

Redimensionierung durch Carve Outs als Teil einer Zukunftsstrategie



Mai 2021

Chancen und Erfolgsfaktoren

Die letzten Jahre zeichneten sich dadurch aus, dass Carve Outs im Rahmen eines strategischen Corporate Finance Ansatzes vermehrt an Bedeutung gewannen. 2021 wird sich dieser Trend verstärken, getrieben von dem Appetit großer Private Equity Firmen auf profitablere Teilbereiche eines Konzerns, aber insbesondere auch durch die zunehmende Erkenntnis etablierter Unternehmen, wie an den prominentesten Beispielen von ThyssenKrupp und Siemens zu sehen ist, dass ein einzelner Geschäftsbereich leichter und agiler agieren kann, ohne organisch eingebettet zu sein in einen großen Konzern. Ein weiterer Beschleuniger von Carve Outs ist die in der Post Covid Zeit ganz aktuelle überlebensnotwendige Redimensionierung. Umsatzeinbrüche, Veränderungen der Kundenwünsche und des Marktumfeldes zwingen dabei das Portfolio neu zu bewerten und somit zum Handeln. Welche Ausprägungen kann eine solche Redimensionierungsstrategie als Teil der Zukunftsplanung aber nun annehmen?

Insbesondere Transformationsvorhaben im Bereich der Digitalisierung und der IT-Struktur des Unternehmens sollten spätestens durch die Ausnahmesituation 2020/2021 verstärkt vorangetrieben worden sein und mit Blick

auf die Zukunft gilt es diese Entwicklung nachhaltig zu stärken. Auf operativer Ebene müssen Unternehmen nun diese Zeit nutzen, um ihre jetzige Aufstellung zu hinterfragen. Dies reicht von der Evaluierung der kompletten Supply Chain inklusive der Überprüfung der Produktion und den Standorten hin zur Untersuchung der vorhandenen Organisationsstruktur, Entscheidungsprozessen und Hierarchien. Die allgemeine Geschäftsplanung- und -entwicklung muss in Hinblick auf Profitabilität und Risiko einzelner Business-Units und Produktportfolios untersucht und bewertet werden. So gilt es Potenziale zu erkennen und gegebenenfalls den Scope zu verschlanken durch Equity Carve Outs bzw. über andere M&A Prozesse Zukäufe zu tätigen.

Die folgenden Ausführungen beziehen sich auf dieses Redimensionierungsumfeld. Carve Outs als Teil der Neupositionierung eines Unternehmens. Doch was macht diesen Prozess erfolgreich? Wie kann ein Carve Out zu einem profitablen Treiber im Rahmen einer Zukunfts- und Redimensionierungsstrategie werden?

Best Practice Beispiele

Einige Beispiele aus der Praxis unterstreichen die wachsende Beliebtheit von Carve Outs als strategisches Werkzeug. Um beim Beispiel Siemens zu bleiben, so lässt sich feststellen, dass sich das Unternehmen über die Jahre zum Carve Out Experten etabliert hat. Nur aus jüngster Vergangenheit wären hier das Spin-Off von Siemens Energy zu nennen oder auch die am 12.02.2021 bekanntgegebene Ausgliederung der Verkehrssteuerungssparte unter dem Namen Yunex Traffic. Bei ThyssenKrupp wurde 2019 die Ausgliederung der Aufzugssparte erfolgreich abgeschlossen und ein Carve-Out der Stahlsparte im letzten Quartal 2020 erstmals in Erwägung gezogen.

Definition und Gründe für ein Carve Out

Aus diesem Vorgehen ergibt sich nun die Definition eines Equity Carve Outs: Der Abspaltung und dem Verkauf eines Teils des Unternehmens in Form eines einzelnen Unternehmensbereichs oder einer Tochtergesellschaft. Dies kann in Verbindung mit einem Börsengang, bei dem Anteile veräußert werden geschehen. Das Mutterunternehmen kann aber muss dabei nicht alle Anteile veräußern und kann einen Großteil weiterhin halten, wie das bspw. bei Siemens Healthineers der Fall ist (85% hält weiterhin die Siemens AG). Übergestellte Aspiration bei egal welcher Form der Ausgliederung ist die Hoffnung, dass sich der Teilbereich in der neuen Organisationsstruktur besser entwickelt als bisher also einen höheren Shareholder Value erreicht. Doch was sind die allgemeinen Beweggründe, die ein Unternehmen dazu veranlassen diesen Weg zu gehen?

Carve Outs erfolgen meist vor dem Hintergrund einer strategischen Umstrukturierung und Neuausrichtung sei es durch den Wunsch einer vermehrten Konzentration auf Kernkompetenzen oder einfach durch die Tatsache, dass die Geschäftseinheit nicht mehr zur Geschäftsstrategie passt. Gleichzeitig kann aber auch der Wunsch nach mehr Flexibilität und Agilität ein Treiber für solche Transaktionen sein. Außerdem kann ein Carve Out einer Einheit auch aufgrund deren Positionierung in einer aktuellen Trendstimmung für maximalen Verkaufserlös erfolgen. Das bedeutet, dass diese Spin Offs großes Medieninteresse wecken und eine aktuelle Präferenz des Marktes bedienen. Dies ist beispielsweise bei dem Carve Out von Siemens Energy aus dem großen Mutterkonzern zu erkennen, Themen wie erneuerbare Energien und Wasserstofftechnik sorgen momentan für viel Fantasie an den Börsen und Unternehmen, die diese Thematiken bedienen erreichen hohe Bewertungen und davon wiederum kann die Mutter durch erhöhten Liquiditätszufluss profitieren. Neben diesen strategischen Beweggründen spielen Renditeerwartungen und finanzielle Erfordernisse eine große Rolle. Verfehlt beispielsweise eine Geschäftseinheit bestimmte Profitabilitätsziele oder kann diese nicht mit der Rendite der anderen Geschäftsbereiche mithalten kann es zur Ausgliederung kommen. Darüber hinaus besteht ein Vorteil für die Mutter als Ganzes darin, dass es durch die Veräußerung der Anteile zu einem Mittelzufluss für das Unternehmen kommt und somit die finanzielle Situation gestärkt werden kann. Werden nicht nur ein Teil, sondern die kompletten Anteile veräußert so ruft das PE Investoren oder auch an der strategischen Integration interessierte Unternehmen auf den Plan. Für diese kommt es nun zu der Herausforderung einen geeigneten Preis für den Geschäftsbereich zu definieren. Eine genaue

Finanzberichtstruktur ist durch die Einbettung in den Mutterkonzern meist nicht gegeben und so gestaltet sich der gesamte M&A Prozess als kompliziertes Vorhaben, welches nicht zuletzt durch ambivalente Zukunftsaussichten und Turbulenzen in den internationalen Aktienmärkten durch Covid-19 und damit einhergehende Schwierigkeiten in der Bewertung eine äußerst detaillierte Due Diligence verlangt. Die Anstöße für ein Carve Out können vielfältig sein und reichen von den genannten Hauptfaktoren wie der Fokussierung auf die Kernkompetenzen oder der Erhöhung der Liquidität durch die Anteilsveräußerung hin zur kompetitiven Schwäche der auszugliedernden Einheit. Häufig kommt es auch zu einem opportunistischen Verkauf bspw. im Rahmen eines „unsolicited approach“ und auch geopolitische Unsicherheiten können als Treiber für ein Carve Out stehen.

Grundsätzlich lässt sich bei einem Großteil der Unternehmen die einen Carve Out vollzogen haben sowohl bei der Tochter als auch bei der Mutter ein erhöhtes Wachstum und erhöhte Profitabilität nach der Transaktion erkennen und auch Investoren an den Märkten goutieren diesen Vorgang in der Großzahl der Fälle und sehen eine höhere Bewertung gerechtfertigt im Gegensatz zu einer Bewertung als Gesamtheit aller früheren Geschäftseinheiten.

Erfolgsfaktoren

Doch wann erweist sich ein Carve Out für die Mutter als geeignetes und erfolgreiches strategisches Mittel? Vereinfacht lässt sich sagen, dass ein Carve Out dann Sinn ergibt, wenn sich die zur Disposition stehende Einheit in seiner Einbettung in die Konzernstruktur in der Entfaltung behindert sieht, sprich wenn das Potenzial dieses Bereiches in der jetzigen Organisationsstruktur nicht vollständig gehoben werden kann. Ist der Carve Out als erfolgreichere Alternative identifiziert beginnt der von der Komplexität abhängende teils sehr langwierige Prozess.

Der **erste Erfolgsfaktor** ist also der der strategischen Evaluierung. Das bedeutet, dass ganz zu Beginn die genannte Erkenntnis steht, dass ein Carve Out den Shareholder Value steigern könnte. Auf diese folgt nun die Definition der zu erreichenden Ziele und den Parametern, unter denen der Carve Out erfolgen soll. Dies ist die Antwort auf den Wunsch der strategischen Neupositionierung und muss definieren in welchem Umfang der Carve Out erfolgen soll, sprich welche Ausgliederung Sinn ergibt und welche Implikationen sich daraus für die Mutter ergeben. Auch sollte zu diesem Zeitpunkt feststehen, ob es überhaupt einen validen Käufermarkt gibt und das Timing für den kompletten Prozess fixiert werden.

Der **zweite Erfolgsfaktor** liegt ebenfalls lange vor der eigentlichen Abspaltung. Um diese nämlich so flüssig wie möglich zu gestalten sollte das Unternehmen davor schon mit einem „Stand-alone Ansatz“ beginnen. Das heißt alle Funktionsbereiche rechtzeitig auf den eigenständigen Betrieb umgestalten, um dadurch die Geschwindigkeit der eigentlichen Abspaltung und den Verkaufspreis bei einem vollständigen Verkauf zu erhöhen. Potenzielle Käufer wissen diesen Aufwand nämlich nachweislich in Form eines höheren Preises zu goutieren. Dieser „Stand-alone Ansatz“ umfasst dabei insbesondere den IT-Bereich, welcher gerade bei großen Konzernen sonst in eine komplizierte Architektur eingebettet ist, aber auch andere Funktionsbereiche wie die komplette Supply-Chain aber auch Back-Office Aktivitäten wie Finanzen und Controlling spielen eine wichtige Rolle. Diese Bewertung ist immer eine individuelle und abhängig davon wie alleinstehend bereits jetzt die auszugliedernde Einheit im Unternehmen agiert. Je nach Umfang der Overheads und Managementeinbindung aber auch der Einbettung in die gesamte Wertschöpfungskette des Unternehmens gestaltet sich die Stand-Alone Transformation vermehrt komplexer und sollte frühzeitig bei der Zeitplanung berücksichtigt werden. Geschieht dies nicht komplett kann es zu deutlichen Zeitverzögerungen im Prozess kommen, eine der größten Herausforderungen und Hindernisse für einen vollumfänglich erfolgreichen Carve-Out.

Als **dritter Erfolgsfaktor** sind die Übergangs-Serviceverträge (transitional service agreements; TSA) zu nennen. Diese befassen sich mit vier zentralen Fragestellungen:

1) **Über welchen Zeitraum werden welche Leistungen begleitet?**

Detaillierte Festlegung des Umfangs an Dienstleistungen und Vermögenswerten und über welchen Zeitraum diese erbracht werden

2) **Wie erfolgt die Bereitstellung dieser Leistungen?**

Beantwortung der Art der Bereitstellung, welche Leistungen werden intern erbracht und inwieweit sind externe Gruppen involviert.

3) **Wie ist die Bepreisung definiert?**

Geht der komplexen Frage nach wie die Dienstleistungen im Rahmen der TSAs vergütet werden und in welchem Rahmen sich die Kosten bewegen werden.

4) **Wie erfolgt das Management in der Interims-Organisationsstruktur?**

Legt eine vorübergehende Governance Struktur sowie Monitoring Mechanismen fest.

Sind diese in einem großen Umfang definiert und dauern über einen Zeitraum von mehr als einem Jahr sieht der Käufer diese als große Versicherung gegenüber Ungewissheiten in der Post-Merger Integration, mit dem Ergebnis, dass sich dies in einem höheren Kaufpreis widerspiegelt, da der Käufer diese zu schätzen weiß. Die Kontinuität der Geschäftstätigkeit spielt hier eine entscheidende Rolle und um diese zu garantieren braucht es einen gewissen Zeitraum, um die Funktionen und Prozesse auf der Käuferseite aufzubauen und die TSA zu ersetzen. Auf der anderen Seite gilt zu beachten, dass die TSA nicht zu lange andauern sollten, da es sonst zu langwierigen und komplizierten Interdependenzen zwischen Käufer und Verkäufer lange nach der Transaktion kommt und somit zu viele Ressourcen seitens des Verkäufers bindet.

Unabhängig vom Umfang der Anteilsveräußerung, sei es zu 100% oder nur zu einem kleinen Teil mit bestehender Mehrheit durch die Mutter ist **es viertens wichtig die Verstrickungen im Konzern zu kennen und regelmäßig zu bewerten**, da diese maßgeblich an der Geschwindigkeit und dem gesamten Erfolg des Carve Outs beteiligt sind. Fehlendes Verständnis für die organisatorischen Verbindungen zwischen der auszugliedernden Einheit und der Mutter gelten als klare Hindernisse für ein erfolgreiches Vorhaben und führen zu höheren Kosten. Erst nach einer grundlegenden Analyse, welche in einem frühen Stadium erfolgen sollte, kann der Grundstein für eine rentable Desinvestition gelegt werden. Hier knüpft auch eine vielversprechende Philosophie an, dem Einsetzen eines spezialisierten Teams aus Experten verschiedener Bereiche welches mit dem Carve Out Vorhaben vertraut ist und den gesamten Prozess von der ersten genannten Analyse der Einbettung und der Interdependenzen in der Konzernstruktur über die Entwicklung des „Stand-alone Ansatzes“ hin zur Umsetzung der TSAs begleitet. Ebenso ist es wichtig in dieser Begleitung etwaiger Skepsis bei der Belegschaft sowie Kunden entgegenzuwirken und diese vielmehr proaktiv einzubinden und zu unterrichten, um Unsicherheiten rechtzeitig zu begegnen und frühzeitig eine dadurch bedingte Abwanderung und Beendigung von Angestellten- und Kundenbeziehungen zu vermeiden. Der Widerstand von Mitarbeitern oder Belegschaftsvertretern gilt nämlich unter anderem als einer der Show-Stopper von Carve Outs. All dies ist sehr ressourcenintensiv kann aber den Carve Out Prozess vorteilhaft und nachhaltig beeinflussen. Zur Steuerung kann ein Senior Executive bzw. Transformation Officer eingesetzt werden, dem in diesem gesamten Vorhaben eine wichtige Rolle zukommt.

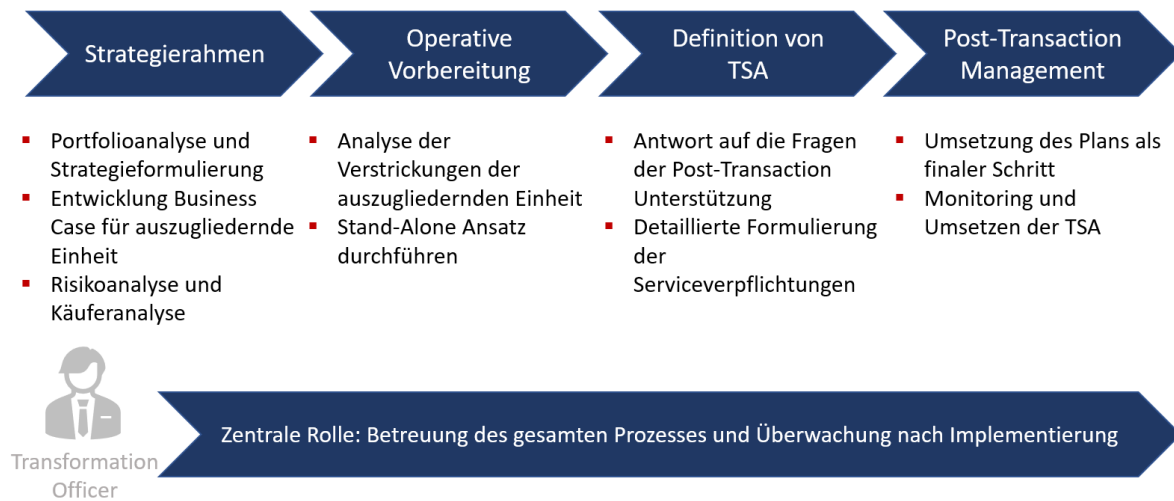


Abb. 1: Roadmap Carve Out

Fazit

Es lässt sich also feststellen, dass Carve Outs durchaus insbesondere in der jetzigen Lage ein großes Potenzial haben, den shareholder value erheblich sowohl für Verkäufer, Käufer bzw. ausgegliederte Einheit zu steigern. Dabei gilt es jedoch aufgrund der Komplexität eines solchen Vorhabens einiges zu beachten, beginnend bei der geeigneten strategischen Definition der zukünftigen Geschäftspositionierung, sich der daraus ableitenden zur Disposition stehenden Geschäftseinheit, deren Stand-Alone Fähigkeit, sowie der genauen Formulierung der TSAs.

Ein Engpass werden geeignete Manager sein die im Schnittpunkt von Strategie, M&A, Restrukturierung, Corporate Finance und Operations arbeiten und Carve Outs dementsprechend strategisch klug unter Beachtung aller Herausforderungen zielgerichtet umsetzen können.

Autor

Dr. Stefan Gros arbeitet als Chief Financial Officer und Transformation Officer ad interim für Unternehmen in Umbruchsituationen. Er ist u.a. Dozent für Business Valuation und M&A an der Kath. Universität Eichstätt Ingolstadt. Weitere Informationen erhalten Sie unter www.stefan-gros.de.

Kontakt: sg@stefan-gros.de