

Titelthema

Standort Deutschland

Ungebrochener Reformbedarf

Special

Unternehmer- Nachfolge

Wettbewerbsfähigkeit
Prof. Dr. Hans-Olaf Henkel

Paradigmenwechsel
Motive für Firmenverkäufe

Bestens bestelltes Haus
Ortwin Goldbecks Lebenswerk

Verkauf an einen Finanzinvestor

Professionelle Alternative

Finanzinvestoren gewinnen in Deutschland sehr an Bedeutung und entwickeln sich auch für inhabergeführte Mittelständler zu einem wichtigen Käuferkreis im Rahmen der Unternehmensnachfolge. 2007 wurden in Deutschland 4,1 Mrd. Euro von Finanzinvestoren in rund 1.080 Unternehmen investiert, von denen über 1,4 Mrd. Euro in rund 120 mittelständische Betriebe mit Umsätzen von 10 bis 500 Mio. Euro flossen. Ein Großteil der Investitionen entfiel jedoch auf eher angelsächsisch geprägte Milliardenfonds von Investoren wie KKR, Carlyle, Apax etc., die sich vor allem auf Spin-Offs von Konzernen und auf Großunternehmen fokussieren (MTU, Dynamit Nobel, Cognis, KION, Bundesdruckerei), während sie sonst nur bei sehr großen Familienunternehmen als Käufer auftreten (Beru, Grohe, A.T.U., Rodenstock etc.).

Unterhalb der Milliardentransaktionen existieren »Private Equity«-Fonds wie die Nordholding, Halder, ECM etc., die sich auf den deutschen Mittelstand konzentrieren. Deren Teams, Entscheider und Geldgeber verstehen die Spezifika inhabergeführter mittelständischer Unternehmen sehr gut. Viele Finanzinvestoren haben sich auch auf

Unternehmensgrößen, Unternehmenssituationen (Wachstumsfinanzierung, Nachfolgethematik, Restrukturierung) oder auf Branchen spezialisiert. Die Anbieter unterscheiden sich zudem durch ihr Fondskon-



Felix Regehr



Kai Sessinghaus

zept und ihren Hintergrund (Institutionelle Investoren, Privatinvestoren als Geldgeber, »Family Offices«, unterschiedliche Nationalitäten). Mit der wachsenden Zahl und Vielfalt der Adressen haben sich Finanzinvestoren als ernste Alternative zu strategischen Interessenten (Wettbewerber, Unternehmen aus angrenzenden Bereichen) etabliert. Um diese neuen Chancen zu nutzen und optimale Ergebnisse zu erzielen, ist es wichtig, Finanzinvestoren auch zu verstehen.

Branchenkenntnis ► Finanzinvestoren haben normalerweise relativ geringere Branchenkenntnisse, außer bei »Add-on«-Akquisitionen im Rahmen von »Buy & Build«-Strategien, wobei der Finanzinvestor eigentlich als »Stratege« fungiert. Während strategische Käufer in derselben oder in einer angrenzenden Branche tätig sind, so dass sie den Markt gut kennen und beurteilen können, kommt es bei Gesprächen mit Finanzinvestoren darauf an, für ein klares Verständnis der Markt- und Wettbewerbssituation zu sorgen. Die erwartete Marktentwicklung und die Bewertung des Konkurrenzumfelds sind die Hauptkriterien für die Beurteilung einer Transaktion. Das Augenmerk sollte daher auf der aussagekräftigen Darstellung der Marktstrukturen und der Marktdaten sowie auf einer schlüssigen Ableitung der sich hieraus ergebenden Chancen und Risiken liegen.

Unternehmensperspektive und Ziele beim Unternehmenskauf ► Ein Stratege ist bei einem Unternehmenskauf meist an der Stärkung seiner Marktposition, seiner Vertriebsbasis oder Technologie und damit an der Realisierung von Synergien interessiert.

Er verfolgt eigene Ziele, so dass nach einem Verkauf oft mit Eingriffen in die Unternehmensstruktur, Produktion, Organisation und Technologie, aber auch im Hinblick auf Standorte, zu rechnen ist. Demgegenüber nehmen Finanzinvestoren in der Regel keine wesentliche Veränderung an bestehenden Strukturen und Prozessen vor. Sie sind nur an der Wertsteigerung des Unternehmens interessiert und fokussieren sich auf dessen Weiterentwicklung sowie auf die Realisierung von Wachstumspotentialen.

Das primäre Ziel des Finanzinvestors besteht darin, den Umsatz und vor allem den Ertrag zu steigern. Die daraus resultierende Wertsteigerung wird dann nach drei bis fünf Jahren im Zuge des Weiterverkaufs (»Exit«) vereinnahmt. Darüber hinaus wollen Finanzinvestoren Führungskräfte langfristig binden, so dass sich oft die Möglichkeit einer »Managementbeteiligung« ergibt.

Preis und Konditionen ▶ Die Bewertung erfolgt bei Finanzinvestoren auf Basis des Wertsteigerungspotentials, der erwarteten »Cash-Flows«, der Finanzierbarkeit sowie des Wettbewerbs im Verkaufsprozess. Finanzinvestoren sind äußerst flexibel in Bezug auf Kaufpreismodelle (»Financial Engineering«) und haben zudem in den letzten Jahren immer wieder höhere Preise als Strategen gezahlt, obwohl sie keine Synergieeffekte »einpreisen« können. Für Inhaber des zu veräußernden Unternehmens bietet sich zudem häufig eine »Rückbeteiligung« an, bei der ein Teil des Veräußerungserlöses in das Unternehmen reinvestiert wird. Dadurch besteht die Möglichkeit, bei einem erfolgreichen Weiterverkauf in einigen Jahren noch einmal (überproportional) an der Wertsteigerung zu partizipieren.

Verkaufsprozess ▶ Bei der Ansprache strategischer Interessenten sind die Vertraulichkeit und die Weitergabe sensibler Daten oft kritische Punkte. Auch hier gibt es mit Finanzinvestoren weniger Probleme. Man hat mit professionellen Käufern zu tun, die mit hoher Prozesssicherheit und hoher Prozessgeschwindigkeit agieren. Dabei werden große Anforderungen an die »Due Diligence« gestellt, so dass häufig Heerscharen von Beratern auftreten werden. Wichtig ist, dass der Veräußerer in dem Szenario die Spielregeln bestimmt, den Verkaufsprozess wirklich gut vorbereitet und möglichst lange mit

mehreren Interessenten parallel verhandelt (keine Exklusivität). Nur so ist zu vermeiden, dass der Finanzkäufer später nicht versucht, den Kaufpreis durch Herausstellung von »Findings« (negativer Informationen aus der »Due Diligence«) zu mindern.

Rolle des Veräußerers ▶ Finanzinvestoren sind auf das branchenerfahrene Management des Unternehmens angewiesen, da sie nicht selbst in die Geschäftsführung eintreten wollen, sondern aus der Position des aktiven Aufsichtsrats oder Beirats steuern. Ein zuvor in der operativen Führung aktiver Inhaber wird sich daher nach einem Verkauf an einen Finanzinvestor nur schrittweise zurückziehen können, zumindest bis ein interner oder externer Nachfolger etabliert ist.

Fazit ▶ Finanzinvestoren sind gute Käufer, wenn der Erhalt des Betriebs im Vordergrund steht und/oder auch dann, wenn der Veräußerer noch einmal an der künftigen Wertsteigerung des Unternehmens partizipieren will. Zu beachten sind diese Punkte:

- ▶ Aus der großen Gruppe der Finanzinvestoren sollten jene herausgefiltert werden, die hinsichtlich Investorenhintergrund, Philosophie und »Kultur« am besten zum Unternehmen und zum Veräußerer passen. Sonst geht viel Zeit mit Gesprächen verloren, die zuverlässig in die Sackgasse führen.
- ▶ Eine Maximierung der Konditionen gelingt nur, wenn der Verkäufer die extrem hohen Prozessanforderungen der Finanzinvestoren erfüllt. Der Verkauf muss präzise vorbereitet werden. Hierzu zählen die Erstellung eines profunden Informationsmemorandums mit einem Fünf-Jahres-Businessplan, eine aussagekräftige Managementpräsentation sowie die rechtzeitige Bereitstellung eines ordentlich bestückten Datenraums (»Due Diligence«).
- ▶ Finanzinvestoren sind professionelle Käufer, die Schwachstellen ihres Verhandlungspartners geschickt und bisweilen auch kompromisslos ausnutzen. Verkäufer sollten daher möglichst bis zur Unterzeichnung des Kaufvertrags mit mehreren Interessenten parallel verhandeln (keine Exklusivität), um bis zum Ende in der Position des stärkeren Verhandlungspartners zu bleiben. ■

*Felix Regehr und Kai Sessinghaus,
Geschäftsführende Gesellschafter
CAPEO GmbH, München*