

Auswahl des richtigen Käufers für den Unternehmensverkauf im Mittelstand: Vor- und Nachteile von Finanzinvestoren und strategischen Investoren

Von Christian Mertens, Peter Steinhoff, Axel Steuernagel und Sophia Steuernagel

Die Wahl des richtigen Käufers ist eine der wichtigsten Entscheidungen bei einem Unternehmensverkauf im Mittelstand, da sie die Zukunft des Unternehmens und der Mitarbeiter sowie die zukünftige Rolle als Verkäufer maßgeblich beeinflusst. Vor 30 Jahren stand ein Unternehmer noch vor der Wahl, innerhalb der Familie oder des Unternehmens einen Nachfolger zu suchen oder andernfalls an einen größeren Konkurrenten zu verkaufen. Mit dem Wachstum und der zunehmenden Akzeptanz von privatem Beteiligungskapital in Deutschland ergeben sich heutzutage interessante Alternativen. Worauf muss ein Unternehmer beim Verkauf achten, um die Zukunft seines Unternehmens zu sichern und für seine Familie finanzielle Werte zu schaffen? Was sind die Vor- und Nachteile von Beteiligungsgesellschaften, auch als Finanzinvestoren oder Private Equity bekannt? Wann bietet es sich eher an, das Unternehmen an einen Branchenteilnehmer zu verkaufen? Dieser Artikel beleuchtet die wesentlichen Merkmale von verschiedenen Investoren im Mittelstand und hilft Unternehmern mit Verkaufsabsichten, die für ihre Situation beste Wahl zu treffen. Eine erste Zusammenfassung der Erkenntnisse bietet die folgende Abbildung.

	Akteure	Varianten	Stärken	Nachteile	Empfehlung für
 <p>Finanzinvestoren</p>	<ul style="list-style-type: none"> Private Equity Family Offices 	<ul style="list-style-type: none"> Unternehmenskauf in neuer Branche oder Integration in existierende Gruppe 	<ul style="list-style-type: none"> Partnerschaftlicher Ansatz Partizipation an Wertsteigerung Operative Freiheiten 	<ul style="list-style-type: none"> Manchmal geringere Kaufpreise als Strategen Weiterverkauf nach fünf bis sieben Jahren 	<ul style="list-style-type: none"> Unternehmer, die weiter engagiert bleiben möchten Nischenmärkte mit weniger Strategen
<p>Strategen</p>	<ul style="list-style-type: none"> Teilnehmer eigener oder angrenzender Märkte Kunden/Lieferanten 	<ul style="list-style-type: none"> Vollständige Integration / Verschmelzung Fortführung als relativ unabhängige Unternehmenseinheit 	<ul style="list-style-type: none"> Häufig zunächst höhere Kaufpreise als Finanzinvestoren aufgrund von Synergien 	<ul style="list-style-type: none"> Zumeist Verlust der Unternehmensidentität Geringeres zukünftiges Engagement des Unternehmers 	<ul style="list-style-type: none"> Komplettverkauf bei Optimierung des Kaufpreises

Abb.: Investorentypen für den Unternehmensverkauf mit Vor- und Nachteilen

Verkauf an einen strategischen Investor

Merkmale und Varianten

Unter strategischen Investoren oder „Strategen“ versteht man in der Fachsprache Unternehmen aus der gleichen oder einer ähnlichen Branche. Dazu zählen direkte Wettbewerber im In- und Ausland, Unternehmen aus angrenzenden Märkten sowie Kunden oder Lieferanten mit Interesse an vertikaler Integration. Ein zentrales Merkmal strategischer Investoren ist die Integration des übernommenen Unternehmens in die eigene Unternehmensstruktur, wobei der Grad der Eingliederung variieren kann. In einigen Fällen bleibt das Unternehmen als eigenständige Einheit bestehen, in anderen wird es vollständig in die bestehenden Unternehmensstrukturen eingegliedert. Dies hängt von der Art des Geschäfts und der Kultur des kaufenden Unternehmens ab. Unternehmerisch geprägte Familienkonzerne, wie zum Beispiel Bertelsmann, geben den gekauften Unternehmen bewusst mehr Freiheiten, bieten aber auch finanziell und hinsichtlich der Werte eine Stabilität und können so auch dem verkaufenden Unternehmer interessante Zukunftsaussichten bieten. In der Regel kaufen strategische Investoren jedoch 100% der Anteile und die verkaufenden Unternehmer scheiden nach einer Übergangsphase aus.

Höherer Verkaufspreis als Vorteil

Ein Verkauf an einen Strategen bietet dem Verkäufer oft einen finanziellen Vorteil. Strategische Käufer erkennen im Zielunternehmen oft konkrete Synergien mit ihrer bisherigen Unternehmensstruktur, die sich in unterschiedlichen Bereichen zeigen. Können gemeinsam Kosten gespart oder Vorteile im Vertrieb genutzt werden? Erfolgt eine konsequente Erweiterung der Produktpalette oder Services, der dem Käufer einen Wettbewerbsvorteil verschafft? Kann durch den Kauf ein nachhaltiger Eintritt in den attraktiven deutschen Markt sichergestellt werden? Durch die Berücksichtigung solcher Synergien steigt auch die finanzielle Rentabilität der Akquisition und strategische Investoren können somit häufig bessere Kaufpreise rechtfertigen als Finanzinvestoren, die ohne Synergien kalkulieren.

Gründe für die Entscheidung gegen einen Verkauf an einen Strategen

In einigen Fällen kommt ein strategischer Investor nicht in Frage. Häufig sind die Märkte zu speziell. In Deutschland gibt es nicht viele direkte Wettbewerber. Ein Verkauf an ein ausländisches Unternehmen ist nicht immer sinnvoll. Die Übernahme durch einen Kunden oder Lieferanten würde zum Verlust von wichtigen anderen Kunden oder Lieferanten führen. In anderen Fällen möchte die Unternehmerfamilie nicht an einen Wettbewerber verkaufen, da sie

auf die zukünftige Eigenständigkeit des Unternehmens Wert und eine weitere Beteiligung Wert legt. In solchen Fällen lohnt es sich, mit Finanzinvestoren zu sprechen.

Verkauf an einen Finanzinvestor

Merkmale und Varianten

Finanzinvestoren spielen eine zunehmend wichtige Rolle bei Unternehmensverkäufen im Mittelstand. Sie investieren in Unternehmen mit Hilfe eines Fonds oder dem Geld von Eigentümerfamilien (engl.: Family Offices). Private Equity Fonds finanzieren sich durch verschiedene institutionelle Investoren. Ihr Management ist stark am Erfolg beteiligt. Family Offices finanzieren sich durch das Geld einer oder mehrerer Eigentümerfamilien.

Für diese Investoren sind nachhaltige Profitabilität, eine sehr gute Marktposition in einem Zukunftsmarkt und die Qualität des Managements die wesentlichen Kaufkriterien. Nur wenige Finanzinvestoren kaufen unprofitable Unternehmen, meist als Abspaltungen von Konzernen, was im Mittelstand kaum relevant ist. Einige Finanzinvestoren definieren vorab Kernbranchen, in denen sie bevorzugt investieren. Andere sind branchenübergreifend interessiert. Das übliche Vorgehen eines Finanzinvestors besteht darin, Unternehmen mehrheitlich zu erwerben, deren Wert im Laufe der Zeit kontinuierlich zu steigern, und sie nach einer Haltedauer von meist fünf bis sieben Jahren wieder zu veräußern. Sie sind deswegen an Wachstum interessiert. Kostensenkungen spielen eine untergeordnete Rolle.

Zwei wesentliche Investitionsstrategien mit unterschiedlichen Auswirkungen für den Verkäufer

Im deutschen Mittelstand verfolgen Finanzinvestoren dabei vor allem zwei verschiedene Investitionsstrategien mit jeweils unterschiedlichen Konsequenzen für den Verkäufer. Entweder bildet das neue Unternehmen den Ausgangspunkt für den Aufbau einer Unternehmensgruppe, als sogenannte „Plattform“, oder es besteht bereits eine Gruppe, in die das neu erworbene Unternehmen als Zukauf integriert wird (engl.: Add-on). Welche Konsequenzen diese beiden Strategien für den Verkäufer haben, und welche Variante unter welchen Umständen empfehlenswert ist, wird im Folgenden näher erläutert.

Variante 1 – Verkauf an einen Finanzinvestor als „Plattform“ für eine Unternehmensgruppe

Bei dieser Investitionsstrategie des Finanzinvestors verbleibt der Verkäufer im Normalfall als Manager nach dem Verkauf im Unternehmen, und arbeitet eng mit dem Investor zusammen. Gemeinsam bauen sie eine neue Unternehmensgruppe auf, indem sie schrittweise kleinere Unternehmen aus derselben Branche zukaufen, die das bestehende Geschäftsmodell sinnvoll

ergänzen und kulturell gut zum Ausgangsunternehmen passen. In der Fachsprache werden solche ergänzenden Übernahmen als „Add-Ons“ bezeichnet. Ziel ist es, durch den Zusammenschluss Synergien zu nutzen, die Marktposition zu stärken und operative Abläufe effizienter zu gestalten. Gleichzeitig behält der Unternehmer viele Freiheiten im Tagesgeschäft. Es wird hier auch erwartet, dass er sich an der gesamten Unternehmensgruppe rückbeteiligt und so vom zukünftigen Wertzuwachs und einem späteren Verkauf finanziell profitiert.

Diese Investitionsstrategie eignet sich besonders für Verkäufer, die finanziell beteiligt bleiben, weiterhin operativ im Unternehmen aktiv sein möchten und den Aufbau einer wachsenden Unternehmensgruppe mitgestalten möchten. Aber auch hier gibt es für den verkaufenden Unternehmer Gestaltungsspielraum. Wenn er sich früher aus dem Unternehmen zurückziehen möchte, kann er mit dem Finanzinvestor vereinbaren, dass dieser einen Nachfolger stellt, der den Unternehmer zunächst unterstützt und später teilweise oder ganz ersetzt.

Variante 2 – Verkauf an einen Finanzinvestor mit bereits bestehender Unternehmensgruppe

In einem zweiten Fall verkauft ein mittelständischer Unternehmer sein Unternehmen an einen Finanzinvestor, der es anschließend in eine bestehende Unternehmensgruppe aus derselben Branche integriert. Je nach individueller Zielsetzung und Lebenssituation kann der Verkäufer weiterhin operativ tätig bleiben oder sich schrittweise aus dem Unternehmen zurückziehen.

Diese Situation kann die Vorteile des Verkaufs an einen Strategen mit denen eines Finanzinvestors verbinden. Die Zugehörigkeit zu einer wachstumsorientierten Unternehmensgruppe bringen operative Vorteile mit sich. Beispiele dafür sind der Zugang zu gemeinsamen Ressourcen, ein Know-how-Transfer und erweiterte Marktzugänge. Davon kann der Unternehmer im Rahmen eines Earn-Outs oder einer Rückbeteiligung profitieren. Gleichzeitig ist die weitere Eigenständigkeit des Unternehmens gesichert. Standort, Mitarbeiter und Geschäftsmodell bleiben erhalten. Das schafft Kontinuität für das Team sowie für Kunden und Geschäftspartner.

Herausforderungen für den Verkäufer bei einer Zusammenarbeit mit einem Finanzinvestor

Ein Verkauf an einen Finanzinvestor bietet viele Chancen, aber auch Herausforderungen. Finanzinvestoren streben in der Regel einen gewinnbringenden Weiterverkauf innerhalb von fünf bis sieben Jahren an. Entsprechend liegt ihr Fokus auf einer gezielten Steigerung des Unternehmenswerts durch Wachstum. Zudem erfordert die Partnerschaft mit einem Finanzinvestor ein höheres Maß an Transparenz, etwa durch ein regelmäßiges Reporting. Es

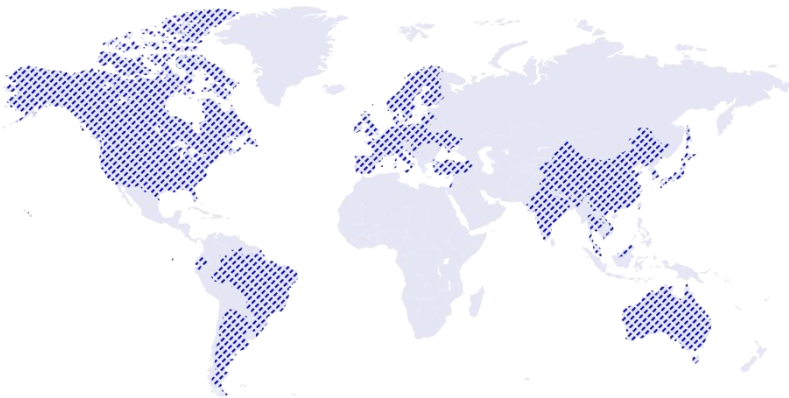
entsteht damit häufig eine neue Dynamik, an die sich viele Unternehmen erst einmal gewöhnen müssen. Gerade dynamische Unternehmerpersönlichkeiten sehen dies aber eher als Chance.

Fazit

Die Auswahl des richtigen Investorentyps ist eine zentrale Entscheidung und sollte sich an den individuellen Zielen und der Lebenssituation des Verkäufers orientieren. Für Unternehmer, die weiterhin operativ tätig sein und finanziell beteiligt bleiben möchten, ist der Verkauf an einen Finanzinvestor eine geeignete Option. Bei dem Wunsch nach einem Komplettverkauf kann sich ein Verkauf an einen Strategen anbieten. Die Erfahrung zeigt aber, dass sich häufig erst im Laufe des Verkaufsprozesses die Entscheidung für einen Investorentyp ergibt. Deswegen bietet es sich an, am Anfang eines solchen Prozesses nach allen Seiten hin offen zu bleiben. Ein erfahrener M&A-Berater bietet wertvolle Unterstützung, den richtigen Investor zu finden.

Über S&P

Mit seiner Gründung im Jahr 1989 ist S&P einer der **traditionellsten deutschen Beratungen** für Mergers & Acquisitions im Mittelstand. Als Mitgründer der inzwischen weltweit führenden Gruppe **M&A Worldwide mit 43 Büros in 34 Ländern** ist S&P international hervorragend



vernetzt. Die auf die Büros in **Düsseldorf, Essen und München** verteilten Partner haben langjährige Berufserfahrung als Manager, Unternehmer und Berater. Sie haben selbst Unternehmen geleitet. Heute

beraten sie Unternehmer und Investoren bei Unternehmenskäufen und -verkäufen, bei deren Vorbereitung sowie bei der Integration der erworbenen Unternehmen nach dem Grundsatz „Unternehmer für Unternehmer“ versiert, vertrauensvoll und auf Augenhöhe.

Über die Autoren

Prof. Dr. Axel Steuernagel ist Geschäftsführer von S&P, **Christian Mertens** Partner im Düsseldorfer Büro, **Prof. Dr. Peter Steinhoff** Partner im Münchner Büro und **Sophia Steuernagel** Associate im Münchner Büro.