



White Paper

Due Diligence bei Konzern Carve-outs – Kauf von Konzernabspaltungen durch mittelständische Unternehmen

März 2013

Dr. Wieselhuber & Partner GmbH

Dr. Günter Lubos

Christian Feldmann

Due Diligence bei Konzern Carve-outs – Kauf von Konzernabspaltungen durch mittelständische Unternehmen

Viele Großunternehmen und Konzerne trennen sich mittels Carve-out oder Abspaltung von Teilen ihrer Geschäftsaktivitäten. Damit bieten sich auch mittelständischen Unternehmen Chancen, über gezielte Zukäufe dieser Carve-outs zu wachsen. Allerdings beinhaltet der Kauf von Konzernabspaltungen eine Reihe von Risiken, die deutlich über die Risiken beim Kauf einer mittelständischen, rechtlich selbständigen Einheit hinausgehen. Der vorliegende Artikel zeigt auf, worauf zu achten ist, welche Fehler vermeidbar sind und wie der Kauf einer Konzerneinheit zum Erfolg werden kann.

Steigendes Volumen an Carve-out Objekten als Kaufchance für mittelständische Unternehmen

Carve-outs, also die Verselbständigung von Unternehmensteilen mit meist anschließender Veräußerung, ist bei komplexen Strukturen und großen Konzernen ein erprobtes Mittel, um sich von Aktivitäten im Konzernportfolio zu trennen. Die Motive hierfür sind breit gestreut. Sie reichen von der fehlenden Erzielung der geforderten Umsatz- und Eigenkapitalrendite, über Verlustsituationen bis hin zur Aufgabe strategisch nicht mehr relevanter Geschäftsfelder.

Je häufiger sich Konzerne von Einheiten trennen, desto mehr Geschäftsaktivitäten kommen „auf den Markt“. Hier ist erkennbar, dass die Größe der verkauften Einheiten – gemessen am Umsatz – sinkt. Viele Konzernunternehmen haben nach der Phase des Verkaufs großer Einheiten damit begonnen, auch kleinere Geschäftsfelder abstoßen. So zeigen jüngste Veröffentlichungen, dass sich alleine die Bahn in absehbarer Zeit von ca. 500 ihrer 1.000 Beteiligungen – vor allem kleineren Beteiligungen und Randaktivitäten – trennen will.

Je kleiner die abgestoßenen Einheiten sind und je mehr auf den M&A-Markt kommen, desto interessanter wird dieser Markt auch für mittelständische Unternehmen. Auch M&A erfahrene Mittelständler, die schon Unternehmen und Beteiligungen erworben haben, müssen sich dabei bewusst sein: Der Erwerb eines „Konzern Carve-out“ unterscheidet sich in allen Phasen des Übernahmeprozesses deutlich vom Kauf eines mittelständischen Unternehmens, für das zum Beispiel im Zuge einer familiären Generationsnachfolge ein Käufer gesucht wird.

Der Kauf eines Konzern Carve-out – Chance und Risiko

Gliedert ein Konzern einen Bereich aus und verkauft ihn, so treffen im M&A-Prozess zwei unterschiedliche Welten aufeinander. Der methodengeprägte Konzern, der unter Umständen eine eigene Abteilung mit Spezialisten für M&A-Prozesse vorhält, hat bereits eine Vielzahl von Verkäufen getätigt und dadurch umfassende Erfahrungen. Für seine Mitarbeiter ist der M&A-Prozess Tagesgeschäft. Sie treffen auf den eher „bauchgesteuerten“ mittelständischen Unternehmer, der geringe Erfahrung mit Unternehmenskäufen, Due Diligence Abläufen und Verhandlungen mit Großunternehmen hat. In dieser Konstellation herrscht nicht unbedingt „Waffengleichheit“. Für jeden potenziellen Käufer ist es daher wichtig, sich mit den Besonderheiten von Carve-outs bei Konzernen in der Phase der Due Diligence auseinanderzusetzen.

Dies gilt besonders dann, wenn der ausgegliederte und veräußerte Teil in der Vergangenheit defizitär war. In solchen Situationen ist es bei Konzernunternehmen üblich, das Problem mittels einer finanziellen „Mitgift“ zu lösen. Der Käufer erhält nicht nur das Geschäft, sondern auch einen negativen Kaufpreis im Hinblick auf die Verlustsituation. Dieses – auf den ersten Blick verlockende – Angebot kann sich rasch ins Gegenteil verkehren und im wahrsten Sinne des Wortes zu „Gift“ werden, wenn die Verlustsituation nicht eindämmbar ist. Aus der Chance wird ein Risiko, das den Käufer massiv belastet oder sogar in den Abgrund zieht.

Gerade hier wird in der Praxis oft der Fehler gemacht, dass die Geschwindigkeit der möglichen Veränderungen beim Kaufobjekt unterschätzt wird. Es entstehen zusätzlicher Zeitbedarf und vor allem zusätzliche Kosten, die durch den negativen Kaufpreis nicht mehr gedeckt sind. Nur wenn es dem kaufenden Unternehmen gelingt, diese Risiken in der Due Diligence Phase richtig einzuschätzen, kann der Kauf eines defizitären Unternehmensteils ohne finanzielles Abenteuer erfolgen.

Geringe Ergebnistransparenz aufgrund der Integration in den Konzern

Handelt es sich bei einem Kaufobjekt um eine rechtlich selbständige Tochtergesellschaft, die seit langer Zeit mit allen unternehmerischen Funktionen wie Entwicklung, Vertrieb, Logistik, Produktion und Finanzen ausgestattet ist, so stellen sich eine Due Diligence und ein Kauf als vergleichsweise problemlos dar. Anders ist dies, wenn der zu kaufende Bereich bis vor kurzem rechtlich unselbständig und organisatorisch umfassend in den Konzern integriert war. In diesem Fall gibt es keine Historie in Form von Jahresabschlüssen. Der Käufer ist darauf angewiesen, aus dem internen Rechnungswesen des Konzerns ein Bild der wirtschaftlichen Situation abzuleiten.

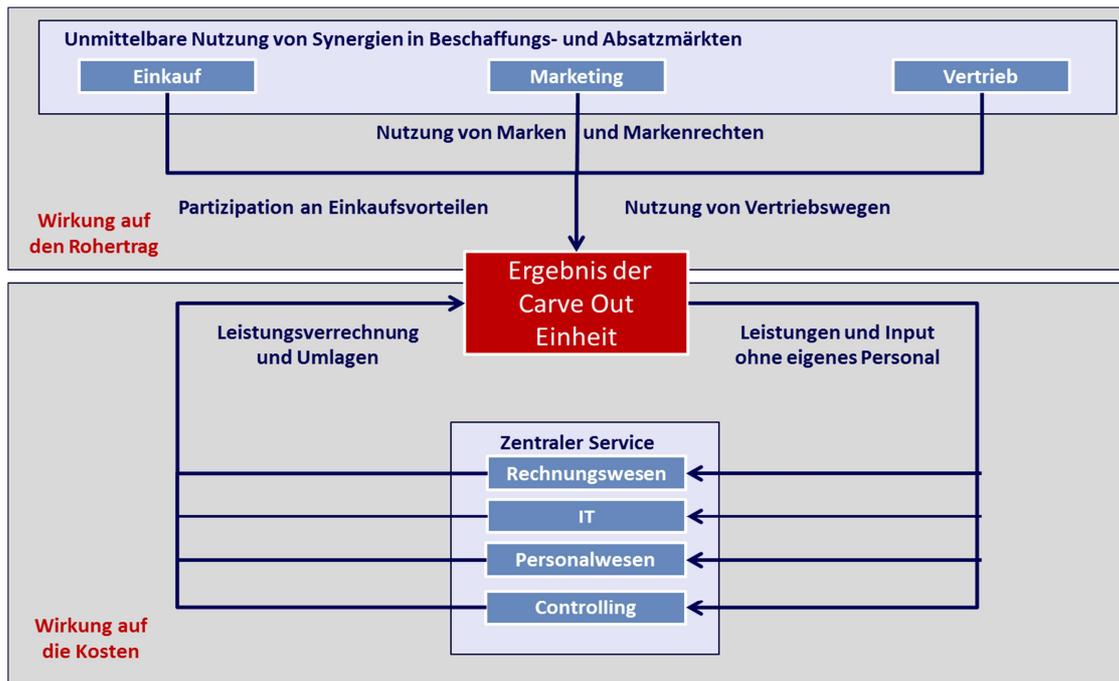
Da dieses in der Regel internen Steuerungszwecken dient, mit konzerntypischen Abläufen und Vorgaben ausgestaltet ist, muss sich jeder Käufer mit den „Konzernrichtlinien“ zu Budgetierung und Rechnungswesen befassen, um ein zutreffendes Bild der tatsächlichen wirtschaftlichen Lage zu erhalten. Eine reine Betrachtung vorliegender Zahlen ohne Kenntnis der Entstehungshistorie würde zu kurz greifen.

Konzerntypische Verflechtungen und ihre Auswirkungen auf die Ertragskraft

Die Integration in den Konzern erschwert nicht nur die Schaffung von Transparenz. Konzerntypische Verflechtungen aufgrund der hohen Arbeitsteiligkeit betreffen ebenso und unmittelbar die Ertragskraft. Besonders administrative Funktionen wie Personalwesen, Rechnungswesen, Einkauf oder IT sind in vielen Konzernen als zentralisierte Servicefunktionen organisiert. Ihre Leistungen werden für die Einheiten zentral erbracht und mittels Umlagen von den dezentralen Einheiten vergütet. Verbunden mit der Neigung von Konzernunternehmen, diese Funktionen auf hohem methodischen Niveau optimal auszustatten, führt dies zu Funktionskosten, die ein mittelständisches Unternehmen in dieser Höhe nicht aufwenden würde. Hier stellt sich bereits in der Due Diligence Phase die Frage, welche Einsparungsmaßnahmen bei Anpassung an das Organisationsniveau des mittelständischen Unternehmens möglich sind.

Auch der umgekehrte Fall ist denkbar. So kann eine zentrale Einkaufsfunktion Konditionen erreichen, die dem mittelständischen Unternehmen aufgrund geringerer Einkaufsmacht nicht möglich sind. Dies führt nach Übernahme zu steigenden Einstandspreisen, damit einer steigenden Materialquote und so zu einer Reduzierung der ursprünglich hohen Ertragskraft. Auch im Vertrieb kann die Nutzung der konzernweiten Vertriebsorganisation "Verkaufsmengen" ermöglichen, die einem mittelständischen Unternehmen mit schmalere Vertriebsbasis nicht zugänglich sind. Besonders problematisch kann es werden, wenn die ausgliedernde Einheit Marken des Konzerns nutzt oder unter dessen Marke agiert. In solchen Fällen bedarf es einer genauen Betrachtung, inwieweit die Marke des Unternehmens entscheidenden Einfluss auf die Umsätze der Carve-out Einheit hat und welche Umsätze möglicherweise entfallen, wenn die Marke nach dem Carve-out nicht mehr zur Verfügung steht.

Grafik 1: Integrationsgrad von Geschäftsfeldern und mögliche Ergebniswirkungen



Die Ermittlung eines angemessenen Kaufpreises – Herausforderung bei unselbständigen Einheiten

Für die Festlegung eines Kaufpreises gibt es vielfältige Modelle und Methoden, die stets auf Zahlen aus dem Kaufobjekt basieren. Bei Carve-outs aus unselbständigen Einheiten existiert das Problem, dass aufgrund fehlender Historie infolge nicht existierender testierter Jahresabschlüsse, Unsicherheit hinsichtlich der Aussagekraft der Ergebnisse entsteht. Um ein zutreffendes Bild der tatsächlichen wirtschaftlichen Lage zu erhalten, ist es für den Käufer unerlässlich, sich auch mit der Methodik des internen Rechnungswesens im verkaufenden Konzern auseinander zu setzen - denn sie beeinflusst nicht unwesentlich die Aussagekraft von Ergebnisausweisen. Dies gilt für zukunftsgerichtete Planungsdaten des Controlling ebenso, wie für die historischen oder aktuellen Ergebnisse aus dem internen Rechnungswesen des Konzerns. Eine Kaufpreisberechnung, die auf einer wenig transparenten Basis fußt, multipliziert diesen Unsicherheitsfaktor unter Umständen erheblich und führt zu einem überhöhten Kaufpreis, der in seiner Dimension erst nach dem Erwerb sichtbar wird.

Denken und Handeln von Konzern und Mittelstand unterscheiden sich

Mittelständische Unternehmen stellen nach dem Kauf eines Konzernteils voller Überraschung fest, dass die übernommenen Führungskräfte völlig anders „ticken“, als dies beim Käufer der Fall ist. Global agierende Konzerne organisieren sich so, dass Prozesse (weltweit) einheitlich strukturiert und

vorgegeben sind. Das gesamte Unternehmen denkt in prozessualen Abläufen, die möglichst gleich sind. Dies hat den Vorteil, dass im Rahmen einer konzernweit geplanten Personalrotation versetzte Mitarbeiter immer auf die gleichen Prozesse stoßen und schnell produktiv werden. Ein weiterer Vorteil: Vorgesetzte müssen nicht inhaltlich führen, sondern können sich auf die eigentliche Führungsaufgabe konzentrieren. Details und Inhalte sind mittels umfassender Organisationsanweisungen festgelegt.

Anders als der Konzern „denkt“ der Mittelstand weniger in Prozessen, sondern vielmehr in Aufgabeninhalten. Es bleibt dem einzelnen Mitarbeiter überlassen, wie er seine Aufgabe konkret erfüllt. Dies führt bei unklaren Situationen dazu, dass der Mitarbeiter seinen Vorgesetzten stärker inhaltlich und fachspezifisch fordert, als dies bei Konzernen der Fall ist.

Hinzu kommt bei Konzernen eine stärker konsensorientierte Kultur, bei der aus „politischen“ Gründen vielfältige Abstimmungsprozesse stattfinden. In der kulturellen Wahrnehmung wird dies im Mittelstand als bürokratisch empfunden, während ein konzerngeprägter Mitarbeiter die Entscheidungsfindung im Mittelstand als impulsiv, spontan oder bauchgesteuert empfindet.

Grafik 2: Rahmenbedingungen einer konzerngeprägten Unternehmensstruktur



Diese Gegebenheiten bilden die Rahmenbedingungen, unter denen die Carve-out Einheit innerhalb des Konzerns gut und ertragreich operiert hat. Fallen diese Faktoren im Rahmen der Übernahme weg, so kann es sein, dass die Organisation nicht mehr „rund läuft“ und daher auch ihre Ertragskraft einbüßt. Die Frage, ob dieses Risiko besteht, sollte ein wesentlicher Punkt im Rahmen einer Due Diligence sein.

Das kaufende Unternehmen sollte bereits bei der Due Diligence erkennen, wie groß die kulturelle Kluft zwischen beiden Einheiten ist und wie veränderungsbereit und -fähig die Carve-out Organisation einzustufen ist. Dies beeinflusst die Integrationsfähigkeit des Kaufobjektes und damit auch den wirtschaftlichen Erfolg des Erwerbs.

Was bedeuten die Herausforderungen für den Due Diligence Prozess

Damit der Kauf eines Konzern Carve-out zum Erfolg wird, ist bereits bei der Due Diligence eine Reihe von Schwerpunkten zu setzen:

- Je stärker ein Geschäftsfeld in der Vergangenheit integriert war und je kürzer die Herauslösung zurückliegt, desto schwieriger sind die wirtschaftlichen Auswirkungen der Integration zu erkennen und desto tiefer muss sich eine Due Diligence mit den wirtschaftlichen Auswirkungen der Herauslösung befassen.
- Nicht nur die Zahlen selbst, sondern die methodische Entstehung der Zahlen ist gründlich zu hinterfragen, um deren Belastbarkeit zu erkennen.
- Die unmittelbaren und mittelbaren Abhängigkeiten und Verflechtungen sind zu ergründen und in einem konkreten Risikoszenario zu bewerten.
- Das organisatorische Methodenniveau und die damit einhergehenden Kosten sind hinsichtlich ihrer Notwendigkeit zu prüfen, um mögliche Kostensenkungspotenziale realistisch beurteilen zu können.
- Ein „Kulturaudit“ hilft, die Veränderungsbereitschaft von Führungskräften zu erfassen und zu bewerten, inwieweit sie sich in eine „mittelständische Welt“ einfinden können.
- Die Überleitung der konzerngeprägten Organisation in ein „mittelstandsfähiges Format“ erfordert ein systematisches Vorgehen, wobei mögliche Problemfelder für die spätere Integration bereits frühzeitig – also bereits während der Due Diligence – erkannt werden sollten.

Bei dem Kauf eines Konzern Carve-out wird besonders deutlich, dass die Zahlenwelt nur einen von mehreren Aspekten darstellt. Wichtig ist vor allem, zu erkennen, in welchem Maße diese Welt in das konzerntypische Umfeld eingebettet ist und vor allem ob und wie schnell sie aus diesem Umfeld herauslösbar ist. Nur wenn dies gelingt, wird der Kauf eines Carve-out auch zum wirtschaftlichen Erfolg.

Kontakt

Dr. Günter Lubos
Dr. Wieselhuber & Partner GmbH
Nymphenburger Str. 21
Tel.: 089 / 28623-112
Email: lubos@wieselhuber.de

Christian Feldmann
Dr. Wieselhuber & Partner GmbH
Nymphenburger Str. 21
Tel.: 089 / 28623-248
Email: feldmann@wieselhuber.de

Stephanie Meske
Dr. Wieselhuber & Partner GmbH
Public Relations
Nymphenburger Str. 21
Tel.: 089 / 28623-139
Email: meske@wieselhuber.de



Dr. Wieselhuber & Partner (W&P) ist eine unabhängige, branchenübergreifende Top-Management-Beratung für Familienunternehmen sowie öffentliche Institutionen. Im Fokus der Beratungsleistung stehen die unternehmerischen Gestaltungsfelder Strategie und Innovation, Führung und Organisation, Marketing und Vertrieb, Produktentstehung und Supply Chain, sowie die nachhaltige Beseitigung von Unternehmenskrisen durch Restrukturierung und Finance. Mit Büros in München, Düsseldorf und Hamburg bietet Dr. Wieselhuber & Partner seinen Kunden umfassendes Branchen- und Methoden-Know-how und zeichnet sich vor allem durch seine Kompetenz im Spannungsfeld von Familie, Management und Unternehmen aus.

Als unabhängige Top-Management-Beratung vertreten wir einzig und allein die Interessen unserer Auftraggeber zum Nutzen des Unternehmens und seiner Stakeholder. Wir wollen nicht überreden, sondern geprägt von Branchenkenntnissen, Methoden-Know-how und langjähriger Praxiserfahrung überzeugen. Und dies jederzeit objektiv und eigenständig.

Unser Anspruch ist es, Wachstums- und Wettbewerbsfähigkeit, Ertragskraft und Unternehmenswert unserer Auftraggeber nachhaltig sowie dauerhaft zu steigern.

STRATEGIE & INNOVATION

ORGANISATION & FÜHRUNG

MARKETING & VERTRIEB

PRODUKTENTSTEHUNG

SUPPLY CHAIN MANAGEMENT

RESTRUCTURING & FINANCE



Dr. Wieselhuber & Partner GmbH

Unternehmensberatung

info@wieselhuber.de
www.wieselhuber.de