

# ANALYSE UND BERATUNG: Der Exit – Verkauf von Randaktivitäten

Wie sollen Unternehmensgruppen in einem schwächelnden Markt oder mit einer unbefriedigenden Performance einzelner Unternehmensteile umgehen? Sollte mit einem Verkauf eines Unternehmens teils die Unternehmensgruppe stabilisiert werden? Welche Fragen müssen beantwortet werden?

*Lutz Selle und Swen Wietzke, Partner beim Institut für Wirtschaftsberatung Niggemann & Partner GmbH, Meinerzhagen*

## KOMPAKT

- Gründe für einen Exit aus einer Tochtergesellschaft oder eines Geschäftsbereichs sind: Konzentration auf das Kerngeschäft, schlechte Performance der Tochtergesellschaft, sich verändernde Rahmenbedingungen und knappe Managementressourcen.
- Mögliche Handlungsoptionen sind die Restrukturierung, der Verkauf oder die Schließung.
- Bei einem Verkauf ist das Timing und die zeitliche Dauer zu beachten und einzuplanen.
- Erfolgskritisch sind die strukturierte Analyse, die Vorbereitung und die professionelle Durchführung des Verkaufsprozesses.

## 1 EINLEITUNG

Es bleiben herausfordernde Zeiten, die mit vielen Unsicherheiten verbunden sind. Eine Krise folgt der nächsten, auf die Unternehmen reagieren müssen. Die Folgen des russischen Angriffskrieges und der Coronapandemie, insbesondere die hohe Inflation und die gestiegenen Energiekosten, haben Unternehmensgruppen in unterschiedlichen Größenordnungen auf vielfältige Weise zu spüren bekommen.

Die deutsche Automobilindustrie und deren Zulieferer stehen beispielsweise mitten in der Herausforderung, sich neu zu erfinden. Der Verkauf von Unternehmensteilen wird dabei ein Mittel sein, um den Umbau des eigenen Geschäftsmodells voranzutreiben. Auf der Käuferseite stehen oftmals internationale Unternehmen und Private-Equity-Häuser.

Allgemein stehen Unternehmensgruppen vor der Herausforderung, ihr Kapital möglichst effektiv einzusetzen. Dies wird insbesondere dann problematisch, wenn es in unrentablen oder nicht zum Kerngeschäft gehörenden Unternehmensteilen respektive Randaktivitäten gebunden ist.

Der Verkauf von Tochtergesellschaften oder Unternehmensteilen ist ein wichtiger Schritt für viele Unternehmensgruppen in verschiedenen Branchen, um ihre

Geschäftsstrategie anzupassen und ihre finanzielle Situation zu verbessern. Dabei können sowohl wirtschaftliche als auch strategische Gründe eine Rolle spielen. Passen unter den heutigen Gegebenheiten alle Unternehmen noch zu der strategischen Ausrichtung? Soll durch den Verkauf von Randaktivitäten die Unternehmensgruppe insgesamt profitabler und damit robuster aufgestellt werden? Und sollen die hierdurch freiwerdenden Mittel in Zukunftsthemen investiert werden?

Der Verkauf von Unternehmensteilen ist komplex. Er benötigt Zeit und ist in der Regel so ressourcenintensiv, dass Führungskräfte nur noch wenig zeitlichen Spielraum haben, um sich um operative Aufgaben zu kümmern. Externe Berater können hier unterstützen. Aufgrund der interdisziplinären Fragestellungen sollten in jedem Fall Rechtsanwälte, Steuerberater und M&A-Berater einbezogen werden.

Neben dem Timing ist auch die Entschlossenheit wichtig: Zahlreiche Unternehmensverkäufer geben an, dass sie sich zu spät von Unternehmensteilen getrennt haben oder der Zeitpunkt eines Verkaufs nicht ideal war.

## 2 GRÜNDE FÜR VERKAUF VON TOCHTERGESSELLSCHAFTEN UND UNTERNEHMENSTEILEN

Ein Unternehmensteil, ein Geschäftsbereich oder eine Tochtergesellschaft sind selbstständige Teilbereiche ei-

”

Ein häufiger Grund für den Verkauf von Tochtergesellschaften ist die Verbesserung der finanziellen Situation des Mutterunternehmens

“

ner Unternehmensgruppe, die unabhängig von anderen Unternehmensteilen operativ agieren. Im Folgenden wird auf Tochtergesellschaften eingegangen.

Ein häufiger Grund für den Verkauf von Tochtergesellschaften ist die Verbesserung der finanziellen Situation des Mutterunternehmens. Wenn eine Tochtergesellschaft nicht mehr profitabel ist oder eine schlechte Performance aufweist, kann der Verkauf eine Möglichkeit sein, um finanzielle Verluste zu minimieren. Durch den Verkauf kann das Mutterunternehmen zudem Kapital freisetzen, das für andere Geschäftsbereiche genutzt werden könnte.

Ein weiterer Grund für den Verkauf von Tochtergesellschaften ist die Fokussierung auf das Kerngeschäft. Wenn das Mutterunternehmen beschließt, sich auf dieses zu konzentrieren, kann der Verkauf von Tochtergesellschaften, die nicht zum Kerngeschäft gehören, zielführend sein. Dies ermöglicht es dem Unternehmen, sich auf seine Stärken und auf das Wachstum zu konzentrieren. Gerade in mittelständischen Strukturen kann ein Verkauf auch einen Engpass bei den vorhandenen Managementressourcen aufheben oder vermeiden.

Ein Grund für den Verkauf von Tochtergesellschaften können allerdings auch schlicht sich ändernde Marktbedingungen oder neue Anforderungen an das Unternehmen sein.

Unterstützt wird eine Trennung von Unternehmensteilen durch die steuerlichen Rahmenbedingungen für derartige Transaktionen in Deutschland seit 2005, da eine weitgehend steuerfreie Realisierung von Veräußerungsgewinnen beim Verkauf von Unternehmensbeteiligungen durch Kapitalgesellschaften besteht.

Der Verkauf eines Unternehmensteils respektive Geschäftsbereichs kann dabei deutlich komplexer ausfallen als der von einer Tochtergesellschaft. Gilt es doch zunächst, den betreffenden Geschäftsbereich von den übrigen Unternehmensteilen operativ und finanziell abzugrenzen. Dazu ist es erforderlich, die Vermögens-, Ertrags- und Finanzlage des Geschäftsbereichs auf Basis von Jahresabschlüssen zu bestimmen respektive zu simulieren (standalone „pro forma financials“). Darüber hinaus müssen auf operativer Ebene Mitarbeiter, Vermögensgegenstände, IT-Lizenzen etc. identifiziert werden, die für den operativen Geschäftsbetrieb erforderlich sind

und die bei einem Verkauf auch mit auf den Erwerber übergehen.

### 3 ANALYSE DER UNTERNEHMENSTEILE

Ausgangspunkt für strategische Überlegungen von Tochtergesellschaften ist stets die Standortbestimmung durch das Management. Auf die Frage: „Wo steht die Tochtergesellschaft?“ sollte zunächst der Status quo ermittelt werden:

- *Analyse der Finanzzahlen* (GuV, Bilanz, Cashflow) der letzten drei Geschäftsjahre mit Kennzahlenermittlung auf Basis der festgestellten Jahresabschlüsse.
- *Analyse der Kunden* mit Auftragseingang, Umsatz und Deckungsbeitrag je Kunde. Bestenfalls wird versucht, auf Basis von öffentlich zugänglichen Informationen eine Einschätzung über die derzeitige Lage und künftige Ausrichtung des Kunden zu erlangen.
- *Analyse der Wettbewerber* mit einer Einschätzung in welchen Produktbereichen die Wettbewerber tatsächlich konkurrieren. Zudem sollte die derzeitige finanzielle Lage und künftige Ausrichtung der Wettbewerber recherchiert werden.
- *Analyse der Chancen und Bedrohungen* aus dem Umfeld des Unternehmens und Entwicklung der eigenen Stärken und Schwächen (*SWOT-Analyse*).
- *Durchführung einer PEST-Analyse* in den Regionen, in denen Umsatz generiert wird (Recherche-Tool zur Analyse des politischen, wirtschaftlichen, gesellschaftlich-kulturellen und technologischen Umfelds). Diese Analyse ist in den letzten Jahren verstärkt notwendig geworden.
- *Ableiten von Zukunftsszenarien und finanzieller Planung*

Auf Basis der Standortbestimmung kann die Frage diskutiert werden, mit welchen negativen oder positiven Entwicklungen auf Ebene der Tochtergesellschaften gerechnet werden kann respektive muss und ob bereits durch die Performance und den Ausblick der Tochtergesellschaften ein Entscheidungsbedarf besteht.

Ein Entscheidungsbedarf kann dabei bereits durch eine Reihe von reinen externen Faktoren ausgelöst werden:

- eine Trendwende der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen, die durch beispielsweise Kostensenkungen aufgefangen werden muss
- branchenspezifische Veränderungen, die durch technologische Fortschritte und veränderte Verbraucherpräferenzen getrieben werden

- Konsolidierungsdruck durch den vermehrten Verkauf von Marktteilnehmern an Wettbewerber

#### 4 FORMULIERUNG VON STRATEGISCHEN OPTIONEN

Sollte ein Handlungsbedarf für eine Tochtergesellschaft identifiziert worden sein, bestehen meist lediglich drei Handlungsoptionen:

- *Restrukturierung*: Sind Kosteneinsparungen ausreichend oder muss eine Anpassung des Geschäftsmodells der Tochtergesellschaft erfolgen?
- *Verkauf*: Welche Herausforderung beinhaltet ein Carve-Out (sofern der relevante Unternehmensteil einen Geschäftsbereich darstellt)? Welche potenziellen Interessen existieren? Wie haben sich die Kaufpreise in der Branche entwickelt? Welcher Zeitpunkt ist für einen Verkauf ideal? Sollte mit einer Restrukturierung bereits vor dem Verkauf angefangen werden?
- *Schließung*: Wann wäre eine Schließung zielführend? Welcher Liquidationswert ist zu erwarten? Was kostet eine Schließung? Welche Folgen hat eine Schließung für die Unternehmensgruppe? Welcher Imageschaden würde entstehen? Wie würde ein Zeitplan aussehen?

Unter verschiedenen Voraussetzungen kann eine Schließung eine Handlungsoption darstellen. Die Erfahrungen zeigen, dass zumindest das Durchdenken dieses Worst-Case-Szenarios zu einem entschlosseneren Handeln ermutigt.

Neben der Fragestellung, ob aufgrund der Performance und des Ausblicks bei einer Tochtergesellschaft bereits ein Entscheidungsbedarf vorliegt, stellt sich darüber hinaus aus Sicht der Unternehmensgruppe die Frage, ob zur Stabilisierung der Unternehmensgruppe schlicht ein Verkauf einer oder mehrerer Unternehmenseinheiten erforderlich ist und wenn ja, welche und in welchem zeitlichen Ablauf. Dazu bildet die Analyse der Tochtergesellschaften eine solide Grundlage.

#### 5 EXIT-OPTION: VERKAUF VON TOCHTERGESELLSCHAFTEN

Für den Verkauf von Tochtergesellschaften respektive Unternehmensteilen sind im Wesentlichen vier Optionen denkbar:

1. Initial Public Offering (IPO): Platzierung an der Börse
2. Verkauf an strategischen Investor
3. Verkauf an Finanzinvestor oder Family Office
4. Verkauf an einen Manager (MBO oder MBI)

Ein *Initial Public Offering (IPO)* bezeichnet die Platzierung des Unternehmensteils an einer Wertpapierbörse. Die Börseneinführung gilt allgemein als der attraktivste Desinvestitionskanal. Ein Grund dafür sind die zu erzielenden hohen Gewinne im Vergleich zu anderen Vermarktungsstrategien. Durch rechtliche Voraussetzungen und gesetzte Mindestanforderungen steht dieser Weg aber nur Unternehmen mit einer sehr guten Entwicklung bzw. hohen Wachstumsperspektiven offen. Zudem ist eine Mindestumsatzgröße erforderlich, die für viele Abspaltungen von mittelständischen Konzernen nicht erreichbar sein wird. Zu berücksichtigen sind die herrschende Kapitalmarktsituation, also die Bereitschaft der Kapitalmarktteilnehmer, in neue Unternehmen zu investieren und die Börsenzugangsvoraussetzungen. Der IPO stellt eine Exit-Option dar, die für die wenigsten Unternehmensgruppen infrage kommt.

Unter einem *Verkauf an einen strategischen Investor* versteht man die Veräußerung der Gesellschaftsanteile an ein Unternehmen, das entweder auf dem Gebiet der Gesellschaft bereits tätig ist oder sein Portfolio diversifizieren möchte. Wird ein „Unternehmensteil“ verkauft, wird mit einem Carve-Out auch der Verkauf der Vermögensgegenstände im Zuge eines Asset Deals stattfinden. Gegebenenfalls bietet es sich an, den Unternehmensteil zunächst auszugründen. Als strategische Käufer kommen zumeist Wettbewerber, Kunden oder Lieferanten des Unternehmens sowie Unternehmen in angrenzenden Geschäftsfeldern im In- und Ausland in Betracht. Die Preisfindung orientiert sich an strategischen Überlegungen wie Synergieeffekten, Kontrollrechten oder dem Zugang zu exklusivem Know-how.

*Finanzinvestoren* stellen den erworbenen Unternehmen vor dem Hintergrund der Erzielung einer angemessenen Rendite die Finanzmittel häufig nur für einen begrenzten Zeitraum zur Verfügung. *Family Offices* verzichten dabei überwiegend auf die zeitliche Begrenzung. Der Finanzinvestor plant, das Portfoliounternehmen nach einer auf mittlere bis lange Sicht ausgerichteten Finanzierung zu veräußern. Dabei stellt der Exit die letzte Phase des Wert-

“ Die Börseneinführung gilt allgemein als der attraktivste Desinvestitionskanal. Ein Grund dafür sind die zu erzielenden hohen Gewinne im Vergleich zu anderen Vermarktungsstrategien “

Bei einem Unternehmensverkauf geht es stets auch  
um das richtige Timing

”

schöpfungsprozesses dar und kann aufgrund des Einflusses für den wirtschaftlichen Erfolg einer Beteiligung als wichtigste Phase eingestuft werden. Vor diesem Hintergrund kommt dem finanziellen Status quo der Tochtergesellschaft eine besondere Bedeutung zu. Viele Finanzinvestoren erwerben Gesellschaftsanteile dann, wenn der zu veräußernde Unternehmensteil mit seinen Produkten auf den bestehenden Märkten etabliert ist und nachhaltig profitabel ist. Kleinere strategische Add-on-Akquisitionen sind für viele Finanzinvestoren dann interessant, wenn bereits in der Branche größere Kerninvestments bestehen.

Der *Verkauf an einen Manager* bezieht sich auf den Kauf der Tochtergesellschaft oder eines Geschäftsbereichs an eine im Unternehmen bereits vorhandene Führungskraft (MBO: Management-Buy-Out) oder an einen externen Manager (MBI: Management-Buy-In). Im Falle des MBO erwirbt in der Regel eine Führungskraft, die bereits für das Unternehmen arbeitet, die operative Unternehmenseinheit und übernimmt deren Führung. Dadurch, dass der MBO-Manager die Organisation der Gesellschaft durch seine Tätigkeit sehr gut kennt, sehen viele Unternehmer die Kontinuität in der Weiterführung gewährleistet. Problematisch kann die Finanzierung der MBO- oder MBI-Transaktion sein, wenn keine ausreichenden Eigenmittel der Führungskraft zur Verfügung stehen. Hier gibt es für eine gut beratene Führungskraft jedoch zahlreiche Möglichkeiten, das Eigenkapital zu stärken, indem Fördermöglichkeiten genutzt werden, der Verkäufer an der Finanzierung beteiligt wird (z. B. durch Kaufpreisstundung oder Verkäuferdarlehen) oder Finanzinvestoren als Eigenkapitalpartner hinzugezogen werden.

## 6 EXIT-TIMING

Bei einem Unternehmensverkauf geht es stets auch um das richtige Timing. Idealerweise wird ein Unternehmen zu einem Zeitpunkt verkauft, zu dem der höchstmögliche Kaufpreis erzielt werden kann. Das ist dann der Fall, wenn

die folgenden beispielhaften Aspekte bei dem zu verkaufenden Unternehmen erfüllt werden:

- am Markt etabliertes Produkt
- zwei bis drei Geschäftsjahre in Folge profitabel
- stabiles Wachstum in den letzten Geschäftsjahren und eine gute Wachstumsprognose
- keine, insbesondere vertrieblichen, Abhängigkeiten zur Muttergesellschaft oder zum Gesellschafter

Im Rahmen der Exit-Strategie einer Tochtergesellschaft treffen in der jüngeren Vergangenheit die oben genannten Aspekte aber meist nicht zu. Erschwerend kommt hinzu, dass in einigen Branchen die Entwicklung von einem Verkäufermarkt hin zu einem Käufermarkt stattgefunden hat. In der Folge können Kaufpreiserwartungen oftmals nicht realisiert werden oder der Verkaufsprozess zieht sich entsprechend zeitlich in die Länge.

Unterschätzt wird zudem die zeitliche Dauer für einen Verkaufsprozess im Zuge einer Exit-Strategie. Inklusive der Analysephase kann ein Verkaufsprozess neun Monate oder mehr Zeit in Anspruch nehmen.

Erfolgskritisch ist bei einer Exit-Strategie die professionelle Durchführung des Verkaufsprozesses. Insbesondere die Identifizierung von möglichen, auch internationalen Käufern, die durch den Erwerb der Tochtergesellschaft bzw. des Geschäftsbereichs einen Zusatznutzen erhalten und deshalb bereit und in der Lage sind, einen strategischen Kaufpreis zu bezahlen, ist enorm wichtig.

Ein Verkäufer benötigt Transaktionssicherheit. Die Erwerber sollen einen Verkaufsprozess durchlaufen, ohne kurz vor dem Notartermin abzuspringen oder den Kaufpreis nach unten zu korrigieren. Die Erwerber benötigen Transparenz hinsichtlich der Finanzsituation und den Risiken und das durchgängig über den gesamten Verkaufsprozess, um auch gegenüber den jeweiligen Entscheidungsgremien eine Freigabe für einen Erwerb zu erhalten.

“