

Exits von Wachstumsunternehmen

Die Ausrichtung von Unternehmen auf einen erfolgreichen Exit als Herausforderung

Die Zielsetzung von VC-Investoren und Business Angels ist es, einen Return on Investment zu realisieren. Das Finden von erfolgsversprechenden Investments und die Umsetzung einer nachhaltigen Wachstumsstrategie sind anspruchsvoll genug. Oft zeigt sich dann, dass die noch grössere Herausforderung darin besteht, einen erfolgreichen Exit realisieren zu können.

Verlässliche Statistiken zu Exits gibt es kaum. Man liest von wenigen spektakulären Exits und seltener, wenn ein Unternehmen aufgrund eines Konkurses von den Investoren abgeschrieben werden muss. Keine Transparenz herrscht jedoch im breiten Mittelfeld von leicht wachsenden, stagnierenden oder ums Überleben kämpfenden Unternehmen. Genau in diesem Segment gibt es eine nicht zu unterschätzende Anzahl Unternehmensbeteiligungen in den Portfolios von VCs, Business Angels, Family Offices und Privatinvestoren. Insbesondere diese Mittelfeld-Investments brauchen eine fundierte Exit-Strategie.

Cash and Time are King

Aussergewöhnliche Exits können die Performance eines PE-Portfolios sehr positiv beeinflussen. Nicht zu unterschätzen für die Performance eines PE-Portfolios ist aber auch, ob die anzahlmässig bedeutenderen Unternehmen im Mittelfeld zu einem Verkauf geführt werden können, oder ob sie sich über längere Zeit nicht entwickeln und allenfalls gar jedes Jahr auf zusätzliches Kapital angewiesen sind.

Die Situation von Unternehmen, welche stabile Cashflows generieren ist wenig problematisch. Für die Investoren wird bereits Mehrwert geschaffen, wenn aus den generierten Cashflows Fremdkapital abgebaut wird oder Ausschüttungen gemacht werden. Für den Verkauf des Unternehmens kann die beste Marktsituation abgewartet oder das Timing an die Bedürfnisse der Aktionäre angepasst werden.

Grundlegend anders ist die Situation von Unternehmen an der Schwelle des Break Even oder im Falle von negativen Cashflows. Ein um zwei Jahre aufgeschobener Exit oder gar Nachfinanzierungen haben einen substanziellen negativen Effekt auf den IRR.

Tabelle 1: Effekt, Verschiebung, Exit und Nachfinanzierung auf IRR

Investment (je 50% Jahr 1 & 2):	4'000'000	30%-Anteil
Exit-Wert für 100%:	30'000'000	
Multiple:	2.25	
Exit nach:	5 Jahre	7 Jahre
IRR ohne Nachfinanzierung:	25.8%	15.8%
IRR mit Nachfinanz. (2 Mio. Jahr 5):	n/a	9.5%
erforderl. Exit-Wert für IRR 25.8% (ohne Nachfinanz.):		47'500'000
erforderl. Exit-Wert für IRR 25.8% (mit Nachfinanz.):		58'000'000

Interessen-Symmetrie herstellen

Eine durchdachte Exit-Strategie und deren erfolgreiche Umsetzung sind der Schlüssel für gute ROIs. Dabei stehen sowohl die Eigentümer wie das Unternehmen selbst im Fokus: Wie können unterschiedliche Interessen der Stakeholder in Einklang gebracht werden? Wie kann ein Unternehmen ausgerichtet und organisiert werden, damit ein Unternehmensverkauf erfolgreich wird?

- Die Interessenlage im Falle mehrerer Investoren kann unterschiedlich sein. Die Problematik ergibt sich z.B. wenn in verschiedenen Finanzierungsrunden unterschiedliche Investoren zu unterschiedlichen Bewertungen und mit unterschiedlichen Zeithorizonten eingestiegen sind. Eine klare Abstimmung ist unabdingbar.
- Die Interessenlage des Managements und der Gründer kann von jenen der Finanzinvestoren differieren: Es geht für die Gründer um ein Lebenswerk und der finanzielle Anreiz für das Management ist eine Kombination aus Investment und Einkommen durch operative Tätigkeit. Wohl ist sich das Management i.d.R. bewusst, dass ihnen ein guter Exit auch einen guten Return für ihre Beteiligung und eine gute Referenz für spätere berufliche Engagements gibt. Die Motivation, dies zügig umzusetzen, ist von innen her aber oft nicht gegeben.
- In der vorausschauenden Planung sollten auch die Interessen der weiteren Stakeholder (Mitarbeiter, Kunden, Lieferanten usw.) berücksichtigt werden. Ein Unternehmensverkauf und die Eingliederung in eine grössere Unternehmensgruppe können vorteilhaft sein für Mitarbeiter oder Kunden, da das Unternehmen stabiler wird, kann aber auch zum Abgang wichtiger Mitarbeiter führen. Kunden oder Lieferanten können als potentielle Käufer in Betracht gezogen werden.

Eine frühzeitige systematische Thematisierung der Exit-Ziele und deren Verankerung bereits in den Investmentverträgen empfiehlt sich daher.

Implementation der Exit-Ziele in die Organisation

Oftmals sind die Aktivitäten, um ein Unternehmen in die Exit-Phase zu führen, zu unkonkret und zu wenig abgestimmt. Oft fehlen die konkreten Ziele, die umsetzungsorientierten Meilensteine und eine Zeitachse. Es ist die Aufgabe der Aktionäre, ein Team zusammen zu stellen, welches das Unternehmen zu einem erfolgreichen Exit führt. Massnahmen sind auf allen Stufen der Corporate Governance erforderlich:

- Bestimmung eines (mehrerer) „Champion“, welcher die Verantwortung für die Umsetzung des Exits auf Stufe Aktionariat übernimmt.
- Sicherstellung einer ausgewogenen Zusammensetzung des Verwaltungsrates, welcher die Kompetenzen für den Markt, die finanziellen Aspekte und den Exit-Prozess vereinen sollte.
- Ein operatives Management Team, welches die Fähigkeiten und Ressourcen hat, die gesetzten Meilensteine zu erreichen, und neben dem operativen Geschäft auch Präsentationen gegenüber potentiellen Käufern machen, Zusatzdokumentationen liefern, erforderliche Inputs in Exit-Verhandlungen bringen sowie die Due Diligence vorbereiten und begleiten kann.

Fehlen Elemente dieser Exit-orientierten Zielstruktur in der Unternehmensorganisation, sollten diese frühzeitig adressiert werden. In der Praxis ist oftmals zu beobachten, dass wesentliche Lücken im Team wahrgenommen, jedoch nicht oder viel zu spät gefüllt werden.

Implementation der Exit-Ziele in die Strategie

Es braucht eine intensive Diskussion zwischen Management, Verwaltungsrat und Investoren zur Klärung der Erfordernisse, damit ein Unternehmen verkaufbar wird:

Wer sind die natürlichen und möglichen Käufer des Unternehmens? Worin besteht deren Interesse im Falle eines Kaufs? Was sind die relevanten Wertgeneratoren? Sind diese ein Patentportfolio, Marktzulassungen, marktreife Produkte, klinische Studien und Krankenkassenabrechenbarkeit, Referenzkunden, Wachstumsraten, eine breite Kundenbasis, internationale Geschäftsaktivitäten, eine Mindestumsatzgrösse, eine EBITDA-Zielgrösse oder Marktanteile? Um zu diesen

Erkenntnissen zu gelangen, schadet es nicht, mit potentiellen Käufern frühzeitig Kontakte zu pflegen. Erwartet ein potentieller Käufer vom Unternehmen beispielsweise stabile Umsätze von mindestens CHF 20 Mio. und eine EBITDA-Marge von 20% oder ist er hauptsächlich an einer funktionierenden Technologie interessiert und kann den Markt besser selber erschliessen?

Einfluss von Finanzierungsrunden

Bei Venture Capital finanzierten Unternehmen kommt es oft vor, dass bis zur Erreichung des Break Evens oder des Unternehmensverkaufs die zuerst angedachten und zugesagten Finanzmittel nicht ausreichen. Die gesteckten Ziele werden nicht in der angestrebten Zeit erreicht und es braucht mehr Kapital. Können und wollen die bisherigen Investoren das zusätzliche Kapital anteilig zu ihren bisherigen Investments bereitstellen, ist die Lösung einfach und hat kaum Einfluss auf die Umsetzung der Exit-Strategie.

Kommen neue Investoren an Bord, wollen diese auf ihrem Investment ebenfalls einen ansprechenden Mehrwert erzielen. Dazu ist erneut ein Zeithorizont von 2-4 Jahren erforderlich. Dies kann die Haltedauer der bisherigen Investoren unerwünscht verlängern und erhöht auch das anzustrebende Bewertungs-niveau für den Unternehmensverkauf. Es ist also genau abzuwägen, ob eine weitere Finanzierungsrunde mit Verlängerung des Anlagehorizonts und mit Erhöhung der Zielbewertung wirklich im Interesse der bestehenden Aktionäre liegt oder ob nicht eine schnellere Veräusserung zu einem mutmasslich tieferen Wert eher in deren Interesse liegt.

Der Verkaufsprozess

Der Exit-Prozess eines Startup- oder Wachstumsunternehmens ist nicht ein M&A-Prozess von 6-9 Monaten im klassischen Sinne, bei dem ein externer M&A-Advisor ein Verkaufsmemorandum oder eine Long- und Shortlist erstellt, ein Blindprofil verschickt, einige Kaufinteressenten ein Angebot abgeben und dann an den Meistbietenden veräussert wird. In gewissen Fällen kann die letzte Phase des Exit-Prozesses wie hier plakativ beschrieben ablaufen. In der Regel handelt es sich beim Exit um einen stufenweisen Prozess von 18 bis 36 Monaten mit hoher Komplexität und der Erfordernis zur ganzheitlichen Betrachtungsweise. Allenfalls gibt es nur einen valablen Kauf-Interessenten. Wesentlich ist, dass die Unternehmensstruktur und

die Strategie wie oben beschrieben primär auf den Exit ausgerichtet werden. Dies initiiert der Investor idealerweise bereits zum Zeitpunkt seines Investments.

Fallbeispiel Exit Swiss Medical Solution AG

Swiss Medical Solution AG entwickelte eine patentgeschützte Plattformtechnologie für In-vitro-Diagnostik, die sich speziell für die Anwendung durch die Patienten selbst eignet. Das Unternehmen produziert und verkauft Selbsttests zur frühen Diagnose von Harnwegsinfektionen im OTC-Verkauf (U-Lab®).



Abbildung. 1: Diagnostic-Test U-Lab®
Quelle: Swiss Medical Solution AG

Das Unternehmen wurde 2004 mit Sitz in Büron / LU gegründet und in einer ersten Phase der Produktentwicklung durch den Gründer und qualifizierte Business Angels finanziert. 2006 erfolgte auf Basis eines ambitionierten Businessplans eine Finanzierungsrunde mit Venture Capital in mehreren Tranchen zur Finanzierung der Markteinführung des ersten Produktes U-Lab® (OTC-Produkt für den Vertrieb in Apotheken und Drogerien) sowie für die Entwicklung weiterer Anwendungen für andere Zielgruppen auf Basis der gleichen Technologieplattform. Wie so oft machte das Unternehmen zwar Fortschritte, es dauerte jedoch länger und benötigte mehr Kapital: Der laufende Cash-Abfluss bedingte 2008 eine Nachfinanzierung durch die bestehenden Investoren. Trotzdem schienen weder die Profitabilität noch ein Exit in absehbarer Zeit erreichbar. War das Unternehmen ein klassischer Fall einer Portfolioposition, die sich als „Dog“ herausstellen könnte?

2009 analysierten die Hauptaktionäre die Situation grundlegend neu. Wo lagen die Potentiale für die Realisierung eines erfolgreichen Verkaufs? Wer könnten mögliche Käufer des Unternehmens sein? In der Folge wurde der Verwaltungsrat umgebaut und mit mehr Industriekompetenz ausgestattet, ein neuer CEO und CFO wurden engagiert und die Honorierungssysteme des VR und der GL wurden ausschliesslich auf

den Exit-Event ausgerichtet. Exit-Strategie und Umsetzung sowie Kandidaten-Longlist wurden zu regelmässigen Traktandenpunkte in den VR-Sitzungen. Die Vermarktungs- und Produktstrategie wurde vollständig auf den Exit ausgerichtet und ein Meilensteinplan entwickelt: statt den alleinigen Fokus auf Umsatzwachstum des bestehenden Produktes U-Lab® zu legen, wurde die Fertigung eines zweiten Produktes, U-Test® vorgezogen, da damit neue potentielle Käufer für das Unternehmen adressiert werden konnten. U-Test® ist ein Diagnostikprodukt basierend auf der gleichen Technologieplattform, integriert in eine Windel für die Zielgruppen pflegebedürftige Menschen und Kleinkinder. Zielmarkt ist der professionelle Klinikmarkt.

Nach der CE-Zertifizierung von U-Test®, der Vorbereitung des Due Diligence Dossiers und der Erstellung eines Investment Memorandums war Swiss Medical Solution in der ersten Hälfte 2011 bereit, potentielle Käufer konkret anzugehen. Koordiniert sprachen VR-Mitglieder und Management die Targets auf der Shortlist an. Es folgen über mehrere Monate Präsentationen, Diskussionen, Absagen, Verhandlungen und schliesslich wurde mit einem Interessenten eine sehr intensive Due Diligence durchgeführt.

Im September 2012 akquirierte die schwedische SCA Gruppe die Swiss Medical Solution AG in einer Bar-Transaktion. Die Änderung der Prioritäten aufgrund der Exit-Potentialanalyse (mit dem Vorziehen der Entwicklung von U-Test® zur Marktreife) stellte sich als richtig heraus:

SCA war an diesem Produkt interessiert, da es genau zu deren Expansionsstrategie in den professionellen Klinik- und Pflegemärkten passte. Das Produkt U-Lab® wurde in eine neue Gesellschaft (gehalten durch die bisherigen Aktionäre) abgespalten und beinhaltet noch ein weiteres Upside-Potential.

Peter Letter

Managing Partner

paprico ag
partners for private capital & companies
Zugerstrasse 8a
6340 Baar

peter.letter@paprico.ch