

Themen in dieser Ausgabe:

Faktoren einer erfolgreichen Unternehmensnachfolge in Familienunternehmen	6
Investieren im Zeitalter von Big Data	13
Schweizer Unternehmen als Käufer deutscher Familiengesellschaften	18
Nachhaltige Investition in Agrarland	22
„Reiche Familien“ als Partner mittelständischer Unternehmen	26
Inhaberkontrolliert läuft's besser	30
Entgeltliche familiäre Nachfolgeregelung durch Nießbrauch oder Leibrente	42



Unternehmensbeteiligungen als Ergänzung zur Anlage am Kapitalmarkt

Vermögende Privatanleger, Family Offices oder Stiftungen investieren zunehmend in Unternehmensbeteiligungen, um ihr Vermögen weiter zu diversifizieren und das Risiko-Rendite-Profil des Gesamtportfolios zu verbessern.



Dipl.-Kffr. **Britt Niggemann**, Niggemann & Partner GmbH
b.niggemann@ifwniggemann.de

Nicht nur wegen der aktuellen Niedrigzins-Phase, sondern auch aus Gründen der Risikostreuung haben vermögende Familien zunehmend Interesse an Unternehmensbeteiligungen als Kapitalanlage. Diese Be-

teiligungen werden auch als „Private Equity“ oder „Family Equity“ bezeichnet, da sie im Unterschied zu Aktien börsennotierter Unternehmen („Public Equity“) nicht an standardisierten Börsen handelbar sind.

» Fortsetzung auf Seite 2



Verschiedene Studien belegen das Interesse an unternehmerischen Beteiligungen sowohl von Family Offices, die teilweise dreistellige Millionenbeträge in Unternehmensbeteiligungen anlegen, als auch von Privatinvestoren, die weniger als 1 Mio. EUR einsetzen. Abhängig von der Höhe des Kapitaleinsatzes existieren verschiedene Anlageoptionen:



Direktbeteiligungen

Der Investor beteiligt sich direkt an Unternehmen, nimmt ggf. Einfluss auf die Unternehmensstrategie und überwacht die Unternehmensführung. In dieser Konstellation werden die Unternehmen häufig gemeinsam mit Führungskräften erworben. Die Führungskräfte, die in der Regel auch selbst investieren, übernehmen die operative Verantwortung. Die gesellschaftsrechtliche Unternehmensführung erfolgt gemeinschaftlich.

Direktbeteiligungen sind mit einem hohen Prüfungs- und Kontrollaufwand verbunden. Aufgrund des Aufwands bei Investition und Überwachung sowie von limitierten finanziellen Mitteln ist die Diversifikation eines solchen Private Equity Portfolios i. d. R. gering.

Direktbeteiligungen eignen sich insbesondere für Anleger, die einerseits über die finanziellen Mittel und andererseits über das Fachwissen verfügen, die für die Prüfungsprüfung, -durchführung und -kontrolle erforderlich sind.

Club Deals

Investoren in Club Deals sind vermögende und häufig unternehmerisch erfahrene Privatpersonen und Family Offices, die gemeinsam ein Unternehmen oder eine Unternehmensbeteiligung kaufen. Sie poolen ihre Eigenmittel und teilen Kosten und Risiken der Beteiligung. 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.

Bei Direktbeteiligungen und Club Deals ist die Beteiligungsdauer häufig zeitlich nicht befristet, und es gibt keine Verpflichtung zum „Exit“. Typische Zielunternehmen sind mittelständische Familiengesellschaften, die eine Nachfolgesituation lösen möchten oder Wachstumskapital benötigen. Diese mittelständischen Unternehmen sind entweder zu klein für Private Equity Fonds oder bevorzugen langfristige Investoren, die spezielles Know-how und Netzwerke einbringen können.

Club Deals sind bei vermögenden Privatpersonen und Family Offices beliebte Instrumente, da Kapitaleinsatz und Risiko auf mehrere Investoren verteilt werden und sich der Investor leichter ein diversifiziertes Beteiligungsportfolio aufbauen kann. Wird die Prüfungsprüfung, Transaktionsstrukturierung und ggf. Fremdfinanzierung durch eine Managementgesellschaft übernommen, kann der Investor von der fachlichen Kompetenz dieser Gesellschaft profitieren. Die Managementgesellschaft kann auch die laufende Überwachung und Berichterstattung über die Portfoliounternehmen erledigen, sodass der Investor zeitlich entlastet, aber dennoch gut über die Unternehmensentwicklung informiert wird. Über Beiratsmandate oder über Zustimmungspflichten der Gesellschafter bei definierten unternehmerischen Entscheidungen ist ein gewisser Einfluss auf die Unternehmensstrategie möglich.

Fondslösungen

Für Investoren, die sich nicht mit der Identifikation, Prüfung und Überwachung einzelner Beteiligungen beschäftigen möchten, eignen sich Fondslösungen.

Private Equity Fonds

Der Anleger kauft Anteile an einem Private Equity Fonds, welcher i. d. R. in 5-20 Unternehmen investiert und dadurch das Risiko auf mehrere Unternehmen streut. Da es ein professionelles Fondsmanagement gibt, muss sich der Investor nicht mit der Identifikation, Prüfung, Erwerb, Finanzierung und Überwachung der Portfoliounternehmen beschäftigen.

Private Equity Dachfonds

Der Anleger erwirbt Anteile an einem Private Equity Dachfonds, der wie-



derum in ca. 3-5 Private Equity Fonds investiert. Der Anleger kann mit einem relativ kleinen Betrag in viele Zielfonds mit unterschiedlichen Investitionsschwerpunkten investieren und einen sehr hohen Diversifikationsgrad erreichen.

Private Equity Fonds und Private Equity Dachfonds 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.

Private Equity Fonds und Private Equity Dachfonds sind geeignet für Investoren, die aus Gründen der Risikostreuung oder Renditeerwartung Unternehmensbeteiligungen erwerben möchten, aber eine Beteiligung am Investitionsprozess und Mitgestaltung der Unternehmensentwicklung nicht wünschen. Sie vertrauen auf das Fondsmanagement bei Auswahl, Erwerb und Überwachung der Unternehmensbeteiligungen.

Crowdfunding

Ein relativ neues Segment ist das Crowdfunding. Hierbei handelt es sich um die Finanzierung von Unternehmen über webbasierte Plattformen, die als Intermediäre zwischen Investoren und Unternehmen fungieren. Investoren sind vor allem Privatpersonen, die mit sehr geringen Beträgen in ein Projekt investieren. Verbreitet ist die Kapitalbereitstellung als partiarisches Darlehen mit qualifizierter Rangrücktrittsklausel. Statt oder neben einer festen Verzinsung für die Darlehensüberlassung wird eine variable Verzinsung vereinbart, die sich am Gewinn, Umsatz oder Verkaufserlös bei einem Exit orientiert. Beteiligungen werden auch als Genussschein oder stille Beteiligung angeboten.

Das Crowdfunding unterliegt dem Kleinanlegerschutzgesetz (KlAnlSchG). Für die Emittenten gibt es aber Erleichterungen; so ist ein Prospekt bei einer Emission bis 2,5 Mio. EUR Emissionsvolumen nicht vorgeschrieben. Privatanleger dürfen jedoch nicht mehr als 10.000,00 EUR je Emission zeichnen. Diese Obergrenze entfällt für professionelle Investoren.

Zielgruppe beim Crowdfunding sind Kleinanleger, die sich mit geringen Beträgen an den Perspektiven von (jungen) Unternehmen beteiligen und attraktive Renditen erzielen möchten. Aufgrund der geringen Investitionssummen ist es dem Anleger möglich, sich ein breit diversifiziertes Portfolio aufzubauen. Von Experten wird auf das hohe Ausfallrisiko hingewiesen. Deshalb sollte Crowdfunding nur von Anlegern genutzt werden, die einen Totalausfall verkraften können.

Börsennotierte Beteiligungsgesellschaften

Der Vollständigkeit halber soll erwähnt werden, dass auch Beteiligungen über börsennotierte Beteiligungsgesellschaften möglich sind, indem Aktien dieser Gesellschaften erworben werden. Der Börsenkurs richtet sich

jedoch nach Angebot und Nachfrage und nicht notwendigerweise nach dem tatsächlichen Wert des zugrunde liegenden Portfolios.

Kostenaspekte

Für die Beteiligung an Unternehmen und deren fortlaufende Überwachung fallen nicht unerhebliche Kosten an.

Direktbeteiligungen und Club Deals

Bei Direktbeteiligungen entstehen nennenswerte Kosten für die Prüfung der Beteiligungsmöglichkeiten, z. B. durch den Einsatz von Wirtschaftsprüfern oder Rechtsanwälten für die Due Diligence und Vertragsgestaltung. Auch die laufende Überwachung der Unternehmen verursacht Kosten, die vom Kontrollumfang und dem persönlichen Einsatz des Investors (z. B. als Beiratsmitglied) abhängig sind.

Club Deals werden über ein Investment-Vehikel strukturiert. Die Beteiligungsführung erfolgt häufig über eine separate Managementgesellschaft, die für ihre Leistungen bei der Beteiligungsidentifizierung und -prüfung sowie für das laufende Controlling Honorare berechnet. Die Kosten für die Leistungen der Managementgesellschaft liegen bei etwa 1,5 % p. a. des investierten Kapitals sowie einer Erfolgsbeteiligung in Höhe von 15-20 % des Nettoergebnisses.

Private Equity Fonds und Private Equity Dachfonds

Einmalige Kosten entstehen bei den Fonds durch die Investitions- und Vermittlungskosten der Private Equity Gesellschaft. Diese Kosten erreichen bis zu 15 % des Investitionsvolumens. Zusätzlich können Ausgabeaufschläge anfallen. Laufende Kosten verursacht das Fondsmanagement: bei Private Equity Dachfonds ca. 0,75-1,5 % p. a. und bei Einzelfonds ca. 1,5-2,0 % p. a. des Fondsvermögens sowie ggf. eine Erfolgsbeteiligung („Carried Interest“) von 10-20 % bei Erreichen einer definierten Verzinsung („Hurdle Rate“). Die prozentuale Managementgebühr ist umso höher, je kleiner das Fondsvolumen ist.

Berücksichtigt man den Aufwand, den der Investor für die Investitionsleistung betreiben müsste, sind die Gebühren bei guten Managern gerechtfertigt. Erfahrene Investmentmanager verfügen über einen umfangreichen Marktüberblick, Investmenterfahrung und Zugang zu attraktiven Firmen bzw., im Fall von Dachfonds, Kontakt zu guten Fondsmanagern. Die breite Streuung der Renditen von Private Equity Fonds zeigt, welchen Mehrwert gute Beteiligungsmanager schaffen können.



Crowdfunding

Für den Anleger entstehen i. d. R. keine direkten Kosten für den Beteiligungserwerb. Die meisten kapitalsuchenden Unternehmen verzichten auf Agios. Allerdings entstehen dem kapitalsuchenden Unternehmen Kosten im Zusammenhang mit der Kapitalbeschaffung durch (rechtliche und steuerliche) Beratung, Erstellung von Prospekten und weiteren Informationen für die Anleger. Darüber hinaus erhält die Plattform ein Honorar in Höhe von 5-10 % der eingeworbenen Summe.

Renditeerwartung

Private Equity Renditen sind nicht so leicht zu ermitteln wie Aktien- oder Anleiherenditen. Private Equity Gesellschaften berichten i. d. R. nur quartalsweise, und die Firmenbewertungen in den Quartalsberichten spiegeln nicht unbedingt die tatsächlichen Firmenwerte wider. Langfristig anlegende Investoren können niedrige Bewertungen am Kapitalmarkt „aussitzen“ und mit der Gewinnrealisierung warten, bis die Bewertungen wieder attraktiver sind. Dadurch entsteht ein zeitlicher Spielraum bei der Gewinnrealisierung, der die Gesamrendite einer Investition erheblich beeinflussen kann.

Den regelmäßigen Analysen der Beratungsgesellschaft Cambridge Associates ist zu entnehmen, dass mit Private Equity Anlagen über einen Zeitraum von 10 und mehr Jahren höhere Renditen zu erzielen waren als mit Aktieninvestitionen:

Der Global Buyout & Growth Equity Index berücksichtigt die Renditen von rund 1.800 Buy-out- und Wachstums-Private Equity Fonds weltweit. Die Rendite wird nach Abzug von Gebühren und Kosten ermittelt. Der Vergleich mit Renten- und Aktienindices zeigt, dass bereits ab einem Anlagezeitraum von 5 Jahren mit Private Equity eine höhere Rendite als am Aktien- oder Rentenmarkt erzielt werden konnte. Im 10-Jahresvergleich konnte im Durchschnitt mit Private Equity eine Rendite von 12,7 % p. a. erzielt werden, während der europäische Aktien abbildende MSCI Europe nur einen Wertzuwachs von 6,9 % p. a. verzeichnete.

Auch eine andere Überlegung verdeutlicht die Attraktivität von Unternehmensbeteiligungen unter Renditeaspekten: Werden Unternehmensbeteiligungen auf der Bewertungsbasis des 7-fachen Gewinns erworben, ergibt sich eine Rendite von gut 14 % p. a. Selbst wenn die Unternehmensgewinne halbiert werden, liegt die Rendite mit ca. 7 % p. a. immer noch auf Höhe der Rendite, die an den organisierten Kapitalmärkten langfristig erreicht wird. Allerdings fehlt es bei Einzelbeteiligungen häufig an der Risikodiversifizierung. Deshalb bevorzugen viele Investoren Club Deals, die bei gleichem Kapitaleinsatz die Übernahme mehrerer Beteiligungen ermöglichen.

Fazit

Vermögende Privatanleger, Family Offices oder Stiftungen investieren zunehmend in Unternehmensbeteiligungen, um ihr Vermögen weiter zu diversifizieren und das Risiko-Rendite-Profil des Gesamtportfolios zu verbessern. Im Gegensatz zu börsennotierten Aktien sind Direktbeteiligungen eine außerbörsliche Kapitalanlage, bei denen die Entwicklung

	Renditen p.a.				
	1 Jahr	5 Jahre	10 Jahre	15 Jahre	20 Jahre
Global Buyout & Growth Equity Index	8,2 %	14,2 %	12,7 %	10,7 %	13,3 %
Barclays Capital Government Bond Index (Rentenindex)	5,9 %	4,8 %	5,0 %	5,7 %	6,1 %
MSCI Europe (Europäische Aktien)	22,0 %	11,4 %	6,9 %	2,5 %	8,6 %
Dow Jones Index (US-Aktien)	10,6 %	13,2 %	8,2 %	5,8 %	10,0 %
MSCI Emerging Markets Index (Aktien Schwellenländer)	0,8 %	2,1 %	8,8 %	7,4 %	6,8 %

Stand: 31.03.2015

Quelle: Cambridge Associates



des Unternehmens selbst im Mittelpunkt steht und nicht deren Börsenbewertung. Unternehmensbeteiligungen haben aus Sicht des Investors Vor- und Nachteile:

Direktbeteiligungen und Club Deals

Vorteile

- 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

Nachteile

- 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

Private Equity Fonds

Vorteile

- breite Streuung reduziert das Ausfallrisiko
- professionelle Betreuung: Anleger muss sich nicht mit Beteiligungserwerb und laufender Überwachung beschäftigen
- geringere Volatilität als Aktienanlagen

Nachteile

- 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

Unternehmensbeteiligungen sind nur dann erfolgreich, wenn die gekauften Unternehmen attraktive Erträge erwirtschaften. Deshalb sollten Beteiligungen sorgfältig geprüft und beobachtet 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. Will der Investor nicht selbst im Investitionsprozess aktiv werden und an der strategischen Entwicklung der Beteiligungsunternehmen mitwirken, ist der Kauf von Anteilen an Private Equity Fonds eine Option, da das Fondsmanagement die Investment-, Controlling- und Berichtsaufgaben übernimmt.