

Die Rolle von Finanzinvestoren als Erwerber und Eigentümer bei Nachfolgeregelungen

Finanzinvestoren gewinnen bei Nachfolgeregelungen als potentielle Erwerber an Bedeutung.

Dabei weisen sie in ihrer Rolle als Käufer und Eigentümer typische Merkmale aus, die sie von strategischen Investoren unterscheiden. Im Rahmen des Nachfolgeregelungsprozesses ist es hilfreich, sich diese Unterschiede vor Augen zu halten.

Von Konrad Althaus und Roberto Tracia*

Für viele Familienunternehmen steht in den nächsten Jahren der Generationenwechsel bevor. Gleichzeitig gilt dieser Übergang als eine der schwierigsten Phasen im Lebenszyklus eines Unternehmens. Entsprechend gross ist daher das Bedürfnis eines Unternehmers, seine Nachfolge befriedigend zu regeln. Viele Nachfolgen werden zwar innerhalb der Familie gelöst, was normalerweise der vom Unternehmer gewünschten Lösung entspricht. Diese Wunschlösung ist allerdings keine Selbstverständlichkeit: Bei rund der Hälfte der Nachfolgeregelungen geht das Unternehmen an Dritte über.

Durch die Nachfolgeregelung strebt der Unternehmer verschiedene – finanzielle und nicht finanzielle – Ziele an. Dies gilt allerdings nicht nur für Nachfolgeregelungen in Familienunternehmen im Besonderen, sondern bei der Veräusserung von Unternehmen im Allgemei-

nen. Inwiefern die mit dem Verkauf angestrebten Ziele erreicht werden, hängt nicht zuletzt von der Wahl des richtigen Partners ab. Als nahe liegende potentielle Käufer kommen dabei zunächst strategische Investoren in Frage, etwa ein Wettbewerber, der durch die Übernahme seine eigene Marktstellung verbessern möchte, oder auch Kunden oder Lieferanten, die sich durch den Erwerb entlang der Wertschöpfungskette stärken wollen.

Finanzinvestoren werden als potentielle Käufer zunehmend wichtig

Vermeehrt treten jedoch auch Finanzinvestoren als potentielle Käufer ins Licht. Bis vor wenigen Jahren fokussierten sich Private Equity-Gesellschaften insbesondere auf die Wachstumsfinanzierung von Jungunternehmen und auf die Beteiligung von grösseren Unternehmen mit einem Umsatz von über 250 Mio. CHF,

die aus grossen Konzernen ausgegliedert wurden. Inzwischen gibt es eine wachsende Zahl von Finanzinvestoren, die sich auch an kleineren Unternehmen in der Grössenordnung von 10 bis 250 Mio. CHF beteiligen. Diese Beteiligungsgesellschaften gewinnen für Nachfolgelösungen in mittelständischen Unternehmen zunehmend an Bedeutung. Sie treten vermehrt als Bieter bei Verkaufsprozessen auf, wobei sie dadurch auffallen, dass sie heute bereit sind, Preise zu bezahlen, die sich im Rahmen der von strategischen Investoren offerierten Preise bewegen und diese nicht selten sogar übersteigen.

Besondere Elemente der Wertsteigerung bei Finanzinvestoren

Strategische Investoren können theoretisch von Synergien profitieren und sollten dadurch grundsätzlich bereit sein, höhere

Preise zu bezahlen als Finanzinvestoren. Die gegenwärtig festzustellende Bereitschaft von Finanzinvestoren, gleiche oder höhere Preise zu bezahlen als strategische Investoren, lässt sich durch unterschiedliche Wertsteigerungselemente im Vergleich zu strategischen Investoren erklären.

Wertmultiplikatoren

Beteiligungsgesellschaften, die sich an solchen kleineren und mittelständischen Unternehmen beteiligen, verfolgen im Allgemeinen konsequent eine *Buy-and-build-Strategie*. Dabei erwirbt die Beteiligungsgesellschaft eine Unternehmung, die als Plattform fungiert, und finanziert anschließend die gezielte Akquisition von Wettbewerbern im Markt (sog. Add-on-Akquisitionen). Der Grund für dieses Vorgehen liegt darin, dass bei M&A-Transaktionen für grössere Unternehmungen generell höhere Wertmultiplikatoren angewendet werden als für kleinere. Hat demnach eine Beteiligungsgesellschaft ein paar Unternehmen zu einem bestimmten Multiplikator erworben und integriert, verkauft sie das resultierende «Grossunternehmen» zu einem höheren Bewertungsmultiplikator. Durch diese unterschiedliche Bewertung eines Umsatz- oder Gewinnfrankens erzielt ein Finanzinvestor seinen Gewinn. Er ist damit bereit, für eine Add-on-Akquisition mehr zu bezahlen als ein strategischer Investor,

solange er sie nach Umsetzung der Buy-and-build-Strategie zu einem noch höheren Wertmultiplikator verkaufen kann.

Finanzierung

Bei den erworbenen kleineren und mittelständischen Unternehmen handelt es sich häufig um Gesellschaften, die einerseits ein moderates Wachstum und andererseits relativ stabile Cashflows aufweisen. Finanzinvestoren beteiligen sich gerne an solchen Gesellschaften, weil sie bei der Akquisition einen bedeutenden Teil des Kaufpreises *durch Fremdkapital finanzieren* können. Dieses Fremdkapital wird durch die erworbene Unternehmung mittels der in den Folgejahren erwirtschafteten Cashflows amortisiert. Wenn das Unternehmen nach Rückzahlung der Darlehen wieder veräussert wird, erzielt der Finanzinvestor den Gewinn zwischen dem erhaltenen Verkaufspreis und dem eingesetzten Eigenkapital am Kaufpreis. Der Gewinn steigt damit umso mehr, je weniger Kapital er selbst einsetzt bzw. je höher die Fremdfinanzierung des Kaufpreises ist.

Aufgrund des momentan günstigen Zinsumfelds und des herrschenden Wettbewerbs unter den Banken sind diese gegenwärtig bereit, einen relativ hohen Anteil am Kaufpreis zu finanzieren, wobei sie diese Finanzierung zu relativ günstigen Konditionen gewähren. Dadurch sind Finanzinvestoren auch in der Lage, einen höheren Preis zu

offerieren als strategische Investoren, die Akquisitionen gewöhnlich selbstfinanzieren.

Syndizierung

Finanzinvestoren treten immer häufiger nicht allein als Käufer auf, sondern sie beteiligen sich zusammen mit anderen Finanzinvestoren an dem zum Verkauf stehenden Unternehmen. Die *Syndizierung* fungiert als risikominderndes Element für den einzelnen Finanzinvestor, analog der Bankensyndizierung bei Fremdfinanzierungen. Das Risiko reduziert sich für den einzelnen Investor deshalb, weil er eine gegebene Summe an Geld, die er für Beteiligungen zur Verfügung hat, dadurch in mehrere Objekte investieren kann. Gleichzeitig erhöht sich die Bereitschaft, für das einzelne Investment ein höheres Risiko einzugehen. Zudem zeigt die Erfahrung, dass die Prüfung der Unternehmung genauer und aus mehreren Perspektiven erfolgt, was das Risiko, wertmindernde Aspekte nicht erfasst zu haben, wiederum reduziert. Durch diese Elemente können Finanzinvestoren höhere Preise bieten als der allein handelnde strategische Investor.

Besonderheiten im Prozess der Nachfolgeregelung

Die unterschiedliche Handlungsweise zwischen strategischen Investoren und Finanzinvestoren in Bezug auf die

Wertgenerierung durch eine Akquisition drückt sich auch im M&A-Prozess aus. So tendieren Finanzinvestoren etwa dazu, das Schwergewicht ihrer Analyse auf den Markt und die Finanzplanung, insbesondere auf die Plausibilität der Planungsannahmen, zu legen. Zudem spielen die Kompetenzen der Schlüsselpersonen im Management eine herausragende Rolle im gesamten Akquisitionsprozess durch Finanzinvestoren. Strategische Investoren hingegen neigen eher dazu, die historische Finanzentwicklung des Unternehmens genau zu analysieren und die operativen Prozesse zu beleuchten. Auch fällt auf, dass Finanzinvestoren den Prozess eher schnell vorantreiben, während bei strategischen Investoren die internen Entscheidungswege den Akquisitionsprozess bestimmen und der Prozess deshalb generell länger dauert.

Die unterschiedlichen Vorgehensweisen und Schwerpunkte von strategischen Investoren und Finanzinvestoren sind durchaus nachvollziehbar. Sie stellen jedoch für den Verkäufer eine zusätzliche Belastung dar. Unsere Erfahrung zeigt, dass insbesondere der Wunsch der Finanzinvestoren nach bestimmten Informationen beim Management oftmals auf Unverständnis stösst und dem Unternehmen einen beschwerlichen Mehraufwand abverlangt. Hier können M&A-Berater einen grossen Beitrag im Informationsaustausch zwischen Verkäufer und

Finanzinvestoren leisten, da sie die spezifischen Bedürfnisse von Finanzinvestoren kennen und helfen können, die Informationen entsprechend vorzubereiten.

Wahl des geeigneten Investors als Herausforderung bei der Nachfolgeregelung

Die beschriebenen Wertsteigerungselemente ermöglichen Kaufpreise, die zusammen mit der wachsenden Professionalisierung der Private-Equity-Branche dazu führen, dass Unternehmer ihre Firma vermehrt an Beteiligungsgesellschaften veräussern. Darin widerspiegeln sich auch eine Verabschiedung von Vorbehalten und eine Veränderung der Einstellung gegenüber Finanzinvestoren, insbesondere durch mittelständische Unternehmen. Denn häufig kommt gerade eine Beteiligung durch einen Finanzinvestor dem Wunsch der Eigentümer entgegen, das Unternehmen nicht an einen Wettbewerber zu veräussern. Zudem erwartet die Beteiligungsgesellschaft, dass das bestehende Management dem Unternehmen erhalten bleibt und sich am Unternehmen beteiligt, was in der Regel vom Management selbst auch gewünscht wird. Dieses Kriterium der Managementbeteiligung ist eines von mehreren Kriterien, anhand deren Finanzinvestoren das Unternehmen im Hinblick auf eine potentielle Beteiligung prüfen.

Einerseits hat das Unternehmen bestimmten Kriterien zu genügen, um von Finanzinvestoren umworben zu werden. Andererseits muss auch der Finanzinvestor aus Sicht der Eigentümer und des Managements zum Unternehmen passen. Für den Eigentümer bilden neben einem angemessenen Kaufpreis auch der Fortbestand des Unternehmens sowie die Sicherung der Arbeitsplätze wichtige Ziele der Nachfolge. Vor diesem Hintergrund überrascht es nicht, dass in vielen Fällen für die Auswahl des Finanzinvestors nicht die Höhe des Kaufpreises, sondern das Gesamtkonzept in Bezug auf das Unternehmen sowie die Seriosität, die Vertrauenswürdigkeit und die Persönlichkeit des Finanzinvestors ausschlaggebend sind.

Aus Sicht des Managements spielen die Chemie zwischen Management und Finanzinvestor sowie das Einfühlungsvermögen und das Verständnis für bestimmte Unternehmenssituationen eine entscheidende Rolle. Wichtig sind auch ein gutes Netzwerk und Know-how in Finanzierungs-, Management- und Strategiefragen.

Besonderheiten von Finanzinvestoren als Eigner

Der Eignerwechsel an eine Beteiligungsgesellschaft stellt für das Unternehmen allgemein und speziell für das bleibende Management eine besondere

Herausforderung dar. Denn die Beteiligung durch professionelle Finanzinvestoren zusammen mit dem Management ändert in der Regel grundlegend auch die Funktion des Verwaltungsrates für das Kader im Hinblick auf die Unternehmensführung. Die spezielle Rolle von Finanzinvestoren als Eigentümer ist vor dem Hintergrund der diskutierten Wertsteigerungselemente zu betrachten.

Fokus auf Strategieumsetzung

Das konsequente Umsetzen einer Buy-and-build-Strategie erfordert neben der Analyse von Stärken und Schwächen des Unternehmens auch eine permanente und umfassende Marktanalyse durch das Management. Die Früchte dieser Analysen stellen geeignete Zielunternehmen dar, welche es anschließend zu erwerben und zu integrieren gilt. Due-Diligence-Analysen im Rahmen der Akquisitionsprozesse und die Integration der erworbenen Unternehmen beanspruchen viel Managementkapazität. Diese Zusatzbelastung wird dadurch erhöht, dass der Investmenthorizont der Beteiligungsgesellschaften auf einige Jahre beschränkt ist und die Strategie entsprechend frühzeitig und rasch – und unter dem

Erwartungsdruck steigender Gewinne – umgesetzt werden muss.

Fokus auf Cashflowgenerierung

Die Finanzierung des Kaufpreises durch einen bedeutenden Fremdkapitalanteil erfordert, dass die Unternehmung genügend Cashflow generiert, um die Schulden zu bedienen und die betrieblichen Investitionen zu tätigen. Die Schuldenlast erzeugt Druck auf das Management, nicht nur die Gewinne zu maximieren, sondern insbesondere auch das Nettoumlaufvermögen zu minimieren, damit möglichst wenig Kapital im Unternehmen gebunden ist. Dadurch nimmt die finanzielle Unternehmensführung eine wesentlich höhere Priorität ein.

Professionalisierung des Verwaltungsrates

Der Verwaltungsrat von kleineren Mittelstandsbetrieben besteht allgemein aus dem Eigentümer bzw. dessen Familienmitgliedern und ihnen nahe stehenden Personen. Dabei amtiert ein Mitglied der Eigentümerfamilie meistens auch als CEO. Damit nimmt der Verwaltungsrat eine formale Funktion ein: Dreh- und Angelpunkt des Unternehmens ist der Eigentümer in seiner Funktion als CEO, mit dem das Management täglich zusammenarbeitet.

Die Beteiligung durch einen Finanzinvestor führt zur Besetzung des Verwaltungsrates mit Mitgliedern, die im Allgemeinen nicht im Unternehmen tätig sind. Damit rückt das Management verstärkt in den Vordergrund des Unternehmensgeschehens und wird zur Rechenschaft gezogen. Gleichzeitig kann der Verwaltungsrat als Expertengremium dem Management als Sounding Board für zu fällende Entscheide dienen.

Erfolgreiche Partnerschaft

Finanzinvestoren unterscheiden sich beträchtlich von strategischen Investoren, sowohl als Erwerber als auch als Eigentümer. Die wachsende Anzahl von Beteiligungsgesellschaften und das zunehmende Kapital, das für Private-Equity-Transaktionen verfügbar ist, bekräftigen, dass sich diese Beteiligungsform für Investoren rentiert. Dass die Beteiligung durch Finanzinvestoren auch auf Gegenliebe stößt, zeigen Studien, die belegen, wie bei Gesellschaften, die durch Finanzinvestoren erworben wurden, das Management generell zufrieden bis sehr zufrieden ist. Sie bilden damit eine interessante Alternative zu strategischen Investoren bei Nachfolgeregelungen.

* Roberto Tracia, Dr. oec. HSG, und Konrad Althaus, dipl. Wirtschaftsprüfer, NDS Corporate Development FH