

Finanzinvestor oder strategischer Investor?

Vor- und Nachteile beim Unternehmensverkauf aus Sicht des mittelständischen Unternehmers im Rahmen der Unternehmensnachfolge

Ausgangssituation

Die Motivation von Unternehmensverkäufen im Mittelstand ergibt sich zumeist aus einer fehlenden familieninternen Nachfolgelösung. Der typische mittelständische Unternehmer ist traditionell eng mit seinem Unternehmen verbunden, hat dessen Entwicklung über eine oder mehrere Generationen hinweg beeinflusst. Es ist schlichtweg sein Lebenswerk. Die Übergabe an einen Nachfolger ist mithin geprägt durch emotionale, finanzielle und auch strukturelle Fragestellungen. Dies gilt bei internen Nachfolgeregelungen als auch bei der Veräußerung an einen Investor, sei es ein strategischer Investor oder ein Finanzinvestor.

Strategische Investoren kommen i.d.R. aus dem näheren Marktumfeld des zum Verkauf stehenden Unternehmens, sie sind entweder Kunden, Lieferanten (vertikale Akquisition) oder aber Wettbewerber bzw. im gleichen Marktumfeld auftretende Anbieter (horizontale Akquisition).

Finanzinvestoren verfolgen mit der Beteiligung an Unternehmen das Ziel, eine attraktive Gesamtrendite aus einem Engagement zu erwirtschaften, die sich aus dem gezahlten Kaufpreis, den Erträgen im Beteiligungszeitraum und dem späteren Verkaufserlös ergibt. Ein Ausstieg aus der Beteiligung erfolgt typischerweise nach fünf bis zehn Jahren. Eine Ausnahme bilden dabei die sog. Industriebeteiligungsgesellschaften, die keinen Ausstieg planen sondern ihre Beteiligungen langfristig im Portfolio halten und sich über die jährlichen Gewinnausschüttungen finanzieren.

Nachfolgend werden die relevanten Einflussfaktoren auf Transaktionsprozess, Kaufpreis, Zukunft des Unternehmens sowie die Rolle des Geschäftsführers bzw. des Managements bezogen auf ein Engagement der beiden Investorengruppen analysiert. Die Betrachtung bezieht sich dabei auf etablierte mittelständische Unternehmen, die einen hohen Bekanntheitsgrad oder einen signifikanten Marktanteil aufweisen, nachhaltig

ertragstark sind und über eine solide Unternehmensstruktur verfügen. Für Neugründungen oder Unternehmen in Krisensituationen ergeben sich hingegen abweichende Entscheidungsparameter.

Transaktionsprozess

Schon die Ansprache eines Finanzinvestors kann als eher unkritisch angesehen werden, da sich dieser i.d.R. nicht operativ im Marktumfeld des zu akquirierenden Unternehmens bewegt. Ausnahmen bilden hier Investoren, die sich auf ein Portfolio im Marktumfeld des Unternehmens fokussieren. Demgegenüber könnte der Mittelständler bei der Ansprache eines strategischen Investors befürchten, dass seine Verkaufsabsichten am Markt publik werden bzw. zu einem späteren Zeitpunkt vertrauliche Unternehmensdaten und wettbewerbsrelevante Informationen zu seinem Nachteil verwendet werden.

Generell ist davon auszugehen, dass sich das Vorgehen eines Finanzinvestors innerhalb von Transaktionsverhandlungen ungleich strukturierter als das eines strategischen Käufers darstellt. Beim Finanzinvestor ist von einer strukturierten und relativ zügigen Abwicklung der Transaktion auszugehen. Die notwendigen Informationsbedarfe sowie die Entscheidungswege sind weitestgehend standardisiert und damit kalkulierbar. Im Gegensatz dazu muss bei einem strategischen Investor mit wenig kalkulierbaren Abbruchrisiken gerechnet werden. Dies können bei mittelständischen Investoren z.B. Verstimmungen in den Verhandlungen sein, bei Unternehmensgruppen oder Konzernen können auch kurzfristige Änderungen in der Geschäftspolitik, die nicht vorhersehbar waren, zu einem plötzlichen Abbruch führen.

Der Ablauf des Transaktionsprozesses und der Erfolg der Verhandlungen ist damit ganz entschieden abhängig vom Transaktionspartner. Bei der Durchführung von Akquisitionen im Mittelstand spielt dieser Punkt aus Unternehmersicht jedoch lediglich eine untergeordnete Rolle.

Kaufpreis

Die Auseinandersetzung mit dem Kaufpreis ist für beide Verhandlungspartner ein sensibles Thema. Während der Mittelständler einen seinem unternehmerischen Engagement entsprechenden Kaufpreis erwartet, basiert die Kaufpreisermittlung der Investoren auf einer nüchternen Betrachtung der Fakten. Die Ermittlung des Kaufpreises, gleich, welche Investorengruppe die Bewertung vornimmt, beruht auf denselben Kriterien. Für beide Investorengruppen bestimmt der erwartete Mehrwert der Akquisition, strategischer oder finanzieller Natur, die Bereitschaft, das Kaufangebot zu erhöhen.

Entscheidendes Kriterium für Finanzinvestoren ist die voraussichtlich erzielbare Gesamrendite der Investition. Lässt der geplante Exit eine hohe Rendite erwarten, so kann sich dies durchaus positiv auf die Höhe des Kaufpreises auswirken. Ist der spätere Verkaufserlös jedoch weniger erfolversprechend, so sinkt seitens des Finanzinvestors auch die Bereitschaft, einen höheren Kaufpreis zu zahlen. Der Finanzinvestor zahlt i.d.R. keinen strategischen Preis und kommt damit zu einer niedrigeren Bewertung als der strategische Investor. Der strategische Investor richtet sein Hauptaugenmerk nicht ausschließlich auf den finanziellen Erfolg der Akquisition, sondern auch auf die mögliche Nutzung von Synergiepotentialen, z.B. in der Optimierung von Einkaufskonditionen, der Generierung von Kundenpotentialen oder der Ergänzung von Produktbereichen. Das gleiche gilt für Märkte, die sich in einer Konsolidierungsphase befinden oder wenn es darum geht, den Kauf des Unternehmens durch einen Mitbewerber zu verhindern.

Die Zukunft des Unternehmens

Neben der Realisierung seiner Kaufpreisvorstellungen ist der mittelständische Unternehmer auch darum bemüht, sein Unternehmen möglichst in Hände zu geben, die es in seinem Sinne weiterführen. Dabei ist es ihm vor allem daran gelegen, dass bestehende Strukturen erhalten bleiben und insbesondere die Mitarbeiter eine nachhaltige Arbeitsplatzsicherung erfahren.

Bei dem Verkauf an einen strategischen Investor muss der Unternehmer jedoch damit rechnen, dass sich die Organisationsstrukturen erheblich verändern. Um den strategischen Mehrwert, der ggf. Teil des Kaufpreises ist, nutzbar zu machen, müssen die zukünftige Organisation

des übernommenen Unternehmens bzw. der entstandenen Unternehmensgruppe überdacht und notwendige Schritte eingeleitet werden. Von großer Bedeutung sind hier bspw. Standortentscheidungen oder auch Entscheidungen bezüglich des Produkt- und Dienstleistungsspektrums sowie der Personalstruktur. Häufig entstehen Synergien durch eine Zusammenlegung von Standorten, bspw. von Verwaltung oder Produktion, oder auch im Bereich der Produkte und Dienstleistungen. Denkbare Szenarien wären hier die Schließung oder die Weiterveräußerung eines zugekauften Geschäftsbereiches, falls dieser nicht mit dem Kerngeschäft des Käufers korrespondiert. Nicht zu unterschätzen sind auch kulturelle Unterschiede innerhalb der Unternehmen. Das drückt sich z.B. im Führungsstil, dem Umgang der Mitarbeiter untereinander aber auch an solchen pragmatischen Themen wie Reisekostenordnungen aus.

Der Finanzinvestor ist an derartigen organisatorischen und strukturellen Veränderungen eines bisher wirtschaftlich gut funktionierenden, rentablen Unternehmens nicht interessiert. Sein Handeln ist darauf ausgerichtet, das Unternehmen bei seinem weiteren Wachstum zu unterstützen, um so später einen erfolgreichen Exit zu ermöglichen. Sicherlich kann auch dies mit organisatorischen Veränderungen verbunden sein. Eine Möglichkeit, Wachstum zu generieren besteht seitens des Finanzinvestors z.B. in der Akquisition und dem späteren Zusammenschluss mehrerer Unternehmen derselben Branche, einer sog. buy and build Strategie. Für den mittelständischen Unternehmer könnte dies durchaus eine interessante Alternative zur Veräußerung an einen strategischen Investor darstellen, da ein solcher Wachstumsprozess aus eigener Kraft eventuell nicht möglich gewesen wäre. Der mittelständische Unternehmer, der sich im Rahmen einer Nachfolgeregelung von seinem Unternehmen trennen möchte, sollte diesem Gesichtspunkt bei der Wahl der Investorengruppe besondere Beachtung schenken.

Die Rolle des Gesellschafters und des Managements

Die Wahl des Investors hat, wie bereits gezeigt, Auswirkungen auf die zukünftige Entwicklung des Unternehmens. Mit organisatorischen Veränderungen gehen auch personelle Veränderungen einher. Der mittel-

ständische Unternehmer zeichnet sich auch dadurch aus, dass ihm die Zukunft seiner Mitarbeiter am Herzen liegt.

Bei dem Verkauf an einen Finanzinvestor ist es meistens gefordert, dass der Gesellschafter dem Unternehmen auch nach der Akquisition noch für einen bestimmten Zeitraum als Führungskraft erhalten bleibt. Demgegenüber ist der Verbleib des Gesellschafters im Unternehmen bei der Übernahme durch einen strategischen Investor eher unwahrscheinlich. Selbiges gilt oft auch für die zweite Führungsebene. Zwar erwartet auch der strategische Investor, dass eine fähige Unternehmensführung existiert, um den Nachfolger ggf. einzuarbeiten. Dennoch ist dieser Zeitraum begrenzt. Dazu kommt, dass ein strategischer Käufer teils über eigenes Personal verfügt, welches die Leitung des neu erworbenen Unternehmens übernehmen kann. Handelt es sich bei dem Erwerber um einen Konzern, so erfolgt meist die Eingliederung in bestehende Strukturen.

Im Unterschied dazu macht der Finanzinvestor seine Investitionsentscheidung von der Existenz und der weiteren Verfügbarkeit eines kompetenten Managements abhängig, denn es besteht seinerseits i.d.R. kein Interesse, über sein finanzielles Engagement hinaus weitere Investitionen, z.B. in das Humankapital des Unternehmens, zu tätigen. Zudem verfügt er zumeist nicht über die eigenen Personalressourcen und ist aus diesem Grund auf ein fähiges Management und dessen Verbleib im Unternehmen angewiesen.

	Strategischer Investor	Finanzinvestor
Vorteile	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Nutzung von Synergiepotentialen ▶ Strategischer Preis möglich ▶ Kenntnis des Marktumfelds und der Besonderheiten 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Professioneller Käufer ▶ Zügige Abwicklung der Transaktion ▶ Unternehmensstrukturen bleiben weitestgehend erhalten ▶ MBO-Einleitung möglich ▶ Kontaktaufnahme unkritisch
Nachteile	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Kein professioneller Käufer (unkalkulierbarere Abbruchrisiken) ▶ I.d.R. langwierige Abwicklung der Transaktion ▶ Unternehmensstruktur kann sich verändern ▶ Vertraulichkeit ▶ Kaufpreisfinanzierung 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ I.d.R. größere Investments bevorzugt ▶ Finanzorientierte Zielsetzung (Wachstumsstrategie notwendig) ▶ Verfolgung einer Exit-Strategie (Ausnahme Industriebeteiligungsges.) ▶ Keine Berücksichtigung von strategischem Potential im Kaufpreis ▶ Managementkontinuität erforderlich

Fazit

Auch wenn die Höhe eines möglichen Kaufpreises häufig als wesentliches Merkmal für die Investorengruppen angesehen wird, ist er für einen Unternehmer nicht das ausschließliche und entscheidende Kriterium im Rahmen einer Veräußerung. Der mittelständische Unternehmer legt i.d.R. sehr viel Wert auf den zukünftigen Erhalt seines Unternehmens und auch darauf, welche Perspektive sich durch den Verkauf für seine Mitarbeiter langfristig ergibt. In diesem Punkt sind die Unterschiede zwischen Finanzinvestor und strategischem Investor sicherlich am größten. Ein detaillierter Austausch über die strategische Ausrichtung in einer frühen Phase des Prozesses kann spätere Überraschungen und Abbruchrisiken vermeiden. Weniger Bedeutung wird demgegenüber dem Verkaufsprozess selber beigemessen. Doch steht die Frage der Investorengruppe in engem Zusammenhang mit dem Ablauf der Verhandlungen und dem Erfolg des Vorhabens. Die wenige Beachtung, die der Unternehmer diesem Entscheidungsmoment widmet, liegt in der Einmaligkeit seines Vorhabens begründet, verdeutlicht aber auch die Notwendigkeit der Einbindung eines kompetenten Beraters, so dass alle relevanten Einflussfaktoren berücksichtigt und im Sinne des Unternehmers genutzt werden können.

Autoren:

Dipl.-Kfm. Axel Neurath, Geschäftsführer

Conny Stöhrer, Projektassistentin

Kontakt:

Transfer Partners Unternehmensgruppe

Rheinallee 15, 40549 Düsseldorf

Tel. 0211/506689-0

neurath@transfer-partners.de