



BLÄTTCHEN & PARTNER AG

CORPORATE FINANCE ADVISORS

Was **Family Offices** bei
Unternehmensbeteiligungen
besser machen können

Dr. Konrad Bösl | Gebhard Meier

München | Zürich

November 2015

Übersicht

Einführung	03
Executive Summary	06
Studiendesign	08
Beteiligungsstrategie	11
Personelle Ressourcen	17
Informationsstand	21
Empfehlungen	25

Einführung

Unternehmensbeteiligungen von Family Offices

Die Zahl der Family Offices¹⁾ hat in den letzten Jahren deutlich zugenommen und gleichzeitig hat sich das Anlageverhalten geändert. Lag früher der Investitionsfokus nahezu ausschließlich auf Immobilien, börsennotierten Werten und Edelmetallen, so beteiligen sich seit einigen Jahren Family Offices zunehmend an nicht börsennotierten Unternehmen. Damit ergänzen sie ihre Vermögensdiversifikation um eine weitere Assetklasse und entwickeln sich mehr und mehr zu einer wichtigen Eigenkapitalsäule insbesondere für mittelständische Unternehmen.

Für den Fall, dass mittelständische Unternehmen ihre Eigenkapitalbasis verstärken wollen oder müssen, gelten Family Offices vielfach als der bevorzugte externe Investor. Die Gründe sind vielfältig.

Family Offices

- sind langfristige Investoren
- gehen vielfach Minderheitsbeteiligungen ein
- nehmen grundsätzlich keinen Einfluss auf das operative Geschäft
- haben meist einen unternehmerischen Hintergrund
- stehen auch in schwierigen Situationen mit ruhiger Hand zum Unternehmen.

Die Beteiligung an nicht börsennotierten Unternehmen erfordert von einem Family Office ein anderes Vorgehen und andere Strukturen als sie bei den bisherigen Vermögensanlagen notwendig waren. Aus der Zusammenarbeit mit einer Vielzahl von Family Offices haben wir festgestellt, dass das Eingehen von Unternehmensbeteiligungen bei Family Offices sehr unterschiedlich vorbereitet und umgesetzt wird.

1) Ein Family Office ist quasi der institutionelle Rahmen für die Vermögensverwaltung einer außerordentlich vermögenden Privatperson, so genannter Vermögensträger. Family Offices gibt es in verschiedenen Gestaltungsvarianten von Single Family Offices (ein Vermögensträger) bis zu Multi Family Offices (Bündelung mehrerer Vermögensträger unter dem Dach einer professionellen Vermögensverwaltung) und Mischformen (Kombination eines oder mehrerer Vermögensträger mit einer Bank oder Private Equity Gesellschaft).

Unternehmensbeteiligungen von Family Offices

Generell kann man feststellen, dass Family Offices, die sich schon seit längerem an nicht börsennotierten Unternehmen beteiligen, ein (professionelles) Beteiligungsmanagement aufgebaut haben. Family Offices, die diesen Schritt in der Vermögensdiversifikation gerade erst beginnen, verhalten sich tendenziell opportunistisch - die Gründe und Kriterien, die zur Auswahl einer Beteiligung geführt haben, sind nicht immer konsistent.

Folglich haben nicht wenige Family Offices ein heterogenes Beteiligungsportfolio, dessen Monitoring aufwändig ist und die Kapazitäten von Family Offices für ein aktives Beteiligungsmanagement überfordern können.

Ziel der vorliegenden Studie ist es zu untersuchen, wie Family Offices die Vermögensdiversifikation über die Beteiligung an nicht börsennotierten Unternehmen angehen, welchen Umfang an personellen Ressourcen sie dafür einsetzen und wie sie das Beteiligungsmanagement grundsätzlich betreiben.

Im Ergebnis mussten wir feststellen, dass viele Family Offices bei Unternehmensbeteiligungen leicht vermeidbare Fehler begehen. Deshalb lautet die zentrale Empfehlung aus der Studie an Family Offices, dass sie

- die Beteiligung an nicht börsennotierten Unternehmen durchdacht vorbereiten
- die Identifizierung und Auswahl von Unternehmensbeteiligungen systematisch betreiben
- das Beteiligungsportfolio und dessen Entwicklung aktiv steuern und überwachen.

München, November 2015

Dr. Konrad Bösl, Gebhard Meier

Executive Summary

Executive Summary

Beteiligungsstrategie

- Family Offices, die sich zur Vermögensdiversifikation an nicht börsennotierten Unternehmen beteiligen, haben häufig keine erkennbare Beteiligungsstrategie
- Die Beteiligung von Family Offices erfolgt vielfach opportunistisch. Eine Vielzahl, von Dritten offerierte Unternehmensbeteiligungen werden geprüft, gegebenenfalls erste Gespräche geführt und Beteiligungen nach wechselnden Kriterien eingegangen
- Viele Family Offices beteiligen sich an Unternehmen aus verschiedenen Branchen, Lebenszyklusphasen und Geschäftsmodellen
- Family Offices sind sehr langfristig ausgerichtete Investoren. Eine Exit-Strategie fehlt. Die Trennung von Beteiligungen erfolgt üblicherweise nicht zum optimalen Zeitpunkt, der in der Endphase einer überproportionalen (stand-alone) Wertentwicklung liegt

Personelle Ressourcen

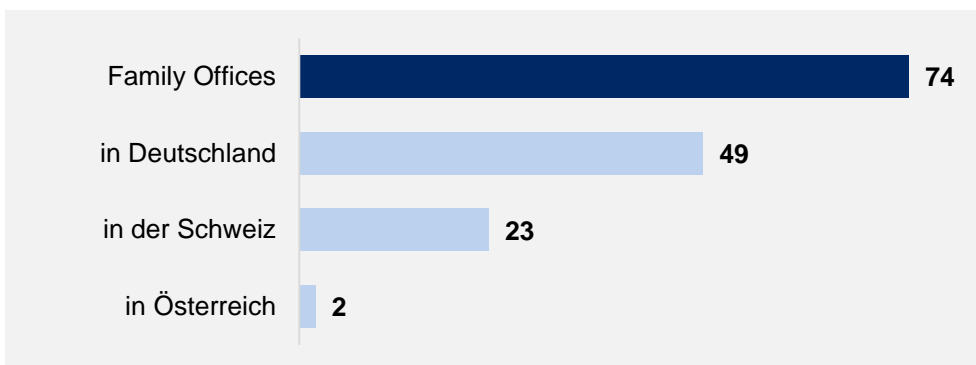
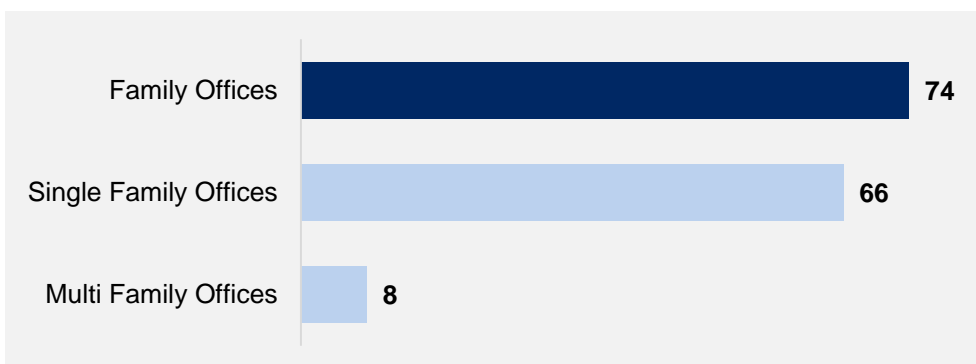
- Family Offices fehlt es vielfach an ausreichenden und qualifizierten personellen Ressourcen
- Die für Unternehmensbeteiligungen verantwortlichen Mitarbeiter sind überlastet. Eine vertiefende und fundierte Analyse der Beteiligungen ist dann nicht gewährleistet. Die Gefahr von Fehlentscheidungen ist erheblich

Informationsstand

- Für das kontinuierliche Monitoring der Beteiligungen erwarten Family Offices primär einen Sitz im Aufsichtsrat oder die Einrichtung eines Beirats
- Family Offices begnügen sich vielfach mit der regelmäßigen Bereitstellung von Informationen aus dem Rechnungswesen (Betriebswirtschaftliche Auswertung, Jahresabschluss), was auf die fehlenden personellen Ressourcen zurückzuführen ist
- Markt- und Wettbewerbsinformationen werden üblicherweise nicht gefordert, eine dokumentierte Unternehmensstrategie meist nur im Rahmen der Beteiligungsentscheidung
- Schwache Signale zu Fehlentwicklungen werden nicht rechtzeitig erkannt

Studiendesign

Methodik: Desktopanalyse und Interviews



Datengrundlage

- N = 74 Family Offices aus der Blättchen & Partner Family Office Datenbank
- 16 Interviews, davon 5 mit Vermögensträgern und 11 mit Geschäftsführern/Investmentmanagern

Vorgehensweise Desktopanalyse

- Auswertung der Homepage
- Presseveröffentlichungen
- Literaturrecherche
- Telefonische Nachfrage (nur begrenzt möglich)

Vorgehensweise Befragung

- Strukturierter Interviewleitfaden
- Offenes Gespräch zwischen 1,5 bis 2 Stunden Dauer

Studien mit bzw. über Family Offices sind schwierig, weil

- ihre Anzahl nicht bekannt ist
- die meisten sehr öffentlichkeitsscheu sind
- nur sehr ungern Auskunft über ihre Vermögensanlagen geben
- über keine oder nur sehr allgemein gehaltene Homepages verfügen

Konzeptioneller Rahmen der Unternehmensbeteiligung von Family Offices

Rahmenbedingungen und grundlegende Beteiligungsüberlegungen

- Grundeinstellung des Vermögensträgers zu Unternehmertum, gesellschaftlichen und ethischen Werten / Verantwortung
- Know-how und unternehmerischer Hintergrund des Vermögensträgers
- Bereitschaft zu eigenem unternehmerischen Engagement
- Finanzielle Ziele und Risikoeinstellung (Renditestreben vs. Vermögenssicherung)
- Anteil des Beteiligungsvolumens am Gesamtvermögen
- Maximales Investitionsvolumen in Einzelinvestments
- Unabhängigkeit der Beteiligungen von Banken

Grundsätzliche Beteiligungsstrategien

- Branchenmix (Komplementarität)
- Wertschöpfungstiefe (vertikale Integration)
- Wirtschaftliche Situation (Rendite, Wachstum, Marktposition)
- Keine Strategie

Portfoliostrategie

Konzentration auf Branchen, Lebenszyklen, Wertschöpfungsstufen (Buy & Build)

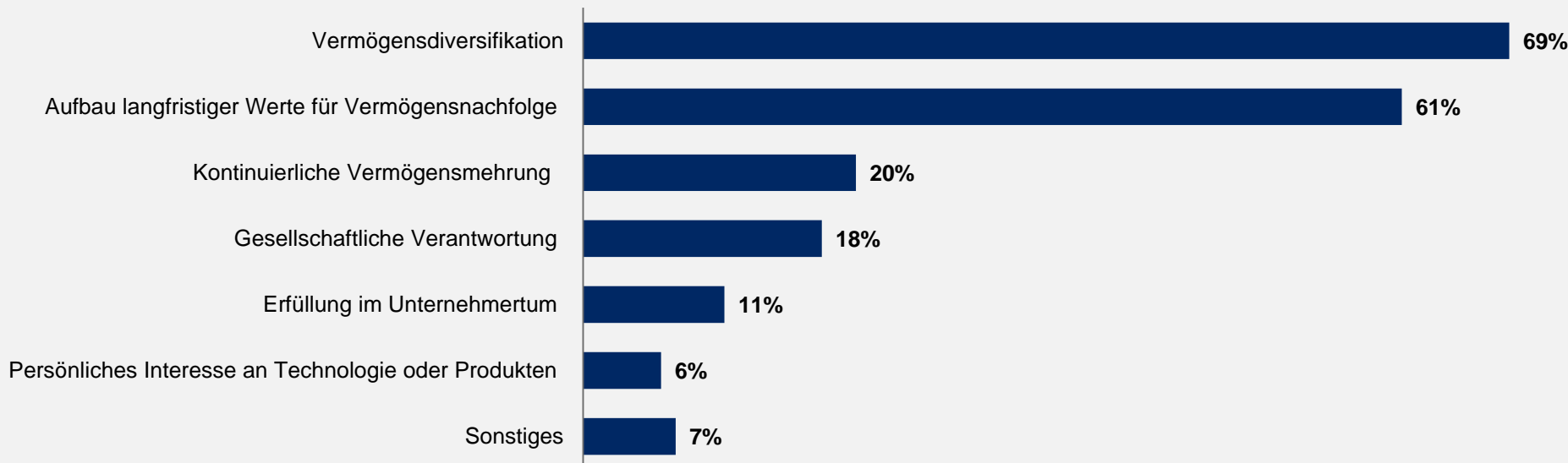
Opportunistische Strategie

Unspezifische Unternehmensauswahl primär nach finanziellen Zielsetzungen

Operative Beteiligungskriterien

Beteiligungsstrategie

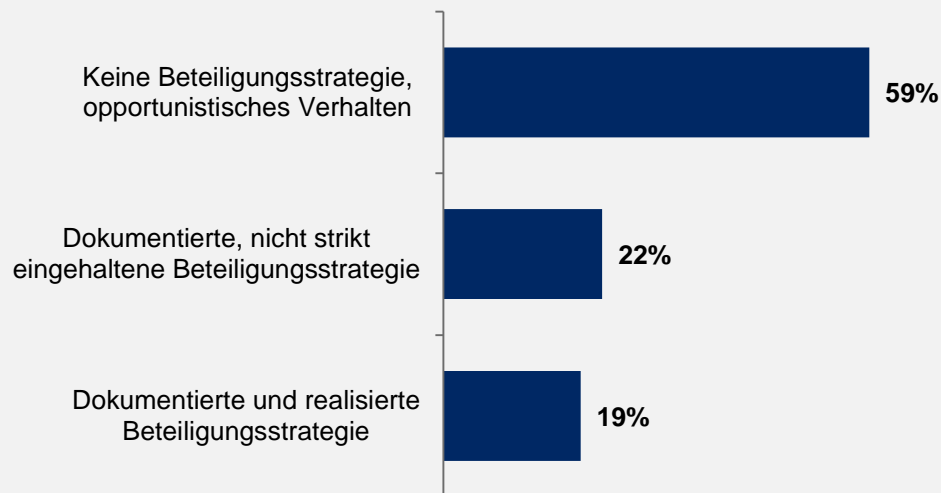
Warum beteiligen sich Family Offices an nicht börsennotierten Unternehmen?



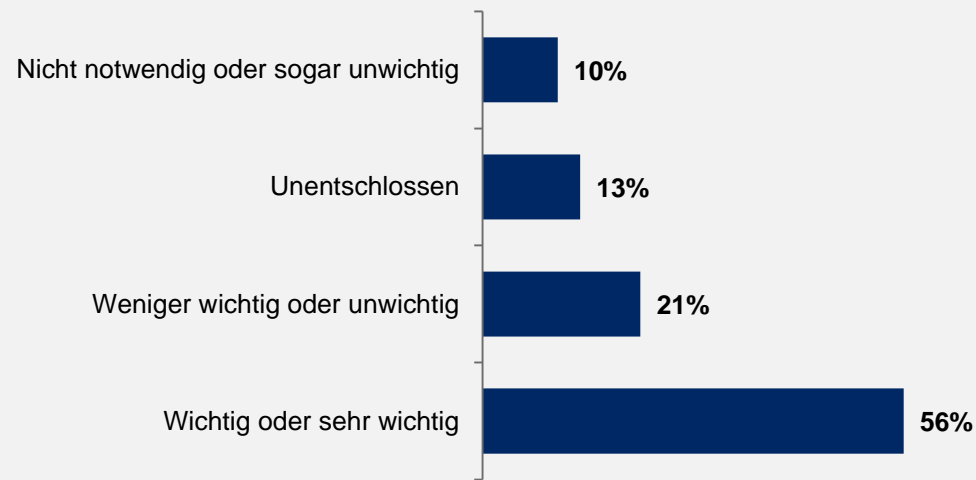
- Unternehmensbeteiligungen werden in der Vermögensverwaltung erst zu einem späten Zeitpunkt eingegangen
- Anderen Anlagealternativen (vor allem Immobilien) wird zunächst der Vorzug gegeben
- Die Erzielung von Überrenditen aus Unternehmensbeteiligungen ist für Family Offices anders als für Private Equity Gesellschaften nachrangiger Bedeutung
- Vermögenserhalt kommt vor Rendite!

Eine definierte Beteiligungsstrategie ist bei Family Offices selten und wird in einigen Fällen sogar für unnötig erachtet

Häufigkeit von Beteiligungsstrategien



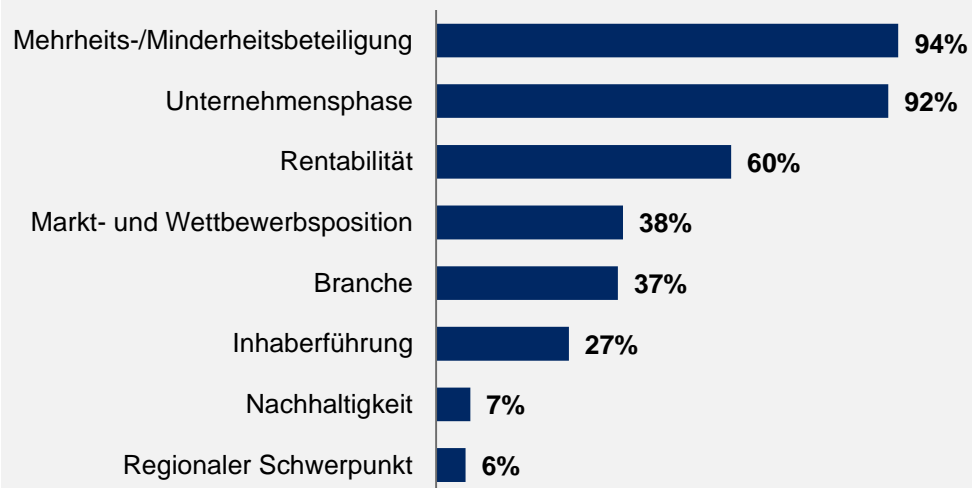
Relevanz einer Beteiligungsstrategie



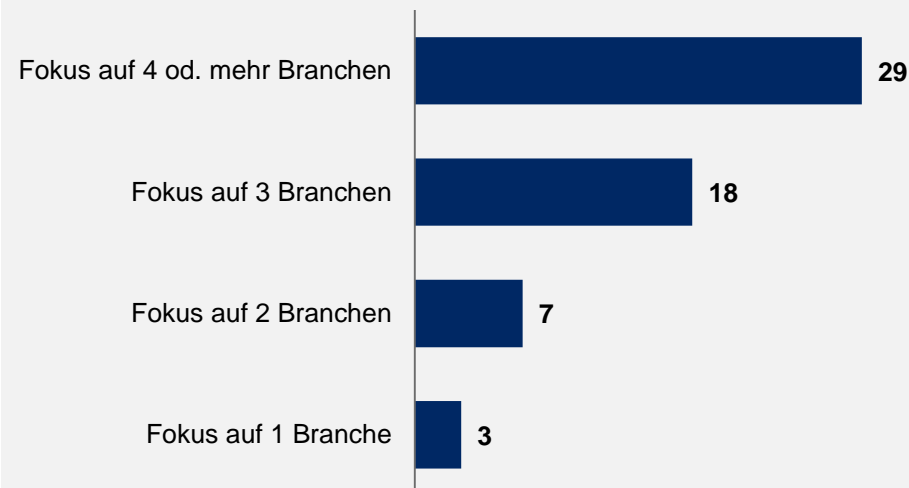
- **Obgleich Family Offices in der Mehrzahl eine Beteiligungsstrategie für mindestens wichtig erachten, haben nur wenige eine solche bzw. richten ihr Beteiligungsportfolio daran aus**
- **Eine Reihe von Family Offices verzichtet auf eine Beteiligungsstrategie und setzt auf das unternehmerische Gespür in der konkreten Entscheidungssituation**
- **Überraschend ist, dass nicht wenige Family Offices eine Beteiligungsstrategie für unnötig erachten mit der Begründung, dass diese die bei Beteiligungen notwendige unternehmerische Flexibilität einschränkt oder sogar die Wahrnehmung unternehmerischer Opportunitäten verhindert**

Nahezu alle Family Offices haben operative Beteiligungskriterien, die sie auch offen kommunizieren

Beteiligungskriterien

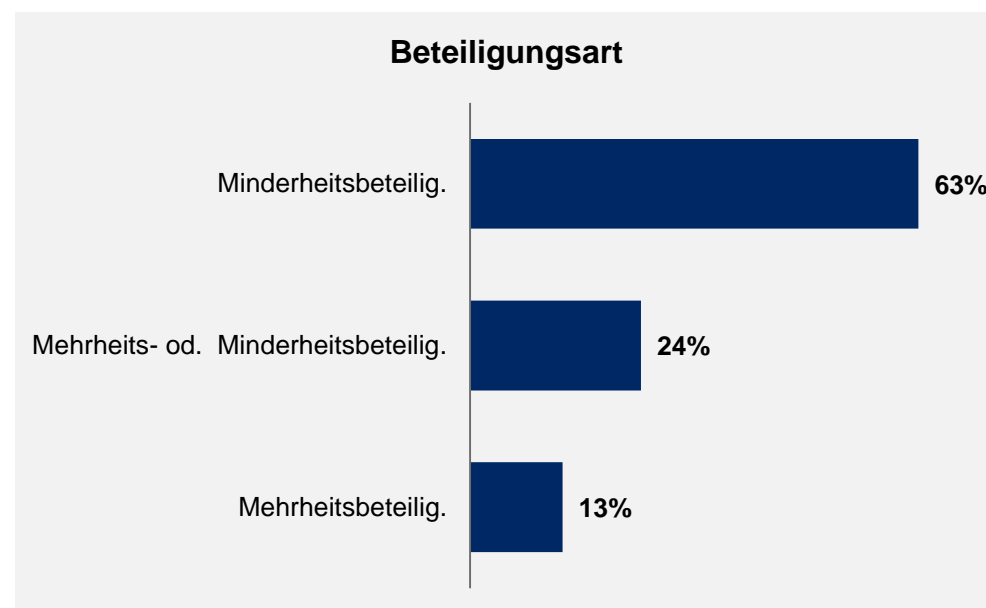
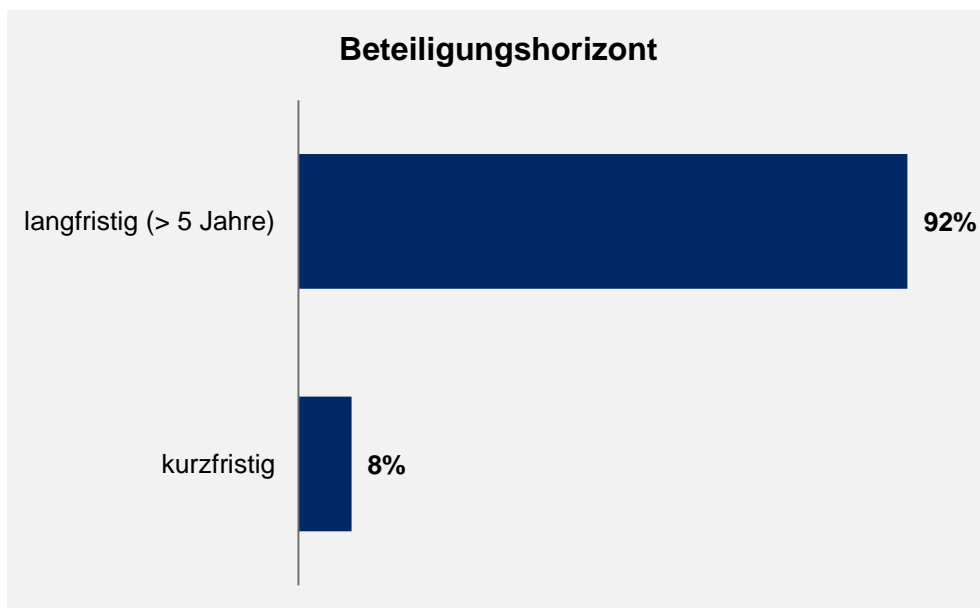


Branchenverteilung



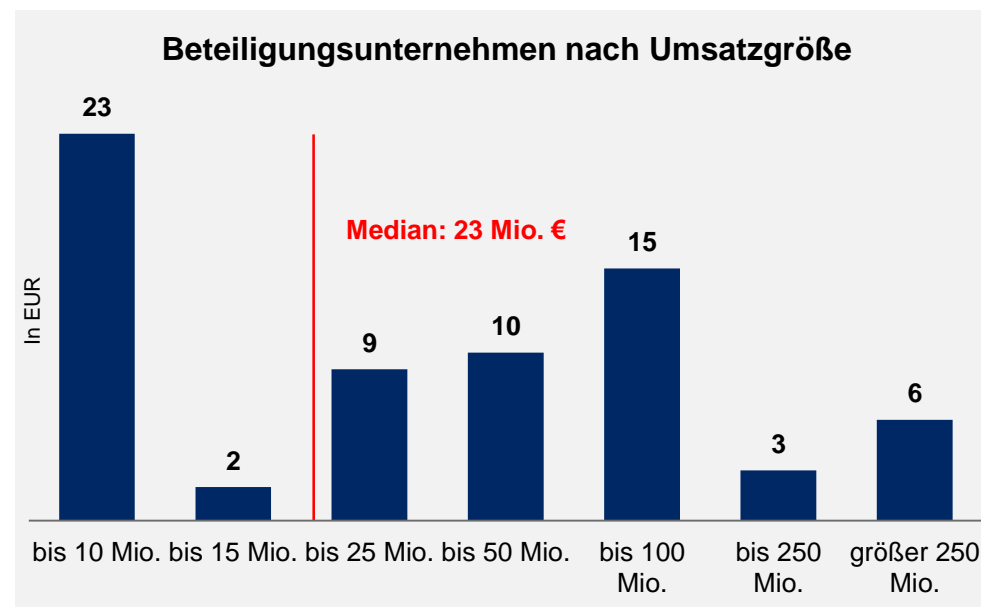
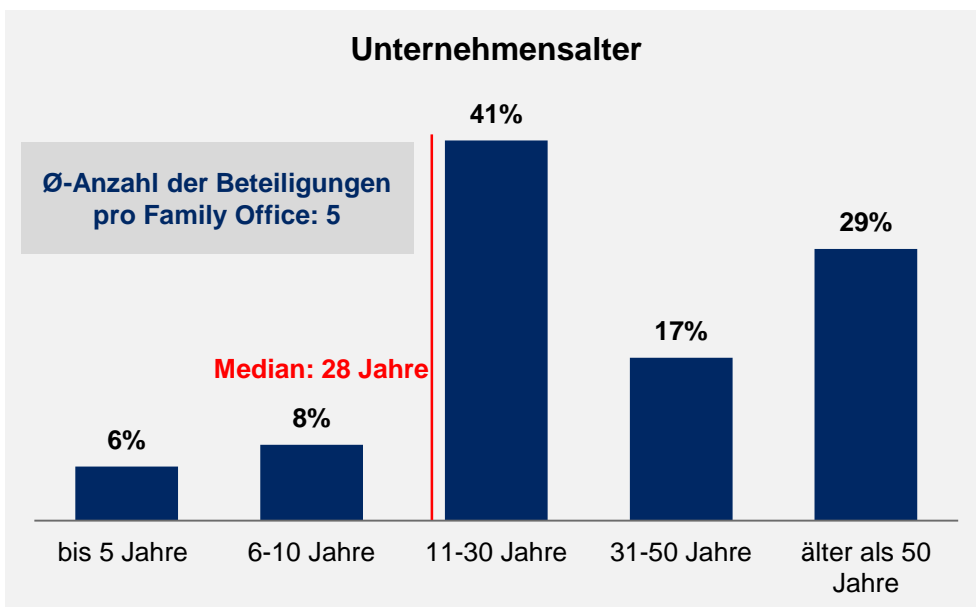
- **Fehlende bzw. nicht gelebte Beteiligungsstrategien führen tendenziell zu einem heterogenen Beteiligungsportfolio**
- **Unternehmensbeteiligungen in vier oder mehr Branchen erfordert ein professionelles und personell ausgebautes Beteiligungsmanagement im Family Office. Andernfalls ist die Gefahr groß, dass wegen fehlender Branchenkenntnis und/oder Zeitmangel Fehlentwicklungen bei Beteiligungen zu spät erkannt werden**

Beteiligungen werden bevorzugt langfristig und in Minderheit eingegangen



- Im Unterschied zu Private Equity Gesellschaften ist das Beteiligungsinteresse von Family Offices (sehr) langfristig ausgerichtet.
- Im Beteiligungsvertrag findet sich zwar in der Regel eine Exitklausel, diese hat aber nach Aussage der Family Offices eher Pro Forma Charakter.
- Family Offices bevorzugen Minderheitsbeteiligungen, weil sie die unternehmerische Verantwortung beim Inhaber / Management belassen wollen.

Family Offices scheuen Beteiligungen an jungen Unternehmen



- Das Durchschnittsalter der Beteiligungsunternehmen liegt bei 44 Jahren, der Median bei 28 Jahren
- Family Offices beteiligen sich kaum an Start-Ups bzw. sehr jungen Unternehmen und leisten damit keinen Beitrag zur Schließung der für junge Unternehmen typischen Finanzierungslücke
- Die durchschnittliche Umsatzgröße der Portfolien von Family Offices ist sehr unterschiedlich. Der Schwerpunkt bei den Umsätzen liegt unter 100 Mio. EUR

Personelle Ressourcen

Typische Aufgaben des Investmentmanagers in Family Offices

Akquisition

Prüfung, Akquisition und Betreuung des gesamten Transaktionsprozesses von Beteiligungen

Betreuung

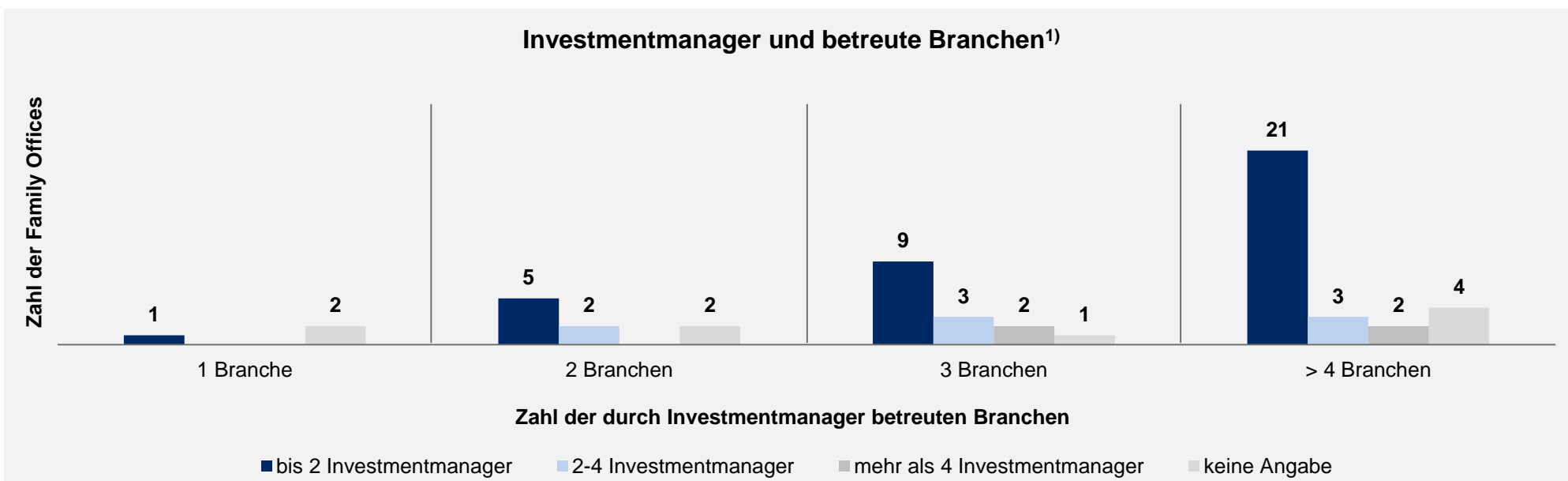
- Laufendes Monitoring der betreuten Unternehmen
- Wahrnehmung der Gesellschafterrechte
- (Aktive) Begleitung der Entwicklung der Beteiligungen (z. B. Initiierung Buy & Build Strategie, Internationalisierung)
- Begleitung von Kapitalmaßnahmen
- Aktive Betreuung und Beratung in wirtschaftlichen Schwächephasen
- Regelmäßiges Reporting an Vermögensträger

Exit

Gegebenenfalls Initiierung und Umsetzung der Veräußerung (Buy-back, Verkauf oder Börsengang)

- **Beim Aufbau des Beteiligungsportfolios liegt der zeitliche Schwerpunkt bei der Prüfung, Akquisition und Betreuung des Transaktionsprozesses**
- **Für das Monitoring / die Betreuung von Beteiligungen bleibt nur wenig Zeit (z. B. kein Benchmarking, keine Einbindung in die Strategieentwicklung)**
- **Investmentmanager verfügen häufig über keine tiefgehende Branchenkenntnis oder können diese aufgrund Zeitmangels nur schwer aufbauen**

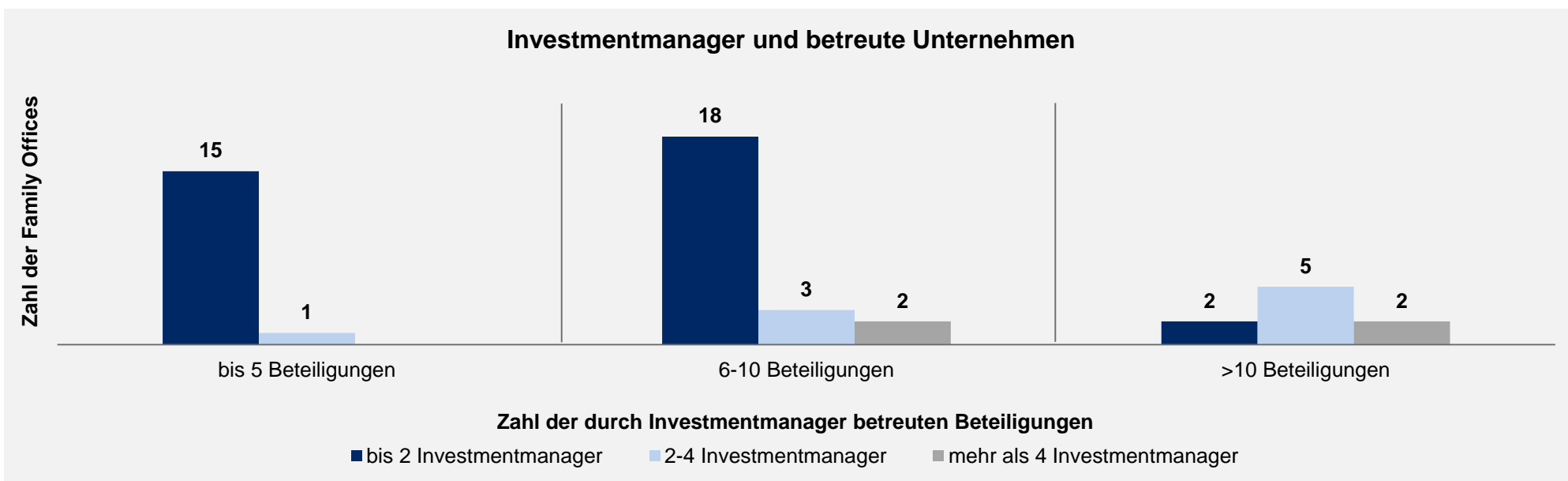
Family Offices sind bezogen auf die Branchenvielfalt und...



- Generell sind Family Offices bei Unternehmensbeteiligungen personell unzureichend besetzt
- Zu wenige Investmentmanager betreuen zu viele Branchen gleichzeitig

1) Bei 57 Family Offices konnte die Branchenzugehörigkeit der Beteiligungen geklärt werden, jedoch nur bei 48 Family Offices war die Zahl der Investmentmanager zu ermitteln

... die Anzahl der Beteiligungsunternehmen personell unterbesetzt



- Ein Investmentmanager betreut durchschnittlich vier Beteiligungen
- Verläuft die wirtschaftliche Entwicklung einer Beteiligung schlecht, hat der Investmentmanager kaum mehr Zeit für die Kernaufgaben bzw. andere Beteiligungen

1) n = 48 Family Offices, bei denen die Zahl der Investmentmanager bekannt war

Informationsstand

Informationsverhalten von Family Offices vor der Beteiligungsentscheidung

Informationsquellen

Unternehmenspräsentation

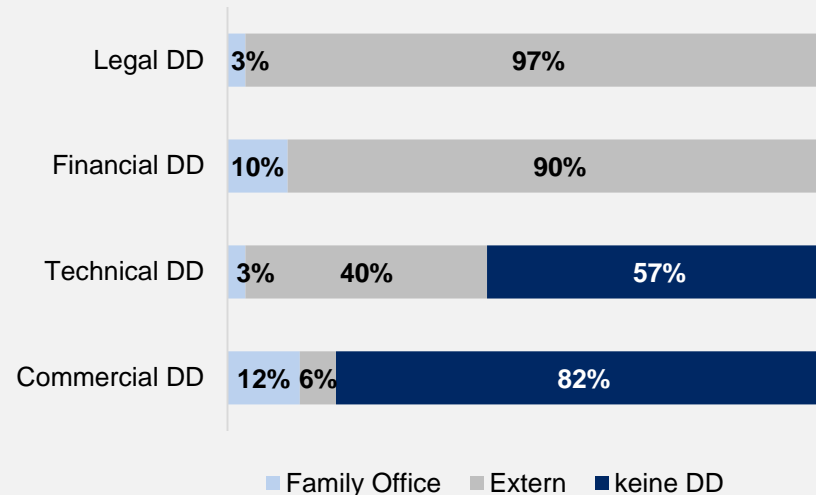
Jahresabschlüsse (letzte 3-5 Jahre)

(Mehrere) Betriebsbesichtigung(en)

Mehrere Gespräche mit Unternehmer und Management

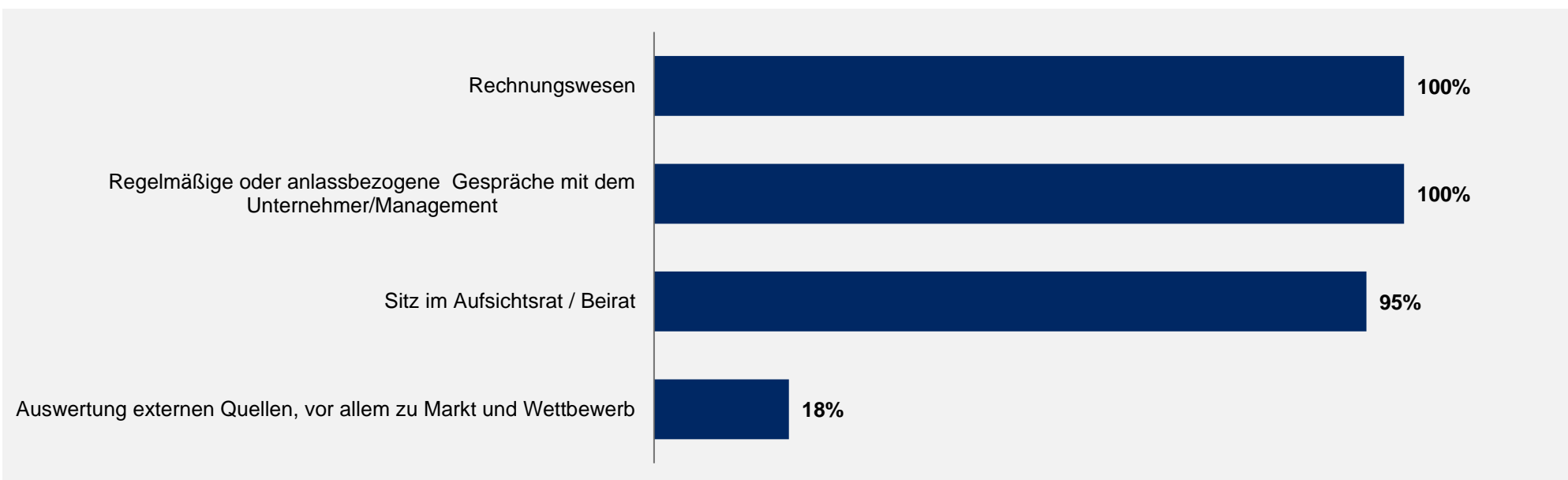
Expertenbefragung (zweite Meinung)

Durchführung der Due Diligence (DD)



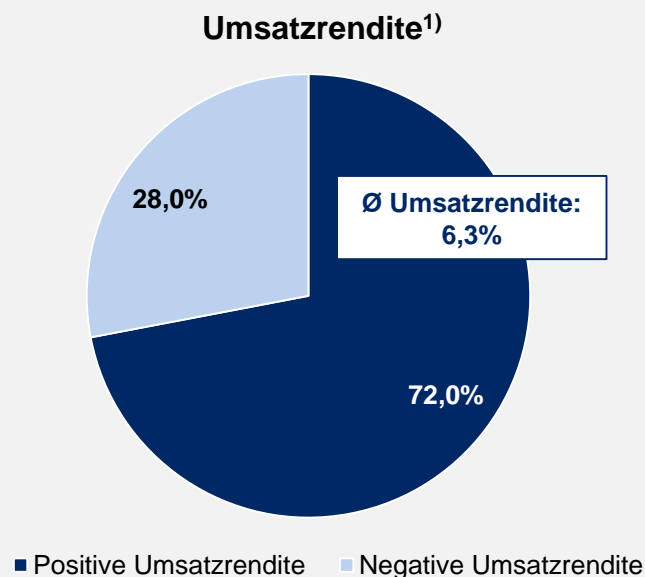
- Soweit die Due Diligence selbst durchgeführt wird, erfolgt dies häufig sehr schnell und zum Teil oberflächlich
- Family Offices sichern sich sehr stark über Garantien und Gewährleistungen im Beteiligungsvertrag ab
- Bei der technischen Due Diligence und mehr noch bei der Beurteilung der Markt- und Wettbewerbsverhältnisse verlassen sich Family Offices häufig auf die Aussagen des Unternehmers / Management
- Generell gilt, dass die Due Diligence bei Family Offices im Vergleich zu Private Equity Gesellschaften deutlich weniger umfangreich und tiefgehend erfolgt

Informationsquellen nach der Beteiligungsentscheidung (Monitoring)



- Die Kontrollanforderungen der Family Offices sind primär zahlenbasiert und bauen auf dem betrieblichen Berichtswesen auf.
- Die operative Mitwirkung beschränkt sich zumeist auf einen Sitz im Aufsichtsrat / Beirat.
- Feste, regelmäßige Gespräche mit dem Management sind eher selten. Diese Objektferne erschwert die Beurteilung der Geschäftsentwicklung und die Validierung der zur Verfügung gestellten Informationen.

Im letzten Berichtsjahr waren 28% der analysierten Portfolio-Unternehmen nicht profitabel



- Trotz Konzentration auf etablierte Unternehmen befinden sich mehr als ein Viertel der Beteiligungen in der Verlustzone
- Family Offices erkennen schwache Signale für eine sich verschlechternde Unternehmensentwicklung vielfach gar nicht, weil
 - ▶ aufgrund begrenzter personeller Ressourcen bereits im Beteiligungsprozess ein vertiefte Unternehmensanalyse nur eingeschränkt möglich ist
 - ▶ bei einer Vielzahl von Branchen die notwendige Expertise für zukünftige Entwicklungen, Wettbewerbsverhalten und Marktverhalten fehlt
 - ▶ das Monitoring sich im wesentlichen auf operative Informationen aus dem Rechnungswesen beschränkt

n = 51 deutsche Unternehmen, jüngstes verfügbares Berichtsjahr

1) Jahresüberschuss nach Steuern / Umsatz

Empfehlungen

Empfehlungen aus Erfahrung

- ✓ **Family Offices sollten der Entscheidung, sich an nicht börsennotierten Unternehmen zu beteiligen, eine fundierte und präzise dokumentierte Beteiligungsstrategie zu Grunde legen.**
- ✓ **Auch Family Offices, die bereits an nicht börsennotierten Unternehmen beteiligt sind, sollten kritisch prüfen, ob ihr Beteiligungsportfolio eine strategische Ausrichtung hat und welche Beteiligungsstrategie verfolgt werden soll.**
- ✓ **Family Offices sollten verstehen, dass Unternehmensbeteiligungen sorgfältig ausgewählt und kontinuierlich, aber zugleich zurückhaltend begleitet werden müssen.**
- ✓ **Bei Minderheitsbeteiligungen und Begrenzung des Kontrollaufwands muss die Qualität und Integrität der Entscheidungsträger im Unternehmen einen Schwerpunkt der Due Diligence darstellen.**
- ✓ **Family Offices können personelle Ressourcen und damit das Fixkostenrisiko verringern, wenn sie mit erfahrenen, von mittelständischen Unternehmen akzeptierten Dienstleistern im Beteiligungsmanagement eng zusammenarbeiten.**
- ✓ **Kontinuität in der Zusammenarbeit mit externen Dienstleistern ist wichtig, da Family Offices einer der Treiber der wertorientierten Unternehmensentwicklung sein müssen. Nur so schaffen sie einen Mehrwert für ihr Vermögen und die Gesellschaft.**
- ✓ **Ohne ausreichende personelle Ressourcen wird es Family Offices nur schwerlich gelingen, ein rentables und im Wert wachsendes Beteiligungsportfolio aufzubauen.**

Kontakt



BLÄTTCHEN & PARTNER AG
CORPORATE FINANCE ADVISORS

München

BLÄTTCHEN & PARTNER AG

Paul-Heyse-Straße 28

D-80336 München

Tel. +49 (0)89 – 210 294 60

Fax +49 (0)89 – 210 294 66

Zürich

bluechip financial communications AG

Theaterstraße 8

CH-8001 Zürich

Tel. +41 (0)44 – 256 88 36

Fax +41 (0)44 – 256 88 39