



Dr. Nicolas Himmelmann*)

*) Dr. Nicolas Himmelmann ist Vorstand der Auctus Capital Partners AG und Partner bei AUCTUS. Seit zehn Jahren ist er im Beteiligungsgeschäft tätig – davon fünf Jahre bei Auctus. Nach seinem Studium der Betriebswirtschaftslehre war Dr. Himmelmann für die Daimler AG in Beijing, China sowie als Unternehmensberater für die Boston Consulting Group tätig. Vor seinem Wechsel zu AUCTUS war Dr. Himmelmann fünf Jahre als Investment-Manager für mehrere mittelständische Beteiligungen des eM1 Fonds der Deutschen Bank verantwortlich.

Gestufter Unternehmensverkauf: Neue Wege der Fungibilität für nicht börsennotierte Unternehmen

Die Auswirkungen der Wirtschafts- und Finanzkrise haben den Markt für Unternehmensverkäufe quasi zum Stillstand gebracht. Auf der einen Seite wollen die Eigner zum Teil trotz Kapitalbedarfs nicht auf Basis der gedrückten Profitabilität verkaufen und gefühlte Verluste realisieren. Auf der anderen Seite sind Kaufinteressenten nicht mehr bereit, zu den hohen Bewertungen der Boomzeit Unternehmen zu erwerben. Daher müssen neue Wege gefunden werden, die Fungibilität von nicht börsennotierten Unternehmen zu erhöhen.

Eine interessante Alternative kann ein stufenweiser Unternehmensverkauf sein. Ziel dieser Struktur ist es zum einen dem Unternehmer zu ermöglichen, einen Teil des im Unternehmen liegenden Wertes zur gegenwärtigen Bewertung zu realisieren und die Vermögenslage zu diversifizieren. Zum anderen bleibt ein großer Teil des Unternehmervermögens weiterhin in der Firma gebunden. Dies ermöglicht dem Altgesellschafter, an den mittelfristigen Erfolgen seiner Firma weiterhin beteiligt zu bleiben. Somit kann der oben beschriebene Gegensatz überbrückt werden, in dem die Tragweite der Binärentscheidung zwischen Kaufen und Verkaufen, deren Qualität sich immer erst nach ein paar Jahren zeigt, reduziert wird.

Ein gestufter Unternehmensverkauf, der auch nach Veräußerung einer Mehrheit z.B. durch Anlagenfinanzierung und bei Erreichen gewisser Gewinnschwellen fällige Sondervergütungen zu mehreren Rückflüssen an die Altgesellschafter führen kann, erreicht sowohl eine Diversifizierung der Vermögenswerte als auch ein Anheben des zu erwartenden Unternehmenserfolgs an sich.

Zwei Beispiele verdeutlichen den Nutzen dieser neuen Struktur:

Ein süddeutscher Maschinenbauer, der Spezialmaschinen für die Textilindustrie herstellt, kann ein Lied von diesen Gegensätzen singen. Zur Jahreswende 2007/2008 suchte das Unternehmen einen Investor. Eine gute Marktposition, kombiniert mit historisch stabilen Profitmargen, sollte eine gute Basis zum Verkauf darstellen. Dadurch würde dem Unternehmer neben der aus Altersgründen erwünschten Nachfolgeregelung auch eine Diversifizierung seiner Vermögenswerte gelingen, denn fast das gesamte Familienvermögen war im Unternehmenswert gebunden. Jedoch belief sich der Auftragsbestand durch die Wirtschafts- und Finanzkrise auf einem historisch sehr niedrigen Niveau. Da der Verkäufer die niedrige Auftragslage nicht als Zukunftsindikator akzeptieren wollte, die Kaufinteressenten auf der anderen Seite die am Himmel aufziehenden dunklen

Wolken in der Bewertung auch nicht ignorieren wollten, entschied sich der Unternehmer, seine Firma weder ganz noch anteilig zu verkaufen.

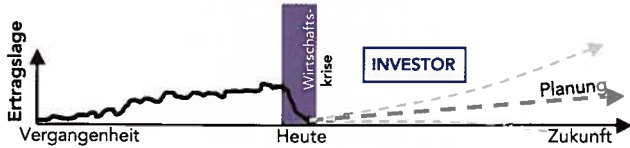
Anders entschied sich ein nordschwäbischer Anlagenbauer. Das zwei Generationen umfassende Führungsteam sah sich im Frühjahr 2006 einer ähnlichen Situation ausgesetzt wie der süddeutsche Maschinenbauer. Im Gegensatz zu ihm entschieden sich die Nordschwaben allerdings, die von einer Beteiligungsgesellschaft geschaffene Option anzunehmen, einen Teil des Verkaufserlöses wieder in ihr vormals eigenes Unternehmen zu re-investieren. Zudem wechselte einer der beiden bisher geschäftsführenden Gesellschafter in den Beirat und stand somit für die Kontinuität im Unternehmen, während die Beteiligungsgesellschaft ein kompetentes neues Management rekrutierte, das sich auch in bedeutsamer Höhe am Unternehmen beteiligte.

In den nächsten beiden Jahren entwickelte sich eine veritable Erfolgsstory in Nordschwaben. Zuerst trieb die Investitionsgesellschaft zusammen mit dem Altaktionär die Professionalisierung des Auslandsvertriebs voran. Dies führte rasch zu einer signifikant steigenden Auftragslage. Einher gingen diese Maßnahmen mit dem Aufbau einer klaren Verantwortungsstruktur mit entsprechendem Informationssystem und Reporting.

Verbesserungen durch Optimierung der Fertigungsstruktur und Produktneuentwicklung

Weitere bedeutsame Verbesserungen wurden durch die Optimierung der Fertigungsstruktur und dedizierte Produktneuentwicklung erzielt, so dass nach nur zwei Jahren der Umsatz um 40% gestiegen war bei konstant robuster Profitmarge. Über ein Dutzend neue Arbeitsplätze wurden geschaffen, die Mitarbeiterzahl stieg somit um ungefähr ein Drittel. Als Konsequenz konnte der weiterhin beteiligte Gründer sowie die Beteiligungsgesellschaft und das Management eine substantielle Wertsteigerung realisieren.

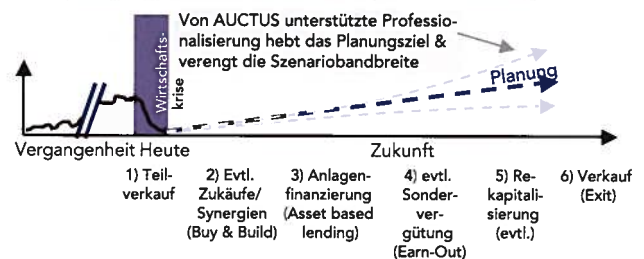
Partnerschaft mit einem Beteiligungsunternehmen kann Vermögensrisiko diversifizieren und Erlöse aus Firmenverkauf maximieren



Digitalentscheidung zw. Halten und Verkaufen führt zu Minimalerlös oder hohen Risiken im Falle fehlender kurzfristiger Erholung

- Unsicherheit in der Unternehmensplanung hat zugenommen

Teilverkauf kann Erlös maximieren & Risiken mindern

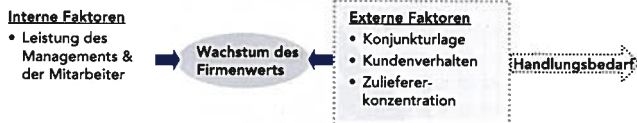


Handlungsbedarf für den Unternehmer besteht daher, wenn:

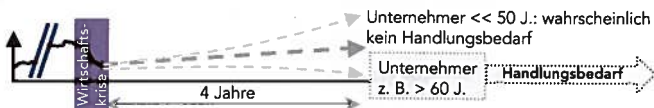
1) Großteil des Vermögens im Firmenwert gebunden ist



2) weitere Firmenentwicklung signifikant von externen Einflüssen abhängt und nicht durch interne Faktoren kompensiert werden kann



3) erwartete Erholung des Firmenwertes den persönlichen Einflusszeitrahmen des Inhabers übersteigt



Partnerschaft mit starkem Partner erlaubt Diversifizierung des Risikos und Maximierung der zukünftigen Gewinne aus Firmenerlösen in Stufen:

- 1) **Teilverkauf:** Investor erwirbt 51 bis 60% mit Eigen- & Fremdkapital unter Rückbeteiligung des Altgesellschafters. Erster Rückfluss trotz aktueller Gewinnschwäche
- 2) **Buy & Build:** ggf. synergistische Zukäufe
- 3) **Asset based lending:** Ggf. Optimierung der Finanzierung durch Vermögensgegenstände direkt nach Teilverkauf. Zweiter Rückfluss an Altgesellschaftler (und Investor)
- 4) **Sondervergütung / Earn Out:** Dritter Rückfluss an Altgesellschaftler bei Erreichen einer Mindestprofitabilität
- 5) **Rekapitalisierung:** Auf Wunsch des Altgesellschafters und bei Erreichen einer Mindestprofitabilität vierter Rückfluss an Altgesellschaftler (und Investor) entsprechend langfristiger strategischer Planung
- 6) **Verkauf/Exit:** Fünfter Rückfluss an Altgesellschaftler (& Investor)

Quelle:AUCTUS

Der süddeutsche Spezialist für textilverarbeitende Maschinen hingegen war den enormen Herausforderungen der Wirtschafts- und Finanzkrise nicht gewachsen – er meldete im Sommer 2009 Insolvenz an.

Das Stufenmodell für einen Unternehmensverkauf hätte es ihm zum einen ermöglicht, einen Teil seines Vermögens hinter der Brandmauer zu sichern. Zum anderen wäre die Wahrscheinlichkeit einer Insolvenz durch die professionelle Unterstützung eines professionellen Investors wohl deutlich gemindert worden, und der Unternehmer hätte an potenziellen zukünftigen Erfolgen teilhaben können.

Voraussetzungen für den gestuften Unternehmensverkauf

Besonders ratsam ist es, über den gestuften Unternehmensverkauf nachzudenken, wenn folgende Voraussetzungen erfüllt sind:

- Wenn ein Großteil des Vermögens des Unternehmers in der eigenen Firma gebunden ist, ermöglicht ein gestufter Verkauf eine Diversifizierung des Vermögensrisikos.
- Ein gestufter Unternehmensverkauf ermöglicht darüber hinaus einen graduellen Abschied aus dem Unternehmen bei gleichzeitiger Beteiligung am mittelfristigen Erfolg, wenn die erwartete Erholung der Ertragslage altersbedingt den Einflusszeitrahmen des Inhabers übersteigt.
- Zudem hebt ein starker Partner die Erfolgswahrscheinlichkeit gerade dann, wenn die wesentlichen, den Erfolg bestimmenden Faktoren nicht vom Unternehmer signifikant beeinflusst werden können.

Beispiele wie die Wirtschaftskrise 2008ff zeigen die Grenzen der Vorhersehbarkeit des Einflusses externer Faktoren wie auch der vollständigen Selbstbestimmbarkeit der Unternehmensperspektive.