanzinvestor und Familienunternehmen. Dazu gehen wir folgenden Fragen nach: Welche möglichen Beweggründe sprechen für oder gegen den (Teil-)Verkauf eines Familienunternehmens an einen Investor, welches sind die maßgeblichen Auswahlkriterien bei der Investorensuche und welche Auswirkungen hat ein (Teil-)Verkauf des Familienunternehmens auf das Unternehmen?

Wir freuen uns, Ihnen die Ergebnisse unserer Studie im Rahmen dieser Praxispublikation vorstellen zu dürfen. Bei Fragen können Sie sich jederzeit gerne an die Verfasser:innen wenden. Ein herzliches Dankeschön gilt den Studienteilnehmer:innen für die intensive Mitwirkung sowie unserem Praxispartner POELLATH, einer führenden Kanzlei für Transaktionen und Asset Management, für die Unterstützung und Begleitung dieser Studie. Für den geleisteten Zeiteinsatz und das entgegengebrachte Vertrauen möchten wir uns an dieser Stelle nochmals herzlich bedanken.

Vallendar, im Oktober 2021

Prof. Dr. Nadine Kammerlander

Christopher Khoury, MSc

Elias Kurta, MSc

# Inhaltsverzeichnis

|   |           |
|---|-----------|
| <b>Ihre Ansprechpartner:innen</b>   | <b>1</b>  |
| <b>Executive Summary</b>  | <b>2</b>  |
| <b>Vorwort der Verfasser:innen</b>  | <b>4</b>  |
| <b>Inhaltsverzeichnis</b>   | <b>5</b>  |
| <b>Einführung</b>   | <b>6</b>  |
| Familienunternehmen im Überblick  | 6         |
| Investoren und Familienunternehmen  | 7         |
| Minderheitsverkauf vs. Mehrheitsverkauf   | 8         |
| <b>Studienüberblick</b>   | <b>9</b>  |
| Forschungsfragen  | 9         |
| Methodik  | 9         |
| <b>Charakteristika der befragten Familienunternehmen</b>  | <b>10</b> |
| <b>Übersicht Ergebniskapitel</b>  | <b>11</b> |
| Potenzielle Gründe für oder gegen den (Teil-)Verkauf eines Familienunternehmens an einen Investor | 11        |
| Präferenzen bei der Wahl eines Finanzinvestors  | 14        |
| <b>Implikationen für die Praxis</b>   | <b>20</b> |
| Die Verkaufsentscheidung  | 20        |
| Die Auswahlkriterien  | 21        |
| Die Zusammenarbeit  | 23        |
| <b>Quellenverzeichnis</b>   | <b>25</b> |
| <b>Über das Institut für Familienunternehmen und Mittelstand</b>                                  | <b>27</b> |
| <b>Über POELLATH</b>  | <b>28</b> |

# Einführung

## Familienunternehmen im Überblick

Familienunternehmen stellen das Rückgrat der deutschen Wirtschaft dar und gelten als wichtiger Motor für Beschäftigung und Wohlstand. Mehr als 60 Prozent aller Arbeitsplätze werden in Deutschland von Familienunternehmen gestellt. Diese erweisen sich insbesondere in konjunkturell schwierigen Zeiten als stabilisierender Faktor auf dem Arbeitsmarkt (Stiftung Familienunternehmen, 2019). Für Deutschland charakteristisch ist die hohe Anzahl an besonders großen und international tätigen Familienunternehmen. Viele von ihnen gehören zur weltweiten Spitzengruppe in ihrer technologischen Nische (insbesondere in den Bereichen Maschinenbau und Automobilindustrie). Eine Studie der Stiftung Familienunternehmen analysierte im Jahr 2019 die volkswirtschaftliche Bedeutung von Familienunternehmen in Deutschland:

- **90 Prozent** aller deutschen Unternehmen sind familienkontrolliert.
- **52 Prozent** der Umsätze in Deutschland werden durch Familienunternehmen generiert.
- **32 Millionen** Beschäftigte arbeiten in deutschen Familienunternehmen.

Wichtig ist hierbei anzumerken, dass es in der Literatur keine einheitliche Definition von Familienunternehmen gibt und somit die Zahlen je nach Definition leicht abweichen können. In der obigen Studie wird dann von einem Familienunternehmen ausgegangen, wenn sich die Mehrheit der Entscheidungsrechte im Besitz von (einer) natürlichen Person(en) befindet und die Mehrheit dieser Entscheidungsrechte direkt oder indirekt besteht und/oder mindestens ein Vertreter der Familie oder der Angehörigen offiziell an der Leitung bzw. Kontrolle des Unternehmens beteiligt ist. Neben dieser Definition gibt es in der Wissenschaft noch einige andere Bestimmungen. Eine breite und in der Literatur häufig zitierte

stammt von Chua, Chrisman und Sharma aus dem Jahr 1999 [aus dem Englischen übersetzt und in Abschnitte unterteilt]:

„Das Familienunternehmen ist ein Unternehmen, das

- von einer dominanten Koalition aus Familienmitgliedern (oder einer kleinen Anzahl von Familien) geleitet und/oder kontrolliert wird, und
- mit der Absicht geleitet wird, eine langfristige Vision zu etablieren, welche über Generationen hinweg nachhaltig ist.“

Ogleich es sich bei dieser Definition um eine eher generalistische handelt, werden die beiden Eckpfeiler eines Familienunternehmens deutlich: (1) der dominante Einfluss einer Familie (oder mehrerer Familien); (2) langfristige Planung über Generationen hinweg anstelle einer Quartalsdenkweise. Diese beiden Punkte führen zu den Besonderheiten von Familienunternehmen im Vergleich zu Nicht-Familienunternehmen. Habbershon und Williams (1999) fassen diese Unterschiede in dem Begriff ‚Familiness‘ zusammen [aus dem Englischen übersetzt]: „[...] einzigartiges Ressourcenbündel eines Unternehmens, welches aufgrund der Interaktion zwischen der Familie, ihren einzelnen Mitgliedern und des Unternehmens zustande kommt.“

Dieses Ressourcenbündel besteht unter anderem aus langfristigem Finanzkapital, aus Humankapital der Familie, aus sozialer Vernetzung der Familienmitglieder sowie aus dem kulturellen Kapital der Familienmitglieder, welches sich meist in einer hohen Mitarbeiterverbundenheit seitens der Eigentümerfamilie niederschlägt. In der Forschung zu Familienunternehmen hat sich neben den bereits genannten Punkten die Theorie Socio-emotional Wealth (SEW) nach Gómez-Mejía et al. (2007) als eine der bedeutendsten Theorien gebildet. Diese Theorie besagt, dass das Vermögen der Familie nicht ausschließlich finanziell messbar ist, sondern auch aus einer sozioemotionalen Komponente besteht.

Das heißt, dass unternehmerische Entscheidungen nicht ausschließlich auf betriebswirtschaftlichen Überlegungen basieren, sondern im Einklang mit emotionsgeleiteten Überlegungen getroffen werden. Diese emotionalen Gesichtspunkte können entweder einen positiven oder aber auch einen negativen Einfluss auf das Familienunternehmen haben. Gemäß einer Studie von Gómez-Mejía et al. (2007) wird dieser Socioemotional Wealth einer Familie gesteigert, wenn sich der Einfluss der Familie auf das Unternehmen erhöht. Außerdem haben Familienunternehmen zeitlich eine besonders langfristige Ausrichtung (Lumpkin & Brigham, 2011). Zu guter Letzt hegen die meisten Familienunternehmer:innen den Wunsch, das Unternehmen an potenzielle Nachfolger:innen innerhalb der Familie zu übergeben (Berrone et al., 2012).

## Investoren und Familienunternehmen

Bei der Suche nach einem passenden Partner bzw. Käufer für das Familienunternehmen kann zwischen strategischen Investoren und Finanzinvestoren unterschieden werden.

**Strategische Investoren** sind in der Regel in der gleichen oder einer ähnlichen Branche wie das verkaufende Familienunternehmen tätig, sodass sie strategisch vom Kauf des Unternehmens profitieren können. Dadurch bewerten sie das Familienunternehmen nicht ausschließlich nach dessen Ertragskraft, sondern auch nach den potenziellen Synergien (Umsatzsynergien oder Kostensynergien), welche durch den Kauf entstehen können. Neben der Realisierung von Synergien können die horizontale oder vertikale Erweiterung der Wertschöpfungskette, die Erhöhung des eigenen Marktanteils, der Zugriff zu Patenten oder Schlüsseltechnologien oder die Erweiterung des eigenen Produktspektrums Gründe für den Kauf sein. Diese Gründe können für strategische Investoren oftmals Kaufpreise rechtfertigen, die zum Teil deutlich über dem ermittelten Unternehmenswert lie-

gen. Für das verkaufende Familienunternehmen bedeutet die Ansprache und das eventuelle Verkaufen an strategische Investoren jedoch, dass meist vertrauliche Informationen an Wettbewerber weitergegeben werden. In der Regel forcieren strategische Investoren die Eingliederung des Akquisitionsobjektes in die eigene Unternehmensstruktur. Dadurch verschwinden die gekauften Unternehmen oftmals als eigenständige Objekte vom Markt und werden vollständig in bestehende Strukturen integriert. Der Unternehmenskultur des strategischen Investors kommt daher besondere Bedeutung zu.

**Finanzinvestoren** sind Intermediäre, die Beteiligungskapital von vermögenden Privatpersonen, institutionellen Investoren oder Stiftungen einsammeln und in Unternehmen investieren. Typische Finanzinvestoren sind Banken, Versicherungen, Pensionsfonds, Family Offices, Hedge-Fonds, Venture Capital Fonds und Private Equity Fonds. Der Hauptunterschied zwischen Venture Capital und Private Equity ist, dass ersteres vor allem in junge Unternehmen investiert wird (in sogenannte Start-ups) und letzteres vor allem in reife, etablierte Unternehmen. Die vorliegende Studie fokussiert sich vor allem auf Private Equity, da Familienunternehmen, als reife und etablierte Unternehmen, vermehrt von Private Equity Investoren als Investitionsziele in Betracht gezogen werden.

Private Equity hat sich in Europa seit den 1960er-Jahren zu einer eigenen Branche entwickelt. Weltweit wird die Branche vor allem von amerikanischen und britischen Fonds angeführt, daneben bestehen zahlreiche nationale Beteiligungsfirmen. Die großen amerikanischen Private-Equity-Häuser sind in Europa fast vollständig mit einheimischen Tochterfirmen und lokalem Management vertreten. Der deutsche Private-Equity-Markt gewinnt stark an Bedeutung und verzeichnete in den letzten Jahren ein starkes Wachstum. Im Jahr 2019 konnte das Gesamtvolumen der in Fundraisings eingeworbenen Mittel von Private Equity Fonds in Deutschland gegenüber 2018 um 24 % auf 5,22 Milliarden Euro gesteigert



werden. Ein zweistelliges Wachstum gab es 2019 auch bei Investitionen in deutsche Portfoliounternehmen, die um 19 % auf 14,3 Milliarden Euro stiegen. (Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften). Trotz des signifikanten Wachstums der letzten Jahre hinkt der deutsche Private-Equity-Markt im internationalen Vergleich noch immer den USA und Großbritannien hinterher. Einer der Gründe hierfür ist, dass das Rentensystem sowohl in den USA als auch in Großbritannien ein anderes ist. Diese basieren, anders als im deutschsprachigen Raum, nicht auf einem Umlagesystem, sondern ausschließlich auf einem Pensionsfondssystem. Dies führt dazu, dass im angelsächsischen Raum mehr Kapital für Beteiligungsgesellschaften zur Verfügung steht.

Wie eingangs erwähnt, sammeln Private Equity Fonds Beteiligungskapital ein und investieren dieses in Unternehmen; dabei steht meist das finanzielle Interesse im Vordergrund. Die Eigenkapitalrendite des Fonds wird größtenteils durch eine Wertsteigerung des erworbenen Unternehmens erwirtschaftet, welche sich bei Weiterverkauf am Ende der Investitionsphase (meist zwischen drei und sieben Jahren) ergibt. Laufende freie Cashflows während der Investitionsphase werden oftmals entweder reinvestiert oder zur Bedienung der laufenden Kredite verwendet. Eine Auszahlung an die Fonds ist untypisch.

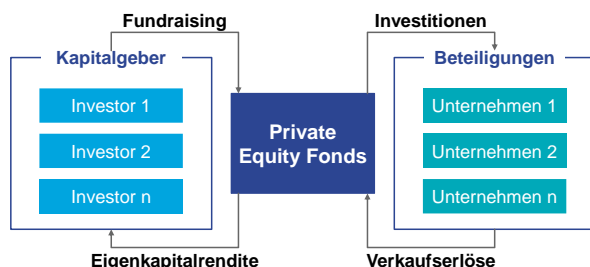


Abbildung 1: Aufbau Finanzinvestor

Häufige Gründe für einen Anteilsverkauf an Private Equity Fonds sind: Wachstumsfinanzierung, Optimierung von Prozessen, Professionalisierung des erworbenen Unterneh-

mens und die Nachfolgeregelung. Das Hauptziel von Private Equity Fonds ist es stets, Maßnahmen zu ergreifen, um den Unternehmenswert zu steigern, das erworbene Unternehmen weiterzuentwickeln und es schließlich mit Gewinn weiterzuveräußern.

Obwohl Private Equity Fonds und Familienunternehmen teils unterschiedliche Ziele verfolgen, kann eine Zusammenarbeit für beide Parteien vorteilhaft sein. Für Familienunternehmer:innen ist die Wahl des potenziellen Finanzinvestors an dieser Schnittstelle ausschlaggebend. Hierbei ist es wichtig, dass die Familie die eigene Unternehmenssituation genauestens analysiert und darauf basierend handelt:

- Was ist der Hauptgrund für einen (potenziellen) Unternehmensverkauf (bspw. Nachfolgeregelung, Wachstumsfinanzierung etc.)?
- Wie gut steht das Familienunternehmen da (Erfolgsgeschichte vs. Restrukturierungsfall)?
- Wie viel Mitspracherecht möchte man dem Investor bzw. dem Private Equity Fonds einräumen?
- Möchte(n) die Eigentümerfamilie(n) nach Verkauf weiterhin in dem Unternehmen tätig sein oder sich gänzlich daraus zurückziehen?
- Welcher Kaufpreis wird erwartet?

## Minderheitsverkauf vs. Mehrheitsverkauf

Im Rahmen eines Verkaufsprozesses stellt sich für ein Familienunternehmen und deren Eigentümer:innen neben der Frage des optimalen Investors die Frage, wie viel Prozent des Unternehmens verkauft werden sollen. Die Verteilung von Unternehmensanteilen zwischen Investor und Unternehmerfamilie reflektiert die Entscheidungsbefugnisse beider Parteien im Unternehmen. Während bei Mehrheitsbeteiligungen der Investor mehr als 50 % der Unternehmensanteile erwirbt und

damit grundsätzlich die alleinigen Entscheidungsbefugnisse über wichtige strategische Entscheidungen erhält, kaufen Investoren bei Minderheitsbeteiligungen weniger als 50 % der Unternehmensanteile und erhalten damit geringere Mitspracherechte bei zentralen Unternehmensentscheidungen (Tappeiner et al., 2012).

Gesellschaftersatzungen der Unternehmen beinhalten oftmals Regelungen zu Sperrminoritäten, um die Interessen von Minderheitsgesellschafter:innen zu berücksichtigen. Dadurch wird vor allem bei besonders wichtigen Beschlüssen eine Mehrheit von 75 % anstatt der üblichen 50 % benötigt. Dadurch erhält der/die Minderheitsgesellschafter:in die Möglichkeit, wichtige strategische Entscheidungen zu blockieren.

Ob ein Minderheitsverkauf oder ein Mehrheitsverkauf für die Unternehmerfamilie vorteilhafter ist, ist von der Situation, in welcher sie sich befindet, abhängig. Würde die Unternehmerfamilie gerne das Unternehmen gänzlich veräußern und die Unternehmensführung abgeben, wäre ein Mehrheitsverkauf die bessere Wahl. Sucht die Unternehmerfamilie hingegen einen Finanzierungs- und Wachstumspartner und möchte wesentliche strategische Entscheidungen weiterhin maßgeblich beeinflussen, so wäre ein Minderheitsverkauf die richtige Wahl.

## Studienüberblick

### Forschungsfragen

Aufbauend auf der zurzeit verfügbaren Forschung zu dem Thema Finanzinvestoren und Familienunternehmen sowie basierend auf den bis dato nicht beleuchteten Themenfeldern haben wir folgende Forschungsfragen definiert:

- 1 Welche Beweggründe sprechen für oder gegen den (Teil-)Verkauf eines Familienunternehmens an einen Investor?
- 2 Anhand welcher Auswahlkriterien wählen Familienunternehmen den potenziellen Finanzinvestor aus?
- 3 Wie wirkt sich ein (Teil-)Verkauf eines (ehemaligen) Familienunternehmens auf das Unternehmen aus?

Abbildung 2: Übersicht Forschungsfragen

## Methodik

Zur Beantwortung der Forschungsfragen wurde primär ein quantitatives Forschungsdesign gewählt und mit zusätzlichen qualitativen Elementen bereichert. Die Online-Umfrage lief über einen Zeitraum von drei Monaten und richtete sich an deutsche, österreichische und schweizerische Familienunternehmen mit jährlichen Umsätzen über 50 Millionen Euro. Eine postalische Einladung zu der Online-Umfrage ist an rund 10.000 Familienunternehmen aus sämtlichen Branchen versendet worden. Die Adressen und Kontaktdaten stammen aus der Liste der Top-10.000 Familienunternehmen (herausgegeben vom Medienportal Die Deutsche Wirtschaft). Insgesamt wurden 299 Antwortfragebögen initial ausgewertet. Diese Rückläufer wurden bereinigt um etwaige Abbrecher:innen, Nicht-Familienunternehmer:innen und Teilnehmer:innen, welche die Manipulations-Checks nicht bestanden. Nach diesen Bereinigungs-schritten haben es final 130 Antwortfragebögen in die Studie geschafft. Parallel zu der im Fokus stehenden quantitativen Analyse haben wir Interviews mit Familienunternehmer:innen durchgeführt. Alle Interviews wurden als sogenannte semistrukturierte Gespräche durchgeführt.

Eine quantitative Untersuchung erlaubt es, deskriptive Eindrücke über die unterschiedlichen Unternehmen zu erhalten. Mithilfe einer Vignettenstudie sind den Befragten hypothetische Situationsbeschreibungen zur Bewertung vorgelegt worden, in denen verschiedene Ausprägungen und Merkmale der Unternehmen und der potenziellen Käufer variiert worden sind. Aufgabe der Befragten war

es, auf Basis dieser Angaben die Attraktivität verschiedener Investorentypen zu beurteilen. Der große Vorteil dieser Methodik ist, dass auch Familienunternehmer:innen daran teilnehmen konnten, welche noch keine konkreten Verkaufsabsichten haben. Außerdem wurden inhaltliche Fragen zu den folgenden Themen gestellt: (1) Gründe für oder gegen den potenziellen Verkauf an einen Finanzinvestor, (2) Gründe für oder gegen die Zusammenarbeit mit einem Finanzinvestor, (3) Erfahrungen mit Finanzinvestoren, (4) Elemente, welche von Familienunternehmer:innen als wichtig erachtet werden, wenn es um den Verkauf an einen Finanzinvestor geht. Durch die zusätzlichen qualitativen Interviews ist es uns möglich, die quantitativen Erkenntnisse zu verproben und ein qualitatives Stimmungsbild einzufangen.

## Charakteristika der befragten Familienunternehmen

Bei den befragten Familienunternehmen handelt es sich vor allem um mittelgroße Unternehmen mit einer Belegschaft zwischen 50 und 500 Beschäftigten (59 % der befragten Unternehmen). Während 32 % der Befragten angaben, mehr als 500 Mitarbeitende zu beschäftigen, ist die kleinste Gruppe die der Unternehmen mit weniger als 50 Mitarbeitenden (9 %).

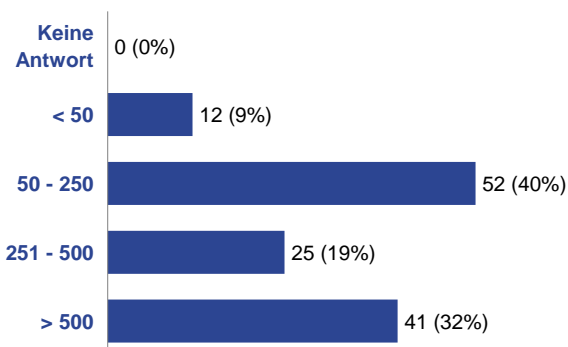


Abbildung 3: Anzahl Mitarbeiter:innen

Zusätzlich unterscheiden sich die befragten Familienunternehmen nach dem Gründungs-

jahr des Unternehmens. Rund 60 % der Unternehmen sind bereits vor 1950 gegründet worden, lediglich 7 % nach 2000. Dies zeigt, dass vor allem traditionsreiche Unternehmen an der Befragung teilgenommen haben.

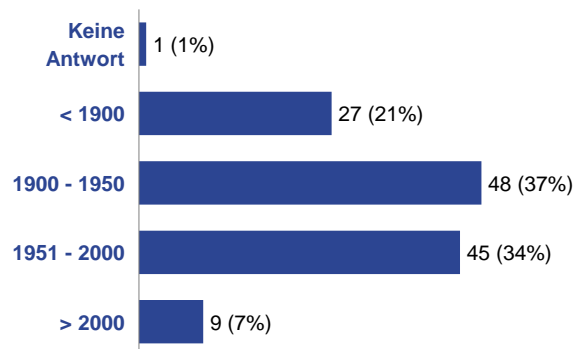


Abbildung 4: Gründungsjahr des Unternehmens

Neben dem Gründungsjahr des Unternehmens haben wir uns in der Studie angesehen, in der wievielten Generation das Familienunternehmen gehalten wird. Auch diese Analyse zeigt, dass vor allem alteingesessene Unternehmen an der Studie teilgenommen haben. Rund 35 % der befragten Unternehmen befinden sich zurzeit in der vierten oder einer noch älteren Generation (Abbildung 5).

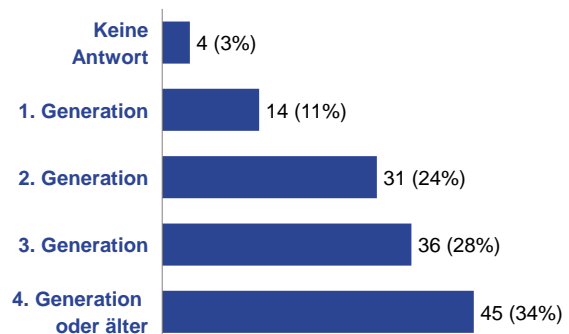


Abbildung 5: Generation des Unternehmens

Nach Branchen betrachtet stammen rund 50 % der befragten Familienunternehmen aus dem produzierenden Gewerbe, 35 % aus dem Dienstleistungsbereich und 15 % aus anderen Branchen (Abbildung 6).

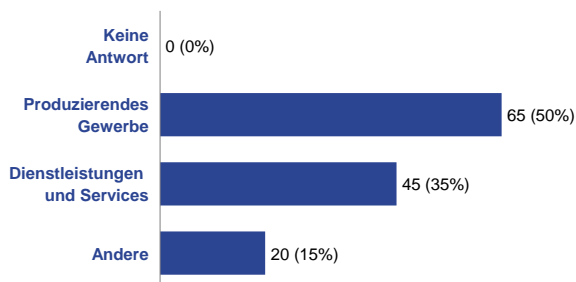


Abbildung 6: Branchentyp des Unternehmens

Die nächsten beiden Statistiken geben Auskunft über die Charakteristika der Teilnehmer:innen. Abbildung 7 zeigt, dass die große Mehrheit der Befragten (90 %) Teil der Geschäftsführung des Familienunternehmens ist.

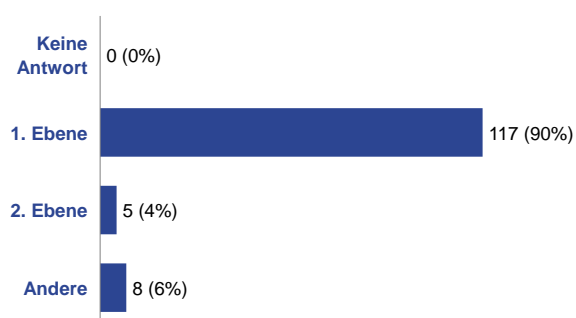


Abbildung 7: Führungsebene Teilnehmer:innen

Abbildung 8 gibt Auskunft über die Betriebszugehörigkeit der Teilnehmer:innen. Hierbei ist zu erkennen, dass vor allem langdienende Manager:innen an der Umfrage teilgenommen haben. Des Weiteren sind die Teilnehmer:innen größtenteils (90 %) an dem Familienunternehmen beteiligt. Lediglich 10 % der befragten Manager:innen sind an dem Familienunternehmen nicht beteiligt.

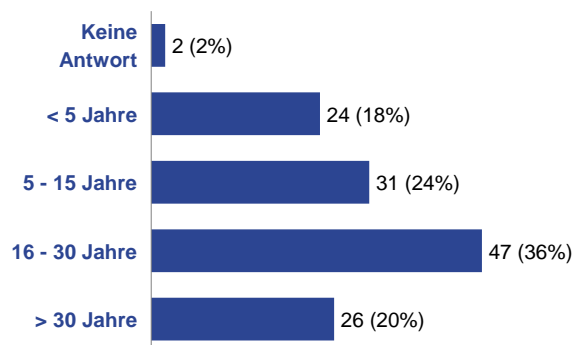


Abbildung 8: Betriebszugehörigkeit Teilnehmer:innen

## Übersicht Ergebniskapitel

Die Ergebnisse werden in zwei Teilabschnitten präsentiert (siehe Abbildung 9). Dabei werden im ersten Teil zunächst potenzielle Beweggründe für oder gegen den (Teil-)Verkauf eines Familienunternehmens an einen Finanzinvestor beleuchtet. In einem zweiten Teil werden die Präferenzen bei der Wahl des Finanzinvestors untersucht. Aus den Erkenntnissen des Ergebniskapitels ergeben sich Implikationen für die Praxis, welche in dem darauffolgenden Kapitel zusammengefasst sind.

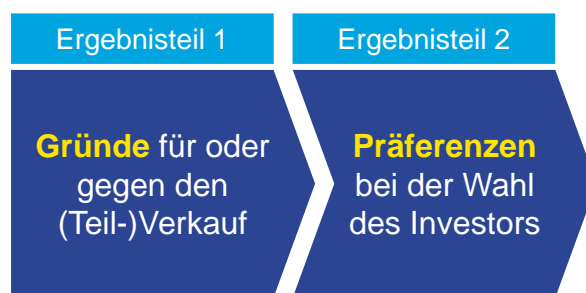


Abbildung 9: Übersicht Ergebniskapitel

## Potenzielle Gründe für oder gegen den (Teil-)Verkauf eines Familienunternehmens an einen Investor

Die Gründe für den (Teil-)Verkauf eines Familienunternehmens sind vielfältig. Neben unternehmerischen Gründen, wie beispielsweise der Bewältigung einer Unternehmenskrise oder der Realisierung einer Wachstumsstrategie, können auch persönliche Gründe der Gesellschafter:innen ausschlaggebend sein, zum Beispiel ein Konflikt zwischen Gesellschafter:innen oder das Fehlen von geeigneten Nachfolger:innen.

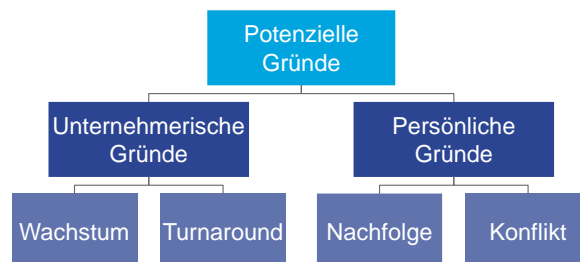


Abbildung 10: Potenzielle Gründe für einen Verkauf des Familienunternehmens

Ist die Entscheidung getroffen worden, Unternehmensanteile zu verkaufen, stellt sich zunächst die Frage, ob es zu einem Teilverkauf (Minderheitsverkauf) oder zu einem Mehrheitsverkauf kommen soll. Zu beachten ist, dass bei einem Mehrheitsverkauf die Entscheidungsgewalt und ein großer Anteil des unternehmerischen Risikos von der ursprünglichen Eigentümerfamilie auf den neuen Investor übergeht. Viele Investoren bevorzugen eine Mehrheitsbeteiligung gegenüber einer Minderheitsbeteiligung, da sie dadurch wichtige strategische Entscheidungen in dem Unternehmen maßgeblich beeinflussen können. Ist auch diese Entscheidung getroffen worden, so stellt sich in einem letzten Schritt die Frage, an welchen Investorentyp das Unternehmen verkauft werden soll. Neben verschiedenen Typen von Finanzinvestoren (bspw. Venture Capital Fonds, Family Offices, Private Equity Fonds, Industriebeteiligungen etc.) kommen auf der anderen Seite auch strategische Investoren in Frage.

In dem ersten Teil unserer Studie haben wir mittels hypothetischer Vignetten analysiert, unter welchen Umständen an welchen Investorentyp verkauft werden würde. Hierzu sind den Befragten zwei individuelle Szenarien präsentiert worden, welche sich hinsichtlich der finanziellen Performance des Familienunternehmens unterscheiden. Während in **Szenario 1** die hypothetische EBIT-Marge des Unternehmens über dem Marktdurchschnitt liegt, liegt sie in **Szenario 2** unter dem Marktdurchschnitt. In beiden Szenarien mussten die Befragten bewerten, wie wahrscheinlich ein Minderheitsverkauf oder ein Mehrheitsverkauf (A) an einen mittelständischen Private Equity Fonds oder (B) an einen strategischen Investor wäre.

Das **Szenario 1 (EBIT-Marge über dem Marktdurchschnitt)** zeigt eine deutliche Aversion der Befragten gegenüber einem Mehrheitsverkauf an einen Finanzinvestor. Rund 70 % der Befragten geben die Wahrscheinlichkeit als ‚sehr unwahrscheinlich‘ oder ‚eher unwahrscheinlich‘ an und nur 2 %

der Befragten als ‚sehr wahrscheinlich‘. Etwas anders sieht das Bild bei einem potenziellen Mehrheitsverkauf an einen strategischen Investor (einen Strategen) aus. Hier geben rund 47 % der Befragten an, dass sie sich einen solchen Verkauf vorstellen können. Dies verdeutlicht, dass vor allem wirtschaftlich erfolgreiche Familienunternehmer:innen den Mehrheitsverkauf an einen strategischen Verkäufer bevorzugen. Dieser Umstand lässt sich durch die Socioemotional-Wealth-Theorie erklären, welche besagt, dass das Vermögen einer Familie nicht rein finanziell messbar ist, sondern auch aus einer sozialen Komponente besteht. Familienunternehmer:innen trauen strategischen Investoren eher zu, diese soziale Verantwortung des Unternehmens weiterzutragen. Finanzinvestoren haben die Möglichkeit, sich als „Partner auf Augenhöhe“, welcher ähnliche Interessen und Ziele wie die Unternehmerfamilie verfolgt, zu positionieren. Dadurch könnten sich einzelne Finanzinvestoren von der großen Mehrheit abheben und würden verstärkt mit Unternehmerfamilien in Kontakt kommen.

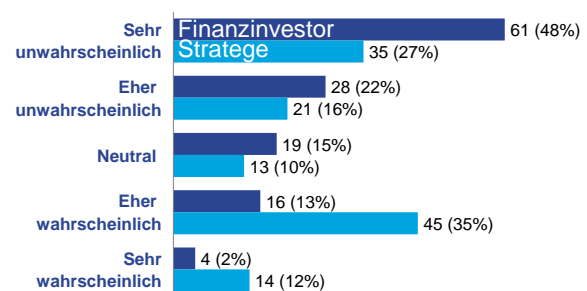


Abbildung 11: Szenario 1 (Mehrheitsverkauf)

Ein ähnliches Bild zeichnet sich bei einem hypothetischen Minderheitsverkauf ab. Dieser bietet für das Familienunternehmen neben einer alternativen Finanzierungsform den Vorteil, externes Know-how in das Unternehmen zu holen (unabhängig davon, ob dieses Know-how von einem strategischen Investor oder aber von einem Finanzinvestor kommt). Ähnlich dem Mehrheitsverkauf präferieren die Befragten auch bei dem Minderheitsverkauf den strategischen Investor im Vergleich zu dem Finanzinvestor. Während nur rund 17 %

(13 % ‚eher wahrscheinlich‘ und 4 % ‚sehr wahrscheinlich‘) an einen Finanzinvestor verkaufen würden, würden rund 44 % (34 % ‚eher wahrscheinlich‘ und 10 % ‚sehr wahrscheinlich‘) an einen Strategen verkaufen. Dies überrascht, da der strategische Investor durch den Einstieg in das Familienunternehmen Zugang zu allen wichtigen Daten und Informationen erhält. Dies könnte dazu führen, dass der strategische Investor Wissen und Erfahrungen für sein eigentliches Hauptunternehmen abzieht. Alternativ könnte der strategische Investor versuchen, Schritt für Schritt mehr Anteile an dem Familienunternehmen zu erwerben, ehe er es gänzlich erwirbt. Dadurch würde die Unternehmerfamilie etappenweise Einfluss und Mitspracherechte an dem Unternehmen verlieren. Der Finanzinvestor hingegen tritt meist nur als Kapitalgeber und Wachstumspartner in Erscheinung, welcher zusätzlich sein Kapital und Know-how zur weiteren Verbesserung des Unternehmens einbringt.

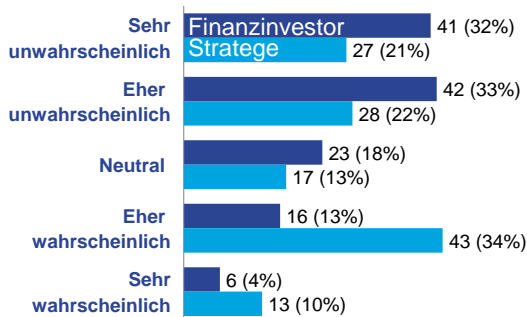


Abbildung 12: Szenario 1 (Minderheitsverkauf)

Das **Szenario 2 (EBIT-Marge unter dem Marktdurchschnitt)** zeigt, dass durch die in diesem hypothetischen Szenario angegebene schlechtere finanzielle Performance des Unternehmens die allgemeine Bereitschaft, das Familienunternehmen zu verkaufen, leicht steigt. Während in Szenario 1 noch 48 % der Befragten einen Mehrheitsverkauf an einen Finanzinvestor kategorisch ausschlossen, sind es in Szenario 2 nur noch 38 % der Befragten. Ein ähnliches Bild zeigt sich bei einem potenziellen Verkauf an einen strategischen Investor (27 % vs. 21 %).

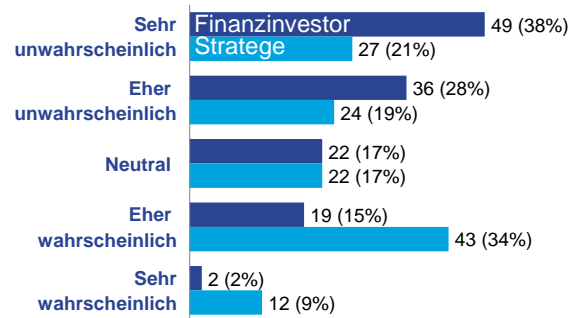


Abbildung 13: Szenario 2 (Mehrheitsverkauf)

Vergleichbar mit dem potenziellen Mehrheitsverkauf steigt auch beim potenziellen Minderheitsverkauf die Bereitschaft, das Familienunternehmen zu verkaufen, leicht an. Dies zeigt, dass gerade in wirtschaftlich turbulenten Zeiten ein (Teil-)Verkauf des Familienunternehmens für die Befragten infrage kommt. Gerade in schwierigen wirtschaftlichen Zeiten suchen Familienunternehmer:innen bei externen Investoren Unterstützung. Auf der einen Seite möchten sie Unterstützung zur Verbesserung der Liquidität, da der Zugang zu Bankkrediten, Schuldscheindarlehen etc. erschwert bzw. nur zu übersteuerten Zinssätzen möglich ist. Auf der anderen Seite benötigen sie inhaltliche Unterstützung, um die Krise zu überwinden.

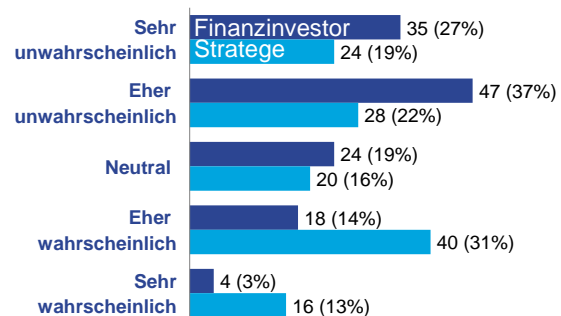


Abbildung 14: Szenario 2 (Minderheitsverkauf)

Nachdem sich in der Vignettenstudie eine klare Präferenz für den strategischen Investor als potenziellen Investor herauskristallisierte, wird dies in einer nachfolgenden Analyse bedingt bestätigt. Die Studienteilnehmer:innen mussten in Summe sieben vorgegebene Investorentypen nach deren Attraktivität ranken. Zur Auswahl standen: Industrieholding,

internationaler Private Equity Fonds, mittelständischer Private Equity Fonds, Multi Family Office, Single Family Office, strategischer Investor und Venture Capital Fonds. Hier entscheidet sich die Mehrheit der Befragten für Single Family Offices, Multi Family Offices oder den strategischen Investor als potenzielle Käuferkandidaten. Die Analyse zeigt deutlich, dass Familienunternehmer:innen insbesondere an Investorentypen verkaufen, die dem eigenen Unternehmen ähnlich sind. Sei es der strategische Investor oder aber ein Family Office - es wird oft darauf geschaut, ob sehr ähnliche Werte und Ansichten wie die Eigentümerfamilie(n) vertreten werden.

1. Single Family Office
2. Multi Family Office
3. Strategischer Investor
4. Mittelständischer PE Fonds
5. Industrieholding
6. Internationaler PE Fonds
7. Venture Capital Fonds

Abbildung 15: Ranking zu individuellen Investorentypen

*„Die Bandbreite innerhalb der Private Equity-Landschaft ist sehr groß. So gibt es bspw. große Unterschiede zwischen heimischen Fonds und ausländischen Fonds mit Büros in Deutschland. Es kommt z.B. für den Erfolg auch entscheidend darauf an, dass der Fonds zur Kultur des Unternehmens passt und erkennt, dass auch diese Faktoren wichtig für den gemeinsamen Erfolg sind.“*

(Deutsches Familienunternehmen)

Eine Analyse der potenziellen Beweggründe, das Familienunternehmen an einen Finanzinvestor zu verkaufen, zeigt, dass vor allem die Nachfolgeregelung und das Lösen von familieninternen Konflikten die Hauptauslöser sind. Vor allem im Bereich der Nachfolgeregelung kommt den Finanzinvestoren eine

Schlüsselrolle zu, denn eine(n) geeignete(n) Nachfolger:in zu finden wird von Jahr zu Jahr schwieriger. Laut Scheele (o. D.) von dem Portal *Deutsche Unternehmerbörse* kämpfen Mittelständler seit Jahren mit rückläufigen Zahlen bei den Personen, welche ein bestehendes Unternehmen fortführen wollen (sogenannte Übernahmegründer:innen). Während es vor rund 20 Jahren, im Jahr 2002, noch rund 200.000 solcher Übernahmegründer:innen gab, waren es vor rund 5 Jahren, im Jahr 2015, nur noch rund 62.000. Jedoch steigt die Anzahl der Unternehmen, welche einen Nachfolger suchen. Im Jahr 2018 suchten rund 620.000 Unternehmen in Deutschland einen Nachfolger, Tendenz steigend. Grund hierfür ist die voranschreitende Alterung in den Chefetagen.

### Zusammenfassung

Obwohl es in den letzten Jahren zu einer deutlichen Annäherung von Finanzinvestoren und Familienunternehmen gekommen ist, bevorzugen Familienunternehmer:innen bei dem Verkauf ihres Unternehmens nach wie vor ihnen ähnliche Käfertypen. Vor allem Family Offices und mittelständische Private Equity Fonds können hierbei punkten, da sie oftmals die Probleme und Herausforderungen deutscher Familienunternehmen am besten verstehen und den optimalen Zugang zu den Familienunternehmer:innen besitzen.

### Präferenzen bei der Wahl eines Finanzinvestors

Die Studie beleuchtet ebenfalls die Präferenzen von Familienunternehmer:innen, wenn es dazu kommt, in einem Verkaufsprozess mit drei finalen Übernahmeangeboten von Finanzinvestoren konfrontiert zu sein. Die Szenarien 3 und 4 stellen die Familienunternehmer:innen dabei vor die Wahl, an einen von drei Finanzinvestoren (A, B oder C) zu verkaufen. Dabei handelt es sich jeweils um einen vollständigen Verkauf (100 % der Unternehmensanteile).

Finanzinvestor A zahlt in dem Fall 15 % über dem erwarteten Firmenwert, wohingegen Finanzinvestor B 15 % weniger bezahlt als der erwartete Firmenwert. Die beiden unterscheiden sich zusätzlich grundsätzlich in ihrem Ruf und in ihrem weiteren Vorhaben mit dem Familienunternehmen. Finanzinvestor A strebt weitestgehend eine umfassende Restrukturierung des Unternehmens an. Finanzinvestor B hingegen würde das Unternehmen perspektivisch so weiterführen, wie es auch in der Vergangenheit durch die Familie getan wurde. Finanzinvestor C bezahlt den erwarteten Preis, jedoch ist keine Information über das Vorhaben bekannt.

Szenario 3 und 4 unterscheiden sich darin, dass Szenario 3 davon ausgeht, dass die Familie neben dem zu verkaufenden Unternehmen weitere unternehmerische Beteiligungen besitzt, während beim Szenario 4 davon ausgegangen wird, dass die Familie nur diese eine, nun zum Verkauf stehende, unternehmerische Beteiligung besitzt. Die teilnehmenden Personen konnten jeweils einen Verkauf an die Finanzinvestoren A, B oder C bewerten, indem sie auf die Frage „Wie hoch ist die Wahrscheinlichkeit, dass Sie Finanzinvestor A bzw. Finanzinvestor B oder C als Käufer in Betracht ziehen?“ mit 1 (,sehr unwahrscheinlich') bis 5 (,sehr wahrscheinlich') antworten. An diesem Abschnitt der Vignettenstudie haben insgesamt 116 Teilnehmende an zwei Szenarien teilgenommen.

Das **Szenario 3 (Verkauf des Familienunternehmens an Finanzinvestor; mit weiteren unternehmerischen Beteiligungen in der Familie)** zeigt deutlich, dass die befragten Familienunternehmen in zwei „Lager“ gespalten sind.

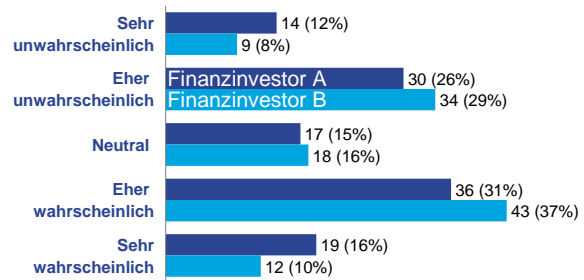


Abbildung 16: Szenario 3 - Finanzinvestor A vs. Finanzinvestor B; Familien mit weiteren unternehmerischen Beteiligungen (siehe Abb. 18 für Finanzinvestor C)

Auf der einen Seite wird ein höherer Kaufpreis befürwortet und somit legen von 47 % der Befragten eine Präferenz auf Finanzinvestor A. Diese bewerten die Wahrscheinlichkeit, Finanzinvestor A zu wählen, mit ‚eher wahrscheinlich‘ (31 %) oder ‚sehr wahrscheinlich‘ (16 %). Auf der anderen Seite scheint ein höherer Kaufpreis nicht ausschlaggebend zu sein, da das zweite Lager zu 38 % einen Verkauf an Finanzinvestor A ablehnt. Diese bewerten den Verkauf als ‚sehr unwahrscheinlich‘ (12 %) und ‚eher unwahrscheinlich‘ (26%). 15 % haben keine eindeutige Auswahl getroffen und stehen der Option, mehr als den erwarteten Kaufpreis zu erhalten aber an einen Finanzinvestor zu verkaufen, welcher deutliche Restrukturierungsmaßnahmen vornimmt, neutral gegenüber. Ebenfalls lässt sich die geteilte Meinung der Familienunternehmen feststellen, wenn man die Aussagen zu Finanzinvestor B mit einbezieht. 37 % lehnen einen Verkauf an diesen Investor ab (davon bezeichnen 8 % der Befragten den Verkauf als ‚sehr unwahrscheinlich‘ und die restlichen 29 % als ‚eher unwahrscheinlich‘). Demgegenüber stehen 47 % der teilnehmenden Familienunternehmer:innen, welche einen Verkauf an Finanzinvestor B bevorzugen (davon 37 %, die einen Verkauf an Finanzinvestor B als ‚eher wahrscheinlich‘ einschätzen, und 10 % als ‚sehr wahrscheinlich‘). Auch hier sind 16 % der Personen einem Verkauf an Finanzinvestor B unter den gestellten Bedingungen neutral eingestellt. Die Daten unserer Erhebung zeigen ebenfalls deutlich auf, dass die Personen, welche eine Präfe-



renz für den Verkauf an Finanzinvestor A haben, auch größtenteils die Personen sind, welche einen Verkauf an Finanzinvestor B ablehnen und vice versa.

Die hier gezeigten Erkenntnisse öffnen den Raum für Interpretationen. Der Preis wird häufig als Wertschätzung für die eigene Arbeit und das Lebenswerk gesehen. Grundsätzlich möchte jede Person den besten Preis für das Familienunternehmen erzielen, verständlicherweise jedoch nicht um jeden Preis. Eine umfassende Restrukturierung ist nicht zwingend negativ konnotiert. Vielen Familienunternehmer:innen fehlt für diese Maßnahme jedoch häufig das Know-how oder die Durchsetzungskraft. Diese Gruppe sieht in dem höheren Kaufpreis und der anstehenden Restrukturierung eine Win-win-Situation. So kann die Wertschätzung für das eigene Unternehmen gesteigert werden und beispielsweise die Zukunftsfähigkeit des Unternehmens nach dem Ausstieg der Familie durch umfassende strukturelle Anpassungen gesichert werden.

So erwähnen diese Familienunternehmer:innen vermehrt die folgenden positiven Punkte im Zusammenhang mit Finanzinvestoren:

- *„Zugang zu weiteren Ressourcen, insbesondere Liquidität und Finanzierung.“*
- *„KPIs und professionelles Management.“*
- *„Hilfreiches Optimierungswissen und Optimierungserfahrung.“*
- *„Professionalisierung der Unternehmensführung.“*
- *„Strategische und Finanzierungskompetenz zur weiteren Unternehmensentwicklung.“*
- *„Neue Perspektiven auf das Geschäft.“*

(Deutsche Familienunternehmen)

Einige Familienunternehmer:innen scheinen in einem Finanzinvestor weiterhin eine *Heuschrecke* zu sehen und vermeiden daher das höhere Kaufpreisangebot. Diejenigen Familienunternehmen, welche einen Finanzinvestor

weiterhin als Gefahr für das eigene Unternehmen einschätzen, stützen sich daher lieber auf die Offerte von Finanzinvestor B. Das unterdurchschnittliche Angebot des Finanzinvestors B kann für diese Familienunternehmer:innen dahingehend gerechtfertigt werden, dass der Investor zusichert, das Unternehmen nach der Vorstellung der Familie weiterzuführen. So erwähnen Familienunternehmer:innen vermehrt die folgenden negativen Punkte im Zusammenhang mit Finanzinvestoren:

- *„Überzogenes Profitdenken.“*
- *„Kapitalentzug und Kurzfristigkeit (keine strategische Weiterentwicklung, lediglich Finanzinteressen).“*
- *„Generelle Abneigung gegen Finanzinvestoren.“*
- *„Veräußerung an Finanzinvestor nur bei vollständigem Rückzug der Familie, da Anlagehorizont von PE und Familienunternehmen schwer zusammenpassen.“*
- *„Eventuell stehen rein finanzielle Interessen über der Sicherung des längerfristigen Bestandes der Unternehmung.“*
- *„Schlechter Ruf oder fehlender Fokus auf Unternehmenskultur.“*
- *„Vermutung, dass das Unternehmen nicht im Sinne der Familie weitergeführt wird.“*

(Deutsche Familienunternehmen)

Diese Erkenntnis lässt folgende Rückschlüsse zu: Nicht jede Unternehmerfamilie passt zu jedem Typen von Finanzinvestor. Ein erfolgreicher Verkauf kann vorzugsweise dann erzielt werden, wenn die unternehmerischen Werte von Familienunternehmen und Finanzinvestor weitestgehend übereinstimmen.

*„Das Wichtigste für uns war nicht, EUR 100.000 zusätzlich zu verdienen. Es war uns wichtig, dass das Unternehmen in guten Hän-*

*den ist und weiterhin gut geführt wird. Wir haben unglaublich viel Herzblut hineingesteckt. Meine Mutter wohnt heute noch in der Fabrik.“*  
(Deutsches Familienunternehmen)

Des Weiteren gibt es vermehrt die Situation, dass die emotionale Bewertung des Familienunternehmens zu einer überhöhten Kaufpreiserwartung führt. Dies ist besonders dann problematisch, wenn der verlangte Kaufpreis einen Verkauf unmöglich macht. Auch hier gilt es, realistische und marktgetriebene Bewertungen heranzuziehen, denn nur, wenn eine objektive Bewertung vorliegt, kann der angebotene Preis eines Finanzinvestors als fair und marktüblich oder als zu niedrig gedeutet werden. Dabei können neben firmeneigenen Bewertungen auch diejenigen von Intermediären hinzugezogen werden.

*„Es gibt Eigentümer:innen, die seit Jahren die Absicht haben, zu verkaufen. Wir sehen sie immer wieder auf dem Markt. Sie haben einfach eine bestimmte Preisvorstellung. Sie sagen, mein Unternehmen ist 20 Millionen wert, aber niemand bietet ihnen jemals eine Bewertung in dieser Höhe an.“*  
(Deutscher Finanzinvestor)

Das **Szenario 4 (Verkauf des Familienunternehmens an Finanzinvestor; ohne weitere unternehmerische Beteiligungen in der Familie)** zeigt, dass die befragten Personen im Durchschnitt einen Verkauf an Finanzinvestor B weniger befürworten als noch im vorherigen Szenario 3 (durchschnittliche Antwort von 2,9 in Szenario 3 im Vergleich zum Szenario 4 mit 3,1, d. h. die Präferenz, an Finanzinvestor B zu verkaufen, ist generell leicht gesunken). Im selben Zusammenhang steigt die Präferenz, an Finanzinvestor A zu verkaufen an (3,3 in Szenario 4 im Vergleich zum vorherigen Szenario 3 mit 3,1).

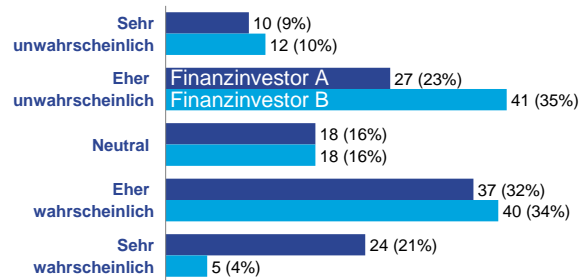


Abbildung 17: Szenario 4 - Finanzinvestor A vs. Finanzinvestor B; Familien ohne weitere unternehmerische Beteiligungen (siehe Abb. 18 für Finanzinvestor C)

Wenn es also keine weiteren unternehmerischen Beteiligungen der Familie gibt - wodurch das zum Verkauf stehende Familienunternehmen den Mittelpunkt der unternehmerischen Beteiligungen der Familienunternehmer:innen darstellt -, wird ein Verkauf an Finanzinvestor B tendenziell noch weniger befürwortet als noch in Szenario 3. Anders ausgedrückt: Bei einem maßgeblichen Verkauf der gesamten unternehmerischen Tätigkeit wird der gezahlte Preis zumindest geringfügig als wichtiger angesehen, als wenn lediglich eine von mehreren Beteiligungen veräußert wird.

Innerhalb der Antwortoptionen kommt es allerdings weiterhin zu den bereits vorher erkennbaren unterschiedlichen Lagern bei den Familienunternehmen. So gaben 32 % an, dass es unwahrscheinlich sei, Finanzinvestor A als Käufer in Betracht zu ziehen (davon 9 % „sehr unwahrscheinlich“ und 23 % „eher unwahrscheinlich“). 53 % befürworten jedoch einen Verkauf an diesen Investor (davon 32 % „eher wahrscheinlich“ und 21 % „sehr wahrscheinlich“). 16 % sind auch in diesem Fall unentschlossen. Im Vergleich dazu lehnen 46 % einen Verkauf an Finanzinvestor B ab (davon bewerten 10 % den Verkauf als „sehr unwahrscheinlich“ und 36 % als „eher unwahrscheinlich“). 38 % befürworten in diesem Szenario den Verkauf an Finanzinvestor B (34 % „eher wahrscheinlich“ und 4 % „sehr wahrscheinlich“). Auch hier sind 16 % der befragten Personen unentschlossen.

Die Gründe für die Ergebnisse sind denen aus Szenario 3 ähnlich. Familienunternehmer:innen sehen die anschließende Restrukturierung weiterhin entweder als große Chance oder aber als Gefahr für das Unternehmen. Dadurch, dass in Szenario 4 weitere Beteiligungen ausgeschlossen wurden, verstärkt sich die Präferenz für einen höheren Verkaufspreis leicht. Familienunternehmer:innen agieren nun, zumindest in gewissen Teilen, verstärkt preismaximierend. So geben einige Personen die folgende Einschätzung zu Finanzinvestoren ab:

- „Kein Vertrauen in Finanzinvestoren“
- „Fehlende Strategie“
- „Steigender kurzfristiger Druck auf viele Themen parallel“
- „Renditeorientierung überwiegt, meist wenig (soziale und ökologische) Innovationen“
- „Diametral gegensätzliches Ziel- und Wertesystem; keine gemeinsame Sprache“
- „[Für einen Finanzinvestor spricht] nichts außer einem potenziell hohen Verkaufspreis.“

(Deutsche Familienunternehmen)

Auch hier können die Gräben zwischen Familienunternehmen und Finanzinvestoren zum Teil noch gravierend sein. Wenn es um einen vollständigen Rückzug der Familie aus dem Unternehmen geht und die Familie keine weiteren Beteiligungen hat, dann ist häufig der Preis die ultima ratio, auch wenn die Ansichten mit dem Finanzinvestor nicht gänzlich übereinstimmen. Dennoch gibt es in solchen Fällen diejenigen Familienunternehmer:innen, welche weiterhin eine Chance in dem Verkauf erkennen. Dies haben auch Finanzinvestoren zum Teil erkannt, indem sie verstärkt auf die Bedürfnisse von Familienunternehmer:innen eingehen:

„Das schönste Gefühl ist, wenn wir eine Transaktion durchführen und der Eigentümermanager oder die Eigentümermanagerin sagt: Ich habe [den PE-Investor] nicht wegen des Preises gewählt, sondern trotz des Preises.“

(Deutscher Finanzinvestor)

Die Auswahl von **Finanzinvestor C (zahlt den gewünschten Preis, jedoch ohne weitere Informationen zur Intention während der Halteperiode)** zeigt, dass der Preis allein bei dem Verkauf an einen Finanzinvestor nicht das entscheidende Kriterium ist. Vielmehr interessieren sich die Familienunternehmer:innen für den Finanzinvestor und die Pläne, welcher dieser für das Familienunternehmen während der Halteperiode vorgesehen hat. So lässt sich in unserer Studie eine generelle Aversion gegen Finanzinvestor C feststellen. Dieser zahlt genau den erwarteten Preis, jedoch sind keine Informationen zum Investor und zur Intention während der Halteperiode bekannt. Die Ablehnung gegenüber Finanzinvestor C unterscheidet sich auch nicht maßgeblich zwischen den Szenarien 4 und 5. Die Mehrheit der befragten Familienunternehmer:innen bewerten den Verkauf an Finanzinvestor C als sehr unwahrscheinlich. So geben über 70 % an, nicht an C verkaufen zu wollen. Abbildung 18 zeigt hierbei die Antworten der Familienunternehmer:innen für die Auswahl von Finanzinvestor C sowohl in Szenario 3 als auch in Szenario 4.

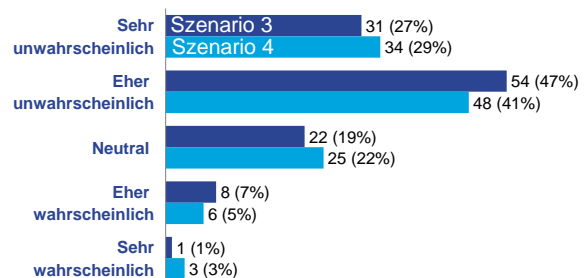


Abbildung 18: Szenario 3 (S3) vs. Szenario 4 (S4) zur Wahrscheinlichkeit, Finanzinvestor C als Käufer in Betracht zu ziehen

Im Anschluss an die Vignettenstudie wurde erfragt, welche Eigenschaften von Finanzinvestoren für Familienunternehmen besonders wichtig sind. Dabei haben 110 Familienunternehmer:innen jeweils insgesamt 100 Punkte zu vorgegebenen Charakteristiken von Finanzinvestoren verteilt. Abbildung 19 zeigt dabei die durchschnittliche Punktzahl pro möglicher Antwortoption:

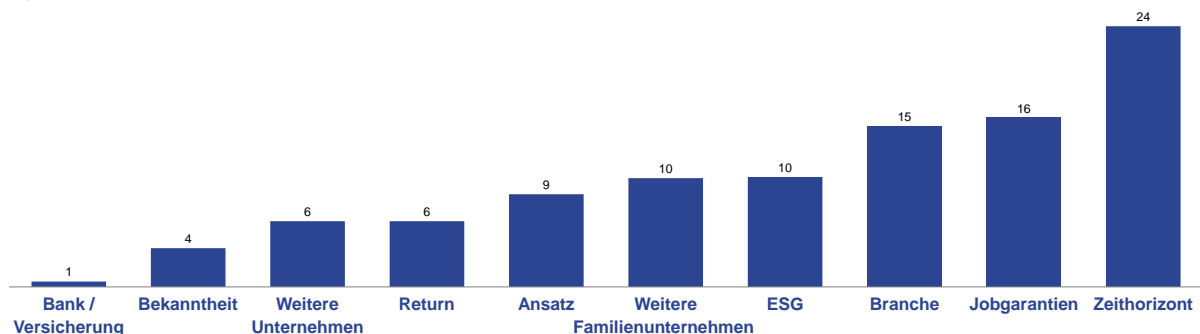


Abbildung 19: Wichtigkeit der Charakteristiken eines Finanzinvestors

Der Zeithorizont der Investitionen des Finanzinvestors (Ø 24 Punkte), Jobgarantien für Mitarbeiter und Mitarbeiterinnen (Ø 16 Punkte) und die Branchenspezifizierung (Ø 15 Punkte) bilden dabei die drei wichtigsten Elemente. Der Fokus auf ESG-Kriterien (Environmental, Social, Governance) des Finanzinvestors (Ø 10 Punkte) und weitere Familienunternehmen im Portfolio des Investors (Ø 10 Punkte) sowie der Investmentansatz des Investors (Ø 9 Punkte) bilden bei der Punkteverteilung die Mitte. Als am wenigsten wichtig bei dem Verkauf an einen Finanzinvestor schätzen unsere befragten Familienunternehmerinnen und Familienunternehmer die folgenden Elemente ein: Der finanzielle Return des Investors (Ø 6 Punkte), weitere namhafte Unternehmen im Portfolio des Investors (Ø 6 Punkte), die Bekanntheit des Investors (Ø 4 Punkte) und die Zugehörigkeit zu einer Banken- oder Versicherungsgruppe (Ø 1 Punkt).

*„Es gibt enorme Unterschiede in der strategischen Positionierung von PE-Investoren. Einige neigen dazu, konservativ zu sein und das Ziel des Familienunternehmens zu unterstützen; andere agieren sehr aggressiv, mit zu ehrgeizigen Wachstumszielen.“*  
(Deutsches Familienunternehmen)

Die Ergebnisse zeigen deutlich, dass auch bei der Entscheidung zum Verkauf an einen Finanzinvestor die familienunternehmensspezifischen Elemente eine überdurchschnittlich wichtige Rolle spielen. So wird besonderer Wert auf die Langfristigkeit der Investition gelegt sowie der Blick auf die Arbeitsplatzsicherung der Mitarbeiter:innen gerichtet. Des Weiteren ist zu beachten, dass auch ESG-Kriterien verstärkt in den Fokus der Familienunternehmen rücken. Weniger überraschend aber dennoch nennenswert ist, dass für die befragten Familienunternehmen die finanzinvestorspezifischen Elemente nur eine untergeordnete Rolle spielen. Bei der Auswahl eines Finanzinvestors werden verstärkt die Auswirkungen auf das eigene Unternehmen während der Halteperiode in Betracht gezogen. Diese Eindrücke sind gerade bei der Anbahnung von Gesprächen relevant, da die Gesprächspartner:innen erkennen müssen, welche Aspekte für Verkaufsgespräche wichtig sind und welche kaum Auswirkungen auf die Verhandlungen mit Familienunternehmer:innen haben werden.

### Zusammenfassung

Wenn sich Familienunternehmen in einem Verkaufsprozess mit Finanzinvestoren befinden, ist häufig der Preis nicht das alleinige Kriterium. Der Preis kann als ein notwendiges

Hygienekriterium für den Verkauf gesehen werden. Viel entscheidender sind die Pläne des Finanzinvestors. Für eine erfolgreiche Zusammenarbeit müssen sowohl der Finanzinvestor als auch das Familienunternehmen verstärkt das Gespräch suchen und Absprachen neben dem Verkaufspreis forcieren. Wenn die Familie keine weiteren unternehmerischen Beteiligungen hat, verstärkt sich die Präferenz, einen Finanzinvestor als Käufer zu selektieren, welcher einen höheren Kaufpreis bezahlt, jedoch das Unternehmen restrukturieren wird.

## Implikationen für die Praxis

Basierend auf den Erkenntnissen der quantitativen Studie und der durchgeführten Interviews fassen wir in dem letzten Kapitel die wichtigsten Implikationen für die Praxis zusammen.

### Die Verkaufsentscheidung

Wie bereits eingangs erwähnt, können entweder unternehmerische Gründe (z. B. Wachstum oder Turnaround) oder aber persönliche Gründe (z. B. Nachfolge oder Konflikt) zu dem Verkauf des Familienunternehmens führen. Der Verkaufsgrund und die Höhe der Bereitschaft, Unternehmensanteile abzugeben, bestimmen, ob es zu einem Mehrheitsverkauf oder zu einem Minderheitsverkauf kommt. Während Familienunternehmen oftmals Minderheitsverkäufe bevorzugen, um weiterhin eine tragende Rolle in dem Unternehmen zu spielen, präferieren Investoren Mehrheitsbeteiligungen, da sie das Risiko eingeschränkter Entscheidungsmacht bei Minderheitsbeteiligungen scheuen. Bei der Frage, ob eine Entscheidung für Minderheits- oder Mehrheitsverkauf getroffen wird, ist es besonders wichtig, Vertrauen bei dem Gegenüber zu schaffen, denn nur so ist die Basis gegeben, um aufseiten der Familienunternehmen einen Mehrheitsverkauf zu akzeptieren. Gleiches gilt bei einem Minderheitsverkauf auch für Finanzinvestoren. Nur wenn der Finanzinvestor

eine Vertrauensbasis aufgebaut hat, wird eine Minderheitsbeteiligung zustande kommen können. Durch gemeinsame Vereinbarungen, Regeln und eine strikte Governance kann dieses Vertrauen aufgebaut werden. So können Finanzinvestoren und Familienunternehmen gemeinsam die Entscheidung für einen Minderheits- oder Mehrheitsverkauf gestalten. Die Praxis zeigt, dass sowohl Minderheitsbeteiligungen als auch Mehrheitsbeteiligungen von (Finanz-)Investoren an Familienunternehmen von Erfolg gekrönt sein können.

### Mehrheitsbeteiligung

Wenn in mittelständischen Familienunternehmen Anteile verkauft werden, dann geht es meist um mehr als nur um wirtschaftliche Fragen: Es geht um die Fortsetzung von Erfolgsgeschichten, mit denen sich zahlreiche Menschen identifizieren. So auch in dem Fall der ROLKO Kohlgrüber GmbH, welche 2014 durch die Beteiligungsholding INDUS mehrheitlich erworben worden ist (INDUS, o. D.). Hauptgrund des Unternehmensverkaufes, wie so oft bei mittelständischen Familienunternehmen, war ein Nachfolgeproblem. Nach dem Mehrheitserwerb durch INDUS blieb der ehemalige Eigentümer für weitere zwei Jahre in der Geschäftsführung, um eine behutsame Überführung in die neue Unternehmenssäre sicherzustellen. Durch das zusätzliche Know-how und die zusätzlichen finanziellen Ressourcen konnte ROLKO die Internationalisierung weiter vorantreiben und sowohl den Umsatz und das Betriebsergebnis als auch die Anzahl der Mitarbeiter:innen kontinuierlich steigern.

### Minderheitsbeteiligung

Der Einstieg des schwedischen Private Equity Fonds EQT beim Prothesenhersteller Ottobock im Jahr 2017 gilt als Musterbeispiel für das Zustandekommen einer Beteiligung eines Finanzinvestors an einem deutschen Familienunternehmen (Kögler, 2017). EQT erwarb 20 % des deutschen Familienunternehmens, die übrigen 80 % der Unternehmensanteile verblieben in den Händen der Ei-

gentümerfamilie Näder. Seit dem Investoreneinstieg bei einer Unternehmensbewertung von rund 3,15 Milliarden Euro ist eine klare Wachstumsstrategie verfolgt worden. Beispielsweise ist der Beinprothesen-Hersteller Freedom Innovations zugekauft worden. Im Jahr 2019 ist erstmalig die Umsatzschwelle von einer Milliarde Euro erreicht worden (bei einem operativen Ergebnis von 191 Millionen Euro). Zurzeit wird an der Börsenfähigkeit von Ottobock gearbeitet, Finanzanalysten gehen dabei von einer Unternehmensbewertung von über 5 Milliarden Euro aus (Murphy & Telgheider, 2021).

*„In unserem Familienunternehmen ist seit über 20 Jahren ein Private Equity Fonds investiert und wir sind sehr zufrieden mit der Minderheitenbeteiligung.“*

(Deutsches Familienunternehmen)

Nichtsdestotrotz kann es zu Problemen und Verwerfungen zwischen alten und neuen Eigentümer:innen kommen.

*„Wenn mein Vater von langfristig spricht, meint er 40 Jahre, wenn jedoch ein Private Equity Investor von langfristig spricht, meint er die nächsten fünf bis sechs Jahre.“*

(Deutsches Familienunternehmen)

Vor allem in jenen Fällen, in denen Familienmitglieder operativ im Unternehmen verbleiben, kann es zu Unstimmigkeiten kommen, wenn sich die Entscheidungsfähigkeiten und Rollen der Familienunternehmer:innen verändern.

*„Sie konnten 50 Jahre lang tun, was Sie wollen, und plötzlich kommt jemand und trifft Entscheidungen.“*

(Deutsches Familienunternehmen)

Unter gewissen Umständen kann sich die strategische Ausrichtung des Finanzinvestors nach dem (Teil-)Kauf des Familienunternehmens ändern. Dies führt oftmals zu Konflikten

und Verwerfungen zwischen Finanzinvestoren und (ehemaligen) Familienunternehmer:innen.

*„Vor mehr als zehn Jahren verkaufte ein benachbartes Familienunternehmen eine Minderheitsbeteiligung an einen Private Equity Fonds. Aufgrund einer Umstrukturierung des Fonds selbst änderte sich auch die ursprünglich vereinbarte Strategie des Familienunternehmens signifikant. Schlussendlich fühlte sich die Eigentümerfamilie dazu gezwungen, die Anteile wieder (zu einem wesentlich höheren Preis) zurückzukaufen.“*

(Deutsches Familienunternehmen)

Um Problemen und Konflikten mit den neuen (Mit-)Eigentümer:innen vorzubeugen, sind vorab folgende vier Kernfragen zu klären:

- 1 Welche **Ziele** werden gemeinsam verfolgt?
- 2 Wo liegen die **Chancen** der Zusammenarbeit?
- 3 Welche **Risiken** können auftreten?
- 4 Welche **Regeln und Kriterien** sollen gelten?

Abbildung 20: Kernfragen vor einem Anteilsverkauf

## Die Auswahlkriterien

In den allermeisten Fällen stellt sich bei der Wahl des potenziellen Erwerbers die Frage, ob ein strategischer Investor oder ein Finanzinvestor der „bessere“ Partner wäre. Bei ersterem handelt es sich in der Regel um ein Unternehmen aus der gleichen oder zumindest aus einer ähnlichen Branche, welches strategisch vom Kauf des Zielunternehmens profitieren könnte. Dies kann dazu führen, dass strategische Investoren durch den Zukauf ihre Wertschöpfungskette erweitern und von Synergien profitieren. Neben einer vertikalen Erweiterung der Wertschöpfungskette können weitere Ziele des Käufers sein, den Marktanteil zu erhöhen, Schlüsseltechnologien zu erwerben oder das eigene Produktonsspektrum zu erweitern. Diese Faktoren werden von einem strategischen Investor -

neben der Ertragskraft des Zielunternehmens - in die Kaufentscheidung miteinbezogen. In der Regel ist eine Eingliederung des Akquisitionsoberjektes in die vorhandene Unternehmensstruktur vorgesehen. Im Unterschied dazu fokussieren sich Finanzinvestoren vor allem auf die Rendite ihres Investments. Typischerweise suchen sie Investitionsmöglichkeiten für eine begrenzte Dauer von drei bis sieben Jahren. Dabei stehen der prognosti-

zierte Cashflow, das erwartete Marktwachstum sowie die Wiederverkaufsmöglichkeit des Zielunternehmens im Vordergrund.

Ob ein strategischer Investor oder ein Finanzinvestor als Transaktionspartner besser geeignet ist, kann so einfach nicht gesagt werden, da dies von der individuellen Situation des Unternehmens und der Unternehmerfamilie abhängt.

|                  | STRATEGISCHER INVESTOR  | FINANZINVESTOR  |
|------------------|---|---|
| <b>Vorteile</b>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>Vergleichbarer operativer Planungszeithorizont</li> <li>Spezifisches Branchenwissen</li> <li>Preisflexibilität aufgrund von potenziellen Synergien</li> <li>Weiterverkauf des Unternehmens unwahrscheinlich</li> <li>Vergleichbare Unternehmenskultur</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>Professionalisierung des Unternehmens</li> <li>Geschwindigkeit in der Entscheidungsfindung</li> <li>Antizyklische Investitionstätigkeiten</li> <li>Know-how in Finanzierung &amp; Liquiditätsmanagement</li> <li>Wachstumspartner (v.a. bei Internationalisierungen)</li> </ul>        |
| <b>Nachteile</b> | <ul style="list-style-type: none"> <li>Oftmals Auflösung des ursprünglichen Unternehmens und Eingliederung in bestehende Strukturen</li> <li>Teilweise fehlende Flexibilität</li> <li>Eingeschränkte Bereitschaft für Minderheitskäufe</li> <li>Häufig direkter Wettbewerber als Investor</li> </ul>    | <ul style="list-style-type: none"> <li>Oftmals ist der Weiterverkauf des Unternehmens nach einer gewissen Periode Teil des Geschäftsmodelles</li> <li>Kurzfristigere Denkweise als Familienunternehmen</li> <li>Verstärkter Fokus auf finanzielle Kennzahlen</li> <li>Teilweise divergierende Unternehmenskulturen</li> </ul> |

Abbildung 21: Vor- und Nachteile eines Verkaufs an einen strategischen Investor oder einen Finanzinvestor aus der Sicht von Familienunternehmen

Basierend auf den Erkenntnissen der Studie lässt sich sagen, dass neben einem fairen Kaufpreis (34 %) vor allem ein transparenter Verkaufsprozess (28 %) und ein Verständnis für die Spezifika eines Familienunternehmens (18 %) die wichtigsten Gründe für Familienunternehmer:innen sind, das Unternehmen an einen Finanzinvestor zu verkaufen. Dies zeigt, dass der Kaufpreis zwar wichtig, aber nur eine von zahlreichen Komponenten ist. Wichtiger erscheinen weichere Faktoren, welche teilweise nur bedingt messbar sind. (Abbildung 22)

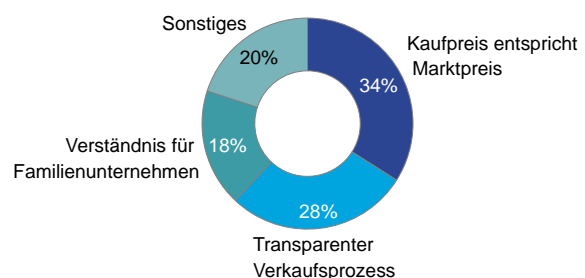


Abbildung 22: Gründe für die Veräußerung an einen Finanzinvestor

Ein ähnliches Bild zeigt sich in Abbildung 23, in der zusammengefasst wird, welche Gründe gegen die Veräußerung des Familienunternehmens an einen Finanzinvestor sprechen. Insbesondere das fehlende Verständnis für Familienunternehmen wird oftmals als Hauptgrund gegen eine Kooperation mit Finanzinvestoren genannt.

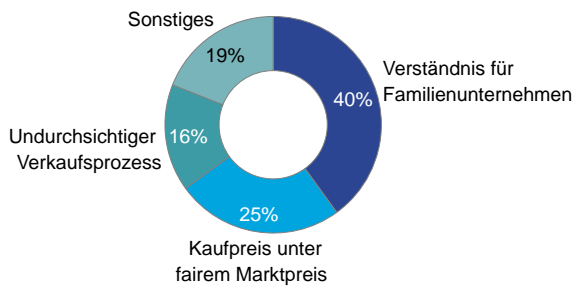


Abbildung 23: Gründe **gegen die Veräußerung** an einen Finanzinvestor

*„Wenn es um Private Equity Fonds geht, verspürt unser Familienunternehmen stets eine Leere, welche sich nur schwer in Worte fassen lässt. Werte und Kultur sind für uns von sehr hoher Bedeutung.“*

(Deutsches Familienunternehmen)

In den letzten Jahren ist es zu einer deutlichen Annäherung von Finanzinvestoren und Familienunternehmen gekommen. Das Bewusstsein über Finanzinvestoren als Kapitalgeber hat sich deutlich verbessert und die Grundskepsis der vergangenen Jahre ist einem durchaus positiven Grundverständnis gewichen (PricewaterhouseCoopers, 2017). Nichtsdestotrotz gilt es, dieses positive Bild weiter auszubauen und zu stärken. Wichtig ist hierbei aufseiten der Finanzinvestoren, das Verständnis für Familienunternehmen und deren Spezifika weiter auszubauen.

*„Insgesamt haben wir ein sehr positives Bild von Private Equity Fonds als den idealen Wachstumspartner, aber nicht als Exit-Partner. (...) Allerdings gibt es enorme Unterschiede bei der strategischen Positionierung von Fonds. Einige sind eher konservativ und unterstützen das Management bei ihren Zielen, wohingegen andere sehr aggressive und kaum erreichbare Wachstumsambitionen haben.“*

(Deutsches Familienunternehmen)

## Die Zusammenarbeit

Familienunternehmen auf der einen und Finanzinvestoren auf der anderen Seite - ist diese Zusammenarbeit bereits im Voraus

zum Scheitern verurteilt oder ist eine erfolgreiche Kollaboration unter gewissen Voraussetzungen möglich?

Während Finanzinvestoren oftmals einen kürzeren Investitionshorizont von drei bis sieben Jahren haben und das klare Ziel der Renditemaximierung verfolgen, zeichnen sich die meisten Familienunternehmen durch eine langfristige, generationenübergreifende Ausrichtung und eine hohe unternehmerische und gesellschaftliche Verantwortung aus. Dennoch kann der Einsatz von Private Equity Fonds sinnvoll sein, beispielsweise um das organische Wachstum zu unterstützen, Konkurrenten aufzukaufen, die eigenen liquiden Mittel zu stärken oder aber die Nachfolge extern zu regeln.

### Die Chance der unterschiedlichen Welten:

Familienunternehmen können von den Erfahrungen guter Finanzinvestoren in mehrfacher Hinsicht profitieren. Neben der eigentlichen Aufgabe als Eigenkapitalgeber können Finanzinvestoren als Sparringspartner dienen, welche mit ihrem großen Netzwerk und der langjährigen Erfahrung über verschiedene Unternehmen und Branchen hinweg in der Lage sind, dem (ehemaligen) Familienunternehmen finanziell und unternehmerisch unter die Arme zu greifen.

- 1 **Wahl des Finanzinvestors**—Investoren können sich signifikant hinsichtlich Haltedauer, Renditeerwartung und Einflussnahme auf das Unternehmen unterscheiden
- 2 **Anforderungsliste für Zusammenarbeit mit dem Finanzinvestor**—was verspricht/versprechen sich die Familie(n) von der Zusammenarbeit mit dem Investor?
- 3 **Gemeinsame Vision und Zielbild**—sodass das (ehemalige) Familienunternehmen den „Familiengedanken“ weiterträgt
- 4 **Regeln und Leitlinien in dem Gesellschaftsvertrag**—klare Regeln zu Einflussnahme und zum Ausstieg des Finanzinvestors (v.a. bei Minderheitsbeteiligungen wichtig)
- 5 **Andere Verträge mit dem Finanzinvestor**—beispielsweise Standortgarantien, Mitarbeitergarantien, mögliche Rückkaufoptionen etc.

Abbildung 24: Fünf Eckpfeiler der Zusammenarbeit von Familienunternehmen und Finanzinvestoren



*„Trotz der sozial-emotionalen Bindung an mein Unternehmen ist Private Equity eine legitime Wachstumsoption, welche in dem strategischen Entwicklungsprozess eines jeden Familienunternehmens früher oder später eine Rolle spielen sollte.“*

(Deutsches Familienunternehmen)

Neben den Gründen, die für oder gegen die Veräußerung an einen Finanzinvestor sprechen, wurden ebenfalls Daten darüber erhoben, welche Faktoren für oder gegen die Zusammenarbeit mit Finanzinvestoren sprechen. Unter Zusammenarbeit verstehen wir die Zusammenarbeit sowohl nach einem Minderheitsverkauf als auch nach einem Mehrheitsverkauf. Die Familie kann sich dadurch auch nach einem (Teil-)Verkauf weiterhin im Unternehmen engagieren, zum Beispiel im Beirat oder im Management. Dadurch wird das Unternehmen durch die Expertise von Finanzinvestoren, aber zugleich auch durch die langjährige und tiefgreifende Erfahrung der Familienunternehmer:innen gestützt.

Wenn die Zusammenarbeit zwischen Finanzinvestoren und Familienunternehmen in den Fokus der Analyse gerückt wird, werden besonders zwei Punkte deutlich bemängelt: einerseits das fehlende Verständnis für die individuellen Bedürfnisse von Familienunternehmen durch Finanzinvestoren (32 %) und andererseits fehlendes Markt- und Branchenwissen (26 %).

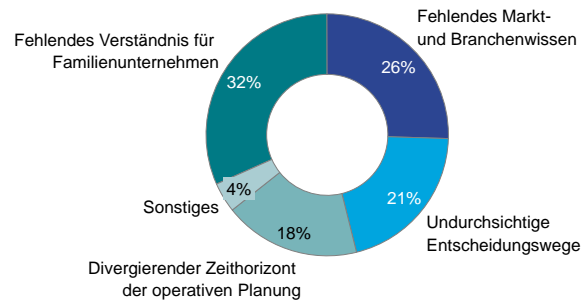


Abbildung 25: Gründe **gegen die Zusammenarbeit mit einem Finanzinvestor**

Betrachtet man die Faktoren, die für eine Zusammenarbeit mit einem Finanzinvestor sprechen, wird vor allem das große Markt- und Branchenwissen von Finanzinvestoren wertgeschätzt und als Hauptgrund für eine Zusammenarbeit angegeben (49 %).

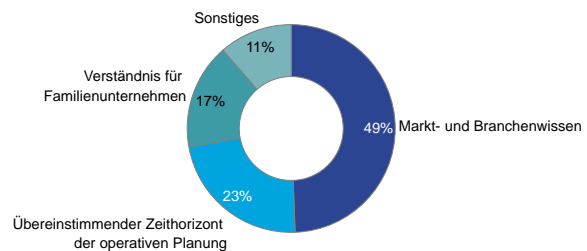


Abbildung 26: Gründe **für die Zusammenarbeit mit einem Finanzinvestor**

## Zusammenfassung

Finanzinvestoren können für Familienunternehmen eine echte Finanzierungsalternative sein, die den unternehmerischen Handlungsspielraum signifikant erweitern und beiden Seiten einen deutlichen Mehrwert bieten. Entscheidend ist, dass sich beide Seiten auf ihre individuellen Stärken besinnen und eine gemeinsame Basis für eine vertrauensvolle Zusammenarbeit schaffen. Wichtig ist zudem, die Eckpfeiler der Partnerschaft vertraglich zu regeln, um Konflikte bereits im Voraus zu vermeiden. Auf dieser Grundlage können sich Familienunternehmen und Finanzinvestoren den Status Freundschaft statt Feindschaft erarbeiten. Der Finanzinvestor muss zum Familienunternehmen passen und die Rahmenbedingungen des (Teil-)Verkaufs müssen transparent gemacht werden. Durch Finanzinvestoren kann das Familienunternehmen wichtiges Wissen aufnehmen und damit sowohl schwierige Zeiten im Unternehmen durchstehen als auch Wachstum finanzieren und gegebenenfalls die (externe) Nachfolge regeln.

## Quellenverzeichnis

Achleitner A.-K., Schraml S. C., Tappeiner F. (2008): Private Equity in Familienunternehmen. Erfahrungen mit Minderheitsbeteiligungen. München: Stiftung Familienunternehmen.

Berrone, P., Cruz, C. & Gomez-Mejia, L. R. (2012): Socioemotional Wealth. In: Family Firms: Theoretical Dimensions, Assessment Approaches, and Agenda for Future Research. Family Business Review, 25(3): 258–279.

Bierl, P. A., Schickinger, A., Leitterstorf, M. P., Kammerlander, N. (2018): Family Office, Family Equity und Private Equity - Unternehmerisches Investieren und generationsübergreifendes Unternehmertum. Vallendar: WHU, Institut für Familienunternehmen.

Chua J. H., Chrisman J. J. & Sharma, P. (1999): Defining the family business by behavior. Entrepreneurship: Theory and Practice, 23: 19–39.

Dawson, A. (2011): Private equity investment decisions in family firms: The role of human resources and agency costs. Journal of Business Venturing, 26(2): 189–199.

Die Deutsche Wirtschaft (2021): Ranking der 10.000 größten Familienunternehmen.

Gómez-Mejía, L. R., Haynes, K. T., Núñez-Nicke, I. M., Jacobson, K. J. L., Moyano-Fuentes, J. et al. (2007): Socioemotional wealth and business risk in family-controlled firms: Evidence from Spanish Olive Oil Mills. Administrative Science Quarterly, 52(1): 106–137.

Habberson, T. G. & Williams, M. L. (1999): A resource-based framework for assessing the strategic advantages of family firms. Family Business Review, 12 (1): 1–25.

INDUS. (o. D.). ROLKO: Eine erfolgreiche Unternehmensnachfolge, <https://indus.de/erfolgs-geschichte/rolko-eine-erfolgreiche-unternehmensnachfolge/> [03.10.2021]

Kammerlander, N. (2021). Unternehmensnachfolge im Mittelstand. Vallendar: WHU, Institut für Familienunternehmen.

Kögler, A. (2017). EQT steigt bei Familienunternehmen Otto Bock ein. FINANCE-Magazin. <https://www.finance-magazin.de/deals/ma-deals/eqt-steigt-bei-familienunternehmen-otto-bock-ein-34617/> [26.07.2017]

Lumpkin, G. T. & Brigham, K. H. (2011): Long-term orientation and intertemporal choice in family firms. Entrepreneurship Theory and Practice, 35 (6): 1149–1169.

Murphy, M. & Telgheder, M. (2021): Ottobock: Die Medizintechnikfirma möchte an die Börse gehen. Handelsblatt. <https://www.handelsblatt.com/unternehmen/mittelstand/familienunternehmer/prothesenhersteller-banken-buhlen-um-den-milliarden-boersengang-von-otto-bock/27452016.html?ticket=ST-6982076-aQ91BqaB4n14nEnREceb-ap3> [03.10.2021]

PricewaterhouseCoopers (2017): Private Equity in Familienunternehmen. Der Beginn einer wunderbaren Freundschaft? PricewaterhouseCoopers

Richards, M., Kammerlander, N. & Zellweger, T. (2019): Listening to the heart or the head? Exploring the „willingness versus ability“ succession dilemma. *Family Business Review*, 32(4): 330–353.

Scheele, M. (o. D.): Deutschlands Firmen haben ein Nachfolgeproblem, ein gewaltiges. Deutsche Unternehmerbörse. Abgerufen am 4. Oktober 2021, von <https://www.dub.de/unternehmensboerse/nachfolge/deutschlands-firmen-haben-ein-nachfolgeproblem-ein-gewaltiges/>

Schickinger, A., Leitterstorf, M. P. & Kammerlander, N. (2018): Private equity and family firms: A systematic review and categorization of the field. *Journal of Family Business Strategy*, 9(4): 268–292.

Stiftung Familienunternehmen (2019): Die volkswirtschaftliche Bedeutung der Familienunternehmen (Vol. 5. Auflage). Stiftung Familienunternehmen.

## Über das Institut für Familienunternehmen und Mittelstand



Das Institut für Familienunternehmen und Mittelstand der WHU (ifbm@WHU) ist ein Vordenker im Bereich der Familienunternehmen und des Mittelstandes. Wir sind ein engagiertes Team von Wissenschaftlern und Praktikern und untersuchen verschiedene Aspekte von Familienunternehmen, Hidden Champions sowie kleinen und mittleren Unternehmen. Unsere aktuellen Forschungsprojekte zielen beispielsweise darauf ab, unser Verständnis von Innovation, Führung und Mitarbeiterzufriedenheit, Nachfolge, Untätigkeit, Geschäftsethik und Finanzierung von Familienunternehmen sowie Family Offices zu vertiefen.

Wir führen einen kontinuierlichen Dialog mit Unternehmen aus der Praxis und diskutieren die dabei gewonnenen Erkenntnisse, um sie in Wissenschaft und Praxis zu übertragen und zu erweitern. Unser Ziel ist es, auf regionaler, nationaler und internationaler Ebene positive Wirkungen für Familienunternehmen sowie kleine und mittlere Unternehmen zu erreichen.

[www.campus-for-family-business.com](http://www.campus-for-family-business.com)

## Über POELLATH

# POELLATH +

POELLATH ist eine marktführende international tätige Wirtschafts- und Steuerkanzlei mit mehr als 150 Anwälten und Steuerberatern in Berlin, Frankfurt und München. Wir stehen für High-End-Beratung zu Transaktionen und Asset Management. Wir bieten Recht und Steuern aus einer Hand. In unseren ausgewählten und hoch spezialisierten Praxisgruppen kennen wir nicht nur das Recht, sondern prägen gemeinsam mit unseren Mandanten die Best Practice im Markt. Nationale und internationale Rankings listen unsere Berater regelmäßig als führende Experten ihres Fachgebietes.

Umfassende Beratung und Service bieten wir in folgenden Bereichen: Mergers & Acquisitions | Private Equity | Venture Capital | Private Funds | Immobilientransaktionen | Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht | Finanzierungen | Steuerrecht | Nachfolge und Vermögen | Stiftungen und Non-Profit-Organisationen | IP/IT-, Vertriebs- und Kartellrecht | Prozessführung und Schiedsverfahren.

### Besuchen Sie uns

auf [www.pplaw.com](http://www.pplaw.com) oder auf dem POELLATH [LinkedIn-Profil](#).



### Wo Sie uns finden

POELLATH Berlin  
Potsdamer Platz 5  
10785 Berlin

POELLATH Frankfurt a. M.  
An der Welle 3  
60322 Frankfurt a. M.

POELLATH München  
Hofstatt 1 (Eingang: Färbergraben 16)  
80331 München