

M&A REVIEW

MERGERS & ACQUISITIONS • Beteiligungen • Allianzen • Restrukturierungen • Divestments • Private Equity

www.ma-review.de

Publikationsorgan **BUNDESVERBAND
MERGERS &
ACQUISITIONS E.V.**

31. Jahrgang

1-2/2020

SONDERDRUCK

Standpunkt

Post-M&A-Prozessfinanzierung –
Die Toolbox wächst

Recht und Steuern

Grundzüge Public M&A
in Deutschland

Recht und Steuern

Corporate Venture Capital (CVC)
– erfolgreiche Strukturierung von
CVC-Vehikeln und Umsetzung der
Corporate Governance

Austria Column

Österreichs M&A-Markt auch
2019 im (moderaten) Sinkflug

Switzerland Column

M&A-Aktivität in der Schweiz im
Jahr 2019 nach dem Rekordjahr
2018 leicht zurückgegangen

Strategie

Studie „Unternehmenskäufe:
Motivation, Herausforderungen
und Erfolgsfaktoren“

Deal des Monats

AMS gelingt Osram-Übernahme

Mit freundlicher Empfehlung von


AURELIUS & **Deloitte.**

Mit Jubiläumsbeitrag
„30 Jahre M&A REVIEW“



Strategie

**Carve-out Management
als Erfolgsfaktor für
Wertsteigerung und
Wachstumsstrategien**

M&A media services

GmbH

Carve-out-Management als Erfolgsfaktor für Wertsteigerung und Wachstumsstrategien

Thomas Menzler & Marc Niemeyer, Deloitte,
Franz Woelfler & Géraldine Haase, Aurelius

1. Einleitung

Seit 2008 erlebt die globale M&A-Aktivität einen Aufschwung. Im Jahr 2019 ist ein leichter Abschwung von 3%¹ im Vergleich zum Vorjahr zu erkennen, das Gesamtvolumen und die Anzahl an Deals liegen allerdings weiterhin auf einem historisch hohen Level.² Zu beobachten ist, dass die Anzahl der Deals zurückgegangen ist, jedoch das Volumen, insbesondere von Megadeals über 10 Mrd. USD³, zugenommen hat. Treiber dieses Wachstums sind technologie-orientierte Transaktionen.⁴ Dabei stechen insbesondere auch die Zunahme des Volumens von PE-gestützten Transaktionen im Mid-Cap-Bereich (18%⁵) sowie der mit circa 40% relativ hohe Anteil von Carve-outs⁶ heraus. In der DACH-Region waren in den ersten drei Quartalen 2019 drei der Top 5 Deals Carve-outs Deals.⁷ Weitere Assets, wie TK Elevator oder BASFs Construction Chemical-Bereich, sind oder waren im Prozess und ziehen insbesondere auch das Interesse von PE-Investoren an.⁸

Aktuell trüben weiterhin globale Unsicherheiten die positiven Aussichten. Der Handelsstreit, Brexit, die Situation im Mittleren Osten, steigende politische und regulatorische Interventionen sowie ein allgemeiner wirtschaftlicher Abschwung führen zu Ungewissheit und fördern somit die allgemeine Zurückhaltung von Investoren und Finanzinstituten.⁹ Bei den entscheidenden Akteuren im M&A – den Banken – spiegelt sich dieses Verhalten in der restriktiven Vergabe von Krediten wider, was sich wiederum negativ auf die M&A-Aktivität auswirkt.¹⁰ Im vierten Quartal 2019 erkennen wir diese Zurückhaltung bei Unternehmen insbesondere im Marktangang. Interessant ist jedoch, dass vorbereiten-

de Aktivitäten für Deals, insbesondere Carve-outs, Spin-offs und IPOs robust bleiben.

Aktive Portfoliobereinigungen und das damit einhergehende Divestment liegen bei vielen Unternehmen im Trend.¹¹ Carve-outs sind somit inzwischen eine essenzielle Komponente von erfolgreicher M&A-Aktivität geworden. Deutlich wird dies in einer Studie von Deloitte, bei der mehr als 80% der Teilnehmer angeben (+10% zum Vorjahr), dass sie im nächsten Jahr den Verkauf einzelner Divisionen oder Portfoliounternehmen planen.¹² Die hohe Liquidität insbesondere durch PE-Investoren im Markt wirkt auf der anderen Seite als Treibstoff für zukünftige globale M&A-Aktivitäten.¹³ Insbesondere im Private-Equity-Sektor spiegelte sich dieser Aufwärtstrieb in den letzten Jahren in der Zunahme an Plattform und Add-on-Deals wider.¹⁴ So übernehmen Finanzinvestoren die Rolle des Industriekonsolidators und nutzen Skaleneffekte sowie Investitionen in Technologie, um Kosten zu senken und Wert zu schaffen.¹⁵ So sind auch die Multiples im deutschen Markt in 2019 trotz aller Unsicherheiten relativ stabil geblieben.¹⁶

Diese aktuellen Marktentwicklungen verstärken das Bedürfnis der Unternehmen nach Divestments und Carve-outs, da diese eine strategische Neuausrichtung und Revitalisierung sekundärer Geschäftsaktivitäten oder Unternehmensbereichen ermöglichen.¹⁷ Im Vordergrund steht dabei die Ablösung und Veräußerung von Nicht-Kernaktivitäten, um Kapital für Akquisitionen beziehungsweise Investitionen, insbesondere in neue Technologien, zu generieren. Auch kartellrechtliche Vorgaben und aktivistische Investoren treiben diesen Trend.¹⁸ Inhaltlich werden Transaktionen somit transformatorischer und komplexer.

1 Vgl. Refinitiv (2019). Global Mergers & Acquisitions Review. Refinitiv, Dezember 2019.

2 Croft (2019). The Year in M&A: „Super Mega“ Deals. Fortune, Dezember 2019.

3 Vgl. Refinitiv (2019). Global Mergers & Acquisitions Review. Refinitiv, Dezember 2019.

4 Ebenda.

5 Ebenda.

6 Thomson One (2019). Auszug Global M&A – DIVESTMENTS AND CARVEOUTS, November 2019.

7 Ebenda.

8 Vgl. MergerMarket (2019). EMEA Trend Summary Q1-Q3 2019. Mergermarket, Q3 2019: 12ff.

9 Deloitte (2019). The Future of the deal – Winds of Change. Deloitte, 2019.

10 Köhler & Landgraf (2019). Zurückhaltende Banken – Firmenübernahmen lassen sich immer schwieriger finanzieren. Handelsblatt, November 2019.

11 J.P.Morgan (2019). 2019 Global M&A Outlook – Underlocking value in a dynamic market. Januar 2019.

12 Vgl. Deloitte (2018). The State of the Deal – M&A Deals 2019. Deloitte Development, September 2018: 7.

13 Vgl. Financial Times (2019). PE races to spend record USD 2.5 tn. cash pile. Financial Times, Juni 2019.

14 Lykken (2019). Why are add-ons getting so much bigger? Pitchbook, Mai 2019.

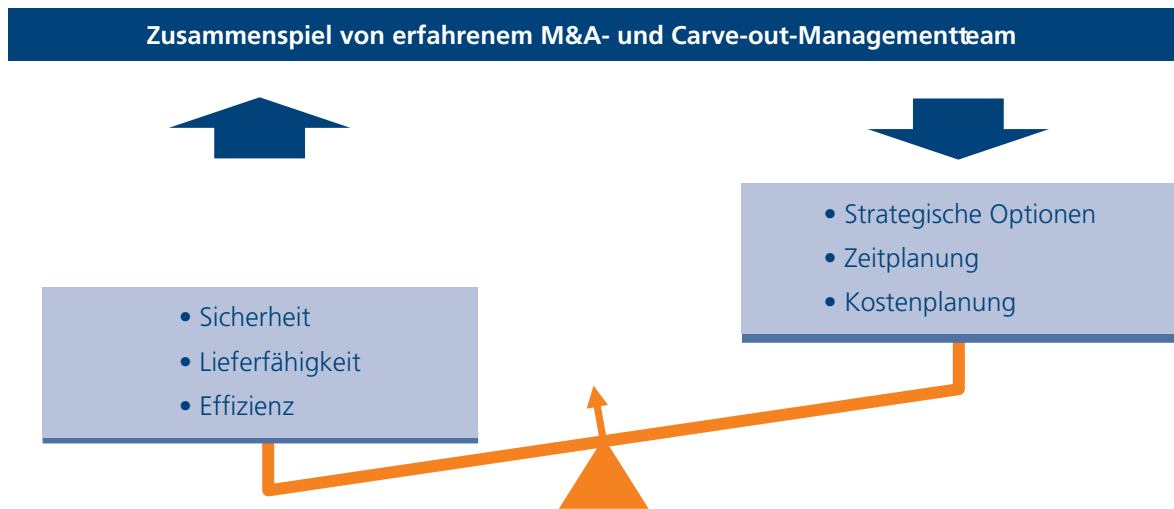
15 Vgl. Dechert (2019). Global Private Equity Outlook 2020. Mergermarket, Oktober 2019: 7ff.

16 Fromm (2019). Das sind die Multiples-Trends des Jahres 2019. Finance Magazin, Dezember 2019.

17 Seeliger & Crozalis (2019). Kartellrecht im M&A Prozess. Springer, April 2019: 431-460. 18 Ebenda.

Abb. 1 • Erfahrung und Prozesskompetenz sichern die Balance zwischen Sicherheit und Flexibilität

Quelle: Eigene Darstellung



Richtig gemanagt bieten Carve-outs Verkäufern und Käufern weitreichende Potenziale in der Wertsteigerung. Die frühzeitige Erarbeitung von Exit-Strategien ist nicht nur im PE-Umfeld, sondern für alle Unternehmen relevant. Wir erwarten, dass Buy & Build-Szenarien und strategische Neuausrichtungen in den kommenden Jahren, in einem inhärent unstetigen Umfeld, das durch immer mehr Unbeständigkeit, Unsicherheit, Komplexität und Mehrdeutigkeit geprägt ist, zunehmend relevanter werden.¹⁹

Auf der Verkäuferseite unterstützen Carve-outs die Bereinigung des Portfolios, um die limitierten Ressourcen auf das Kern-/Wachstumsgeschäft lenken zu können. Bei der erfolgreichen Portfoliobereinigung wird daher vor dem Carve-out eine strategische Stoßrichtung für das Target festgelegt, um es im späteren Verlauf optimal vermarkten zu können, aber auch die eigenen Ansprüche, wie beispielsweise Fortführung oder langfristige Kooperation, sicherzustellen.

Auf der Käuferseite stellen ausgegliederte Unternehmensteile oft das passende Glied dar, das es dem Unternehmen ermöglicht, sich anorganisch in Breite, Tiefe, aber auch komplementär zu erweitern.²⁰ So übertrafen beispielsweise Unternehmen, die in der ersten Hälfte von 2019 ausgegliederte Geschäftsteile gekauft haben, ihre Industrie-Benchmark.²¹

Die beidseitigen Interessen stellen einen hohen Anspruch an eine effiziente Gestaltung, Planung und Durchführung von Carve-outs. Eine umfängliche Vorbereitung ist unerlässlich, um eine möglichst hohe Prozesssicherheit für alle Beteiligten zu erreichen. Ein erfahrenes Projektteam, die Fokussierung des Manage-

ments auf das Kerngeschäft und der richtige Einsatz von agilen und digitalen Tools ist dabei unerlässlich.²²

Ziel dieses Beitrags ist es, anhand von Fallbeispielen jene gemeinsamen Erfolgsfaktoren herauszustellen, die im Verlauf des Carve-outs und Akquisitionsprozesses zur Steigerung des Unternehmenswertes führen. Die Fallstudien enthalten ausgewählte Akquisitionen und Veräußerungen der Aurelius Equity Opportunities²³ und demonstrieren Best-Practice-Erfahrungen der Autoren.

2. Ziele und Herausforderungen des Carve-outs

Der Zielkonflikt zwischen Verkäufer und Käufer ist bekannt. Allerdings kann der Käufer den Deal so gestalten, dass er sich strategische Optionen offenhält und gleichzeitig Anreize für den Verkäufer schafft, auf einem Deal in seinem Sinne einzugehen.

Erfolgreiches Carve-out-Management kennzeichnet sich durch die Balance von Sicherheit, Lieferfähigkeit und Effizienz des Prozesses auf der einen, und einer möglichst hohen Flexibilität bezüglich des Käuferuniversums auf der anderen Seite. Um diese Flexibilität zu erzielen, müssen potenzielle Käufer Spielraum und Entwicklungsmöglichkeiten in der strategischen Gestaltung des Objekts sehen.²⁴ Daher ist eine Flexibilität in Bezug auf die Etablierung der Standalone-Fähigkeit des Carve-out-Objekts wichtig. Nur so kann dem Käufer ausreichend Freiraum zur Umsetzung von strategischen Zielen gegeben werden. Ein erfahrenes M&A- und Carve-out Managementteam kann diese Faktoren erkennen, verstehen, abwägen und beeinflussen (Abbildung 1). ▶▶

19 Buschmann (2019). M&A Trends für Strategen. Controlling und Management Review, August 2019: 18ff.

20 Ebenda.

21 Mercereau & Smithson (2019). Buying divested assets creates shareholder value in 2019. Willis Towers Watson, September 2019.

22 Faulmann, Rattka & Tucher (2017). Das richtige Schneidewerkzeug: Tool-basierte Durchführung von Carve-outs. M&A Review, Juni 2017: 195ff.

23 Die AURELIUS Gruppe ist eine europaweit aktive Investmentgruppe. Die AURELIUS Equity Opportunities SE & Co. KGaA ist der börsengehandelte Investmentarm mit Fokus auf Konzernabschlüssen und Plattform-Investitionen im Midmarket in verschiedenen Branchen. Mit einem Team von mehr als 80 eigenen Operations-Experten unterstützt AURELIUS die Portfoliofirmen in ihrer langfristigen Entwicklung.

24 Joy (2018). Divestitures and Spin-Offs: Lessons Learned in the Trenches of the World's Largest M&A Deals. Springer: 23ff.

Abb. 2 • Full- versus minimale Standalone-Ausprägung

Quelle: Eigene Darstellung

Parameter	Standalone Ausprägung		
	Full	Partiell	Minimal
Erreichen der Full-Standalone-Fähigkeit	Im Wesentlichen zum Signing/ partiell zum Closing	Im Wesentlichen zum Closing/ partiell in TSA-Phase	Zum Ende der TSA-Phase
Typischer Start des operativen Carve-outs	Frühestmöglich/vor Käuferansprache	Nach Signing	Nach Closing
Gesellschaftsrechtliche Struktur	Share Deals/kompletter Teilkonzern		Asset Deals
Verträge	Frühestmögliche Migration von Kunden/ Lieferanten/Dienstleistern		Migration/neue Kontrahierung zum Closing
Assets	100% abgrenzbar, dem Carve-out- Objekt zugeordnet	Transfer zum Closing	Shared Assets/Werke/Büros/ Lizenzen bis Ende TSA-Phase
Mitarbeiter	100% dediziert oder Aufbau bis Signing/Closing	Transfer zum Closing	Übernahme durch Käufer/ Aufbau bis Ende TSA-Phase
Systeme	Eigene Infrastruktur, Applikationen und Organisation	Teilweise physische, sonst logische Trennung	Migration/Aufbau bis Ende TSA-Phase
Prozesse	Keine oder minimale Abhängigkeiten bis zum Closing, eigene Buchungskreise	Teilweise Verknüpfungen mit dem abgebenden Unternehmen, eigene Buchungskreise ab Closing	Starke Verknüpfung bis Ende TSA-Phase
TsAs	keine		umfangreich

In der Praxis ist ersichtlich, dass eine sorgfältige Vorbereitung inklusive der Berücksichtigung möglichst aller realistischen Szenarien bezüglich der Abgrenzung des Carve-out-Objektes, des Dealprozesses sowie des operativen Carve-out-Prozesses in einer Phase vor der Käufer-/Marktansprache ein hohes Maß an Flexibilität ermöglicht. So lassen sich je nach Strategie und Verlauf die Parameter zwischen einem Full-Standalone- zu einem minimalen Standalone-Ansatz modular anpassen.²⁵ Ein modular aufgebauter Ansatz erleichtert auch die Kommunikation mit dem Käufer hinsichtlich gegenseitiger Erwartungshaltungen, Zeitleisten und Kosten (Abbildung 2).

Herausforderungen bei Carve-outs ergeben sich oftmals durch die Unterschätzung der operativen Komplexität und mangelnder Erfahrung des Deal- und Management-Teams.²⁶ Dies spiegelt sich zunächst in einer fehlenden Vorbereitung und unterschätzten Zeitleisten wider. Ein einmal initiiertes, aber unzureichend vorbereiteter Verkaufsprozess führt nicht selten zum Abbruch der Deal-Verhandlungen mit entsprechend hohen Kosten auf allen Seiten und nachhaltigen negativen Effekten für das Carve-out-Objekt. Im Verlauf des Carve-out-Prozesses kann die Unterschätzung der Komplexität dazu führen, dass das operative Geschäft vernachlässigt

wird.²⁷ Häufig werden auch menschliche Faktoren unterschätzt²⁸, wie beispielsweise die Bindung und Multiplikatorfunktion des Managementteams und durchgängige transparente interne und externe Kommunikation.

3. Carve-out Prozess

Der Carve-out-Prozess lässt sich in vier Phasen unterteilen. Die Strategie- und Design-, die Vorbereitungs-, die Umsetzungs- sowie die Transformations- und Integrationsphase.²⁹

Die Involvierung des beziehungsweise der Käufer startet typischerweise in der Vorbereitungsphase und ist je nach Strategie und Wettbewerbssituation unterschiedlich stark ausgeprägt. In einzelnen Fällen ist vor Closing allerdings eine unnötig starke Zurückhaltung der Käuferseite zu beobachten, sich aktiv in Carve-out-Planungen einzubringen und somit eine optimierte Übernahme und Integration zu fördern. Wenn wettbewerbsrechtliche und andere unternehmensspezifische Interessen gewahrt bleiben, ist eine frühzeitige offene Diskussion anzustreben. Diese hilft, beidseitig Werte zu realisieren.

25 Deloitte (2014). It's not easy to say goodbye: Perspectives on driving divestiture and carve out value. Deloitte M&A Institute: 50ff.
26 Brauer, Hollasch, Niemeyer, Von Räden (2019). Carve-out. In: Schalast C., Raetig L. (eds) Grundlagen des M&A-Geschäftes. Springer Gabler, April 2019: 300ff.

27 Deloitte (2010). CFO insights: Divestitures and Carve-outs: Becoming a Prepared Seller. Deloitte Development.
28 Joy (2018). Divestitures and Spin-Offs: Lessons Learned in the Trenches of the World's Largest M&A Deals. Springer: 133ff.
29 Gole & Hilger (2008). Corporate Divestitures: A Mergers and Acquisitions Best Practices Guide: 10ff.

Abb. 3 • Carve-out-Prozess

Quelle: Eigene Darstellung



Ein Carve-out Management Office (CMO) beziehungsweise ein entsprechendes Carve-out-Managementteam sollte dabei Kontinuität und den Wissenstransfer über den gesamten Prozess sicherstellen.³⁰

Strategie und Design: In der Strategie- und Designphase werden die wesentlichen Eckpfeiler für den Carve-out-Prozess gelegt.³¹ Neben der Auswahl der potenziellen Käufer und der Art und Weise des Prozesses werden vor allem die Leitlinien bezüglich der Abgrenzung des Carve-out-Objektes, der Zeitleiste und des Carve-out-Ansatzes (Full- vs. partieller Standalone) festgelegt.³² Weitere Ergebnisse dieser Phase sind eine Komplexitätsanalyse sowie ein Grobkonzept für das zukünftige Operating Model. In der Regel wird der Kreis der involvierten Personen in dieser Phase so gering wie möglich gehalten.³³ Digitale Tools beispielsweise unter Zuhilfenahme von Data Analytics und Process Mining helfen, die Transparenz bei geringem Personaleinsatz zu maximieren. Die Definition einer optimalen Verkaufsstrategie profitiert heute standardmäßig von dem Einsatz durchgängiger Carve-out-Tools, welche die Szenario-Diskussion bezüglich Definition des Carve-out-Objektes, insbesondere aus finanzieller Perspektive bei Veränderung der Kernparameter wie Produktsegmenten, geografischem Footprint oder Kundengruppen, visuell unterstützt.³⁴ In der Praxis hat sich die Etablierung eines CMO und der Aufbau vorerst schlanker Projektstrukturen bereits in dieser Phase bewährt. Ein dedizierter Carve-out-Manager unterstützt das M&A-Team durch opera-

tive Carve-out-Erfahrung und transportiert strategische Ziele verlustfrei in die nächsten Phasen.

Vorbereitung: Die Vorbereitungsphase dient dazu, je nach ausgewähltem Ansatz (Full- vs. minimaler Standalone)-Methoden und Strukturen zu schaffen, um letztendlich die Theorie in die Praxis umzusetzen.³⁵ Im Rahmen dessen wird im ersten Schritt ein Projektteam etabliert. Dabei steht die Kreation einer klaren Organisationsstruktur und Kommunikationswegen für das Projekt und alle am Carve-out beteiligten Parteien im Vordergrund.³⁶ Die Festlegung dieser Strukturen erfolgt während eines Kick-off-Meetings mit dem Management, welches im Laufe des Carve-outs durch das Projektteam entlastet werden soll, damit es den Fokus auf das Tagesgeschäft nicht vernachlässigt. Typischerweise wird das Projektteam in dieser Phase auf die zweite Führungsebene erweitert. Darüber hinaus werden, je nach Ansatz und Komplexität des Carve-outs, vereinzelt Mitarbeiter aus relevanten Funktionen einbezogen.

Die Ergebnisse und somit Schwerpunkte der Komplexitätsanalyse werden in diesem Schritt näher analysiert und strukturiert bearbeitet. In dieser Phase des Carve-outs ist es elementar, letzte White Spots zu beseitigen, damit diese den Projektverlauf nicht stören oder gar zu Dealbreakern werden. Danach wird entlang des Operating Models und der Wertschöpfungskette (startend bei primären und sekundären Unternehmensfunktionen) ein Carve-out-Detaillkonzept erarbeitet.³⁷

30 Joy (2018). Divestitures and Spin-Offs: Lessons Learned in the Trenches of the World's Largest M&A Deals. Springer: 23ff.

31 Feldmann & McGrath (2016). Divestitures. Journal of Organization Design, Mai 2016: 13ff.

32 Joy (2018). Divestitures and Spin-Offs: Lessons Learned in the Trenches of the World's Largest M&A Deals. Springer: 25ff.

33 Gole & Hilger (2008). Corporate Divestitures: A Mergers and Acquisitions Best Practices Guide: 54ff.

34 Faulmann, Rattka & Tucher (2017). Das richtige Schneidewerkzeug: Tool-basierte Durchführung von Carve-outs. M&A Review, Juni 2017: 195ff.

35 Gole & Hilger (2008). Corporate Divestitures: A Mergers and Acquisitions Best Practices Guide: 182ff.

36 Mankins, Harding & Weddingen (2008). How the Best Divest. Harvard Business Review, Oktober 2008.

37 Deloitte (2014). It's not easy to say goodbye: Perspectives on driving divestiture and carve out value. Deloitte M&A Institute: 155ff.

Ziel ist es, ein Carve-out-Detailkonzept zu erarbeiten, welches die Transformation vom Ist-Zustand („As-Is“) zum Ziel-Zustand („To-Be“) beschreibt. Dies umfasst auch etwaige TSA-Bedarfe, einen potenziellen Mitarbeiteraufbau oder Outsourcing-Lösungen inklusive der damit verbundenen Kostenveränderungen und Einmalkosten. Dieses Konzept stellt nicht nur das Fundament für alle weiteren Phasen dar, sondern dient ebenfalls als Informationsbasis für ein Financial Fact Book und andere verkäuferseitige Unterlagen. Ein operativ ausführbarer Carve-out-Plan, der auf dem Detailkonzept basiert, ist das Ergebnis der Planungsphase und Startpunkt für die Umsetzungsphase.

Das CMO stellt in dieser Phase sicher, dass eine durchgängige Methodik und Datenbasis genutzt wird, managt Abhängigkeiten zwischen Themenbereichen und Workstreams und kann durch seine Erfahrung sicherstellen, dass potenzielle Points-of-no-Return zeitlich so weit wie möglich nach hinten verlagert werden, um Flexibilität bezüglich Käufern und Gestaltungsoptionen zu bewahren und potenzielle Sunk Costs zu vermeiden.

Der verbleibende Unternehmensteil ist in der Vorbereitungsphase ebenfalls zu betrachten. Hier sind Strukturen und Prozesse in der Regel zu reorganisieren, um sie an die neuen Gegebenheiten anzupassen.

Umsetzung: In dieser Phase gilt es, geplante Schritte effektiv in die Praxis umzusetzen. Zum Zeitpunkt der Umsetzung ist die Carve-out-Absicht im Unternehmen und bei Mitarbeitern meist bekannt. Diese Kommunikation ist sorgfältig zu planen, und Arbeitnehmervertreter müssen frühzeitig in diesen Prozess eingeplant werden. Es ist entscheidend, Mitarbeiter durch den gesamten Umsetzungsprozess zu begleiten und transparent zu informieren.³⁸ Die Sinnhaftigkeit des Carve-out-Prozesses, insbesondere die persönlichen Zukunftsperspektiven, sind aufzuzeigen.

Auch in der Umsetzungsphase ist darauf zu achten, dass das Tagesgeschäft nicht in Mitleidenschaft gezogen wird. Ein bis zwei Monate vor Closing sollte ein Tag-1-Check stattfinden, um zu überprüfen, ob alle Bereiche vorbereitet, alle TSAs definiert und bereit sind, sowie die notwendige Kommunikation mit Lieferanten, Kunden und anderen Dienstleistern erfolgreich abgeschlossen wurde.³⁹ Der Zeitraum bietet in der Regel die Chance, etwaige Problemstellungen noch fokussiert zu beseitigen. Der Cut-over zum Tag 1 ist im Detail zu planen und, abhängig von Größe und Komplexität, zu probieren. Übersteigt die Komplexität einen gewissen Grad, haben sich Phasenmodelle mit sukzessiver Umsetzung in der Praxis bewährt. Trotz gründlicher Planung wird es keine 100%ige Sicherheit geben, dass alle Eventualitäten

berücksichtigt worden sind – teilweise werden sich im Prozess auch Rahmenbedingungen ändern. Treten Probleme oder neue Gegebenheiten auf, ist es fundamental, dass schnelle und klare Entscheidungen über die weitere Vorgehensweise getroffen und vor allem potenzielle Auswirkungen auf den Gesamtprozess beachtet werden. Ein erfahrenes CMO ist häufig der Schlüssel zum Erfolg, um etwaig auftretende taktische Diskussionen auf eine sachliche Ebene zu bringen.

Der Käufer sollte in dieser Phase sinnvoll und dem Ansatz entsprechend eingebunden werden. Sofern Zeitkosten und Aufwand nicht negativ beeinflusst werden, lässt sich durch eine transparente Kommunikation viel Wert erhalten und schaffen. Es ist hier besonders wichtig, die Tag-1-Fähigkeit der aufnehmenden Organisation beziehungsweise des Integrationsteams sicherzustellen.⁴⁰

Transformation und Integration: Der Verkäufer schließt mit erfolgreichem Closing die wesentliche Projektarbeit ab.⁴¹ Es ist sicherzustellen, dass TSAs richtig anlaufen, über die Laufzeit effektiv gemanagt werden und eine effiziente Ramp-down-Planung der TSAs besteht.⁴² Darüber hinaus gilt es, beispielsweise technische Aufgaben wie die Closing Accounts zu erstellen. Das CMO sollte nach dem Closing zumindest für einen kurzen Zeitraum aufrechterhalten werden, um diese Tätigkeiten zu koordinieren und langfristige Tätigkeiten geordnet und ohne Wissensverlust in die Organisation zu übergeben – auch für nachfolgende Carve-outs. Nicht zu vergessen ist außerdem die Optimierung des verbleibenden Unternehmensteils und die Anwendung von Erkenntnisgewinnen aus dem Carve-out auf eben-diesen.

Auf der Käuferseite ist eine umfängliche Vorbereitung auf die operative und organisatorische Übernahme erfolgskritisch.⁴³ In den folgenden Fallbeispielen zeigen wir, wie elementar die ersten 100 Tage nach der Übernahme sind, um die richtigen Weichen zu stellen, und welche Relevanz ein erfahrenes Team von Experten sowie der frühzeitige Austausch zwischen Käufer und Verkäufer für die Wertsteigerung hat. Kein Veränderungsprozess in der Größenordnung, wie er bei Unternehmenstransaktionen vorliegt, ist 100% vorab zu planen. Ungeplante Entwicklungen sind neben der grundsätzlich hohen Komplexität und daraus resultierenden Mehraufwänden durch neue Prozesse, Systeme, Organisation und Kulturen zu managen.⁴⁴ Dieser Mehraufwand ist sinnvoll abzufedern, so dass weder geplante Synergien noch Turnaround-Maßnahmen gefährdet werden.

40 Ebenda.

41 Gole & Hilger (2008) Corporate Divestitures: A Mergers and Acquisitions Best Practices Guide: 180ff.

42 Deloitte (2008). Fast break A way to design and manage TSAs to achieve a fast and clean separation. Deloitte M&A Consultative Services: 1ff.

43 Deloitte (2014). It's not easy to say goodbye: Perspectives on driving divestiture and carve out value. Deloitte M&A Institute: 35ff.

44 Deloitte (2018). The beginning of a new M&A season: Future of the deal. Deloitte M&A Services: 6ff.

38 Joy (2018). Divestitures and Spin-Offs: Lessons Learned in the Trenches of the World's Largest M&A Deals. Springer: 133ff.

39 Deloitte (2014). It's not easy to say goodbye: Perspectives on driving divestiture and carve out value. Deloitte M&A Institute: 155ff.

4. Fallstudien Carve-out

4.1 Carve-out Medtech

Bei der ersten Fallstudie handelt es sich um einen klassischen Carve-out eines nicht mehr zum Kerngeschäft gehörenden Geschäftsbereichs eines Dax30-Unternehmens. Eine erste Marktansprache wurde ohne professionelle Carve-out-Beratung und ohne ausreichende Beschreibung/Beplanung des Carve-outs in den Verkaufsdokumenten unternommen. Der Prozess wurde letztendlich nicht weiterverfolgt. Nach erneutem strategischem Review wurde ein neuer Anlauf gestartet. Diesmal war ein entsprechendes Carve-out-Managementteam von Anfang an involviert und steuerte maßgeblich den Prozess.

Dieser Carve-out bezog sich auf nur eine Produktgruppe, einen überschaubaren Umsatz und wenige Produktionsstandorte. Die Komplexität entstand durch eine hohe Verflechtung im Mutterkonzern (kein abgegrenzter Unternehmensbereich), eine global verteilte Entwicklung, Produktion und eine Vielzahl von Systemen.

Erfolgskritisch war in der ersten Phase die Festlegung auf einen engen Käuferkreis (Strategen) und eine entsprechende Definition des Carve-out-Objektes. In der Vorbereitungsphase wurden, bevor die Marktansprache erfolgte, verlässliche Finanzzahlen erstellt. Zudem zeigte das Carve-out-Konzept sehr klare Bereiche auf, die der Käufer übernehmen musste, und ein entsprechender TSA und SLA Katalog wurde ausgearbeitet. Durch einen funktionsübergreifenden Workshop wurde mit einem geringen zeitlichen Einsatz der relevanten Stakeholder von nur zwei Tagen ein sehr ressourcenschonender Prozess für den Unternehmensteil gewählt und der Fokus auf dem täglichen Geschäft belassen. Auf Basis der hohen Transparenz war ein kurzer Dealprozess möglich. Ebenso wurde der Käufer direkt nach Signing im Rahmen des Zulässigen mit in die Projektstrukturen eingebunden, was die Phase zwischen Signing und Closing auf knapp drei Monate reduzierte. Dem Carve-out-Team ist es hier gelungen, durch seine Erfahrung und Methodenkompetenz in kürzester Zeit Transparenz für alle Parteien zu schaffen und somit einen kurzen und erfolgreichen Verkaufsprozess sicherzustellen.

4.2 Carve-out IT-Services

Ein ähnlicher Sachverhalt lässt sich aus Käuferperspektive im Fall eines IT-Dienstleistungsunternehmens beschreiben. Hier wird deutlich, wie neben der frühen Einbindung des Käufers der Carve-out und Transformationsprozess auch auf der Käuferseite durch ein erfahrenes operatives Integrationsteam weitergeführt werden sollte.

Aurelius erwarb das Unternehmen im IT-Bereich im Rahmen eines Carve-outs von einem börsennotierten niederländischen Telekommunikationskonzern im Jahr 2012.

Das Zielunternehmen war zum Status quo in zehn Ländern aktiv, verfügte jedoch über keine ganzheitliche Gruppenstrategie. Auch gab es keine eigenständige von der Mutter losgelöste IT-Infrastruktur, unabhängige Finanzierung oder eigene Marke. Neben diesen operativen Herausforderungen agierte die Firma im margin-schwachen Workspace-Management-Segment mit einer sinkenden Kundenbindungsrate. Die finanzielle Intransparenz mit fehlenden standardisierten Reporting- und Controlling-Funktionen seitens des Targets gestalteten die knapp bemessene Due-Diligence-Phase von zwei Monaten als herausfordernd. Aurelius war bereit, eine solche Transaktion durchzuführen, da sie ein operatives Team bereithalten, welches spätestens ab Tag 1 die Neuaufstellung und Transformation treibt und sicherstellt. Nach dem Carve-out der IT-Infrastruktur und der Marke vom Mutterunternehmen wurde zunächst eine eigene Finanzierungslinie aufgestellt. Wesentliche operative Maßnahmen umfassten die Einführung von neuen Controlling- und Management-Systemen, die Standardisierung der Tool Landscape und ein gruppenweites Performance Tracking. Ein neues Kostensenkungsprogramm (Outsourcing der Logistik und Reorganisation) führte zur allgemeinen Performance-Verbesserung. Mit Hilfe des operativen Teams wurde das Serviceportfolio gestrafft und von herkömmlichen Workspace-Services hin zu zukunfts-trächtigen Produkten mit höherer Marge wie Next-Generation-Workspace, Applikationen und Cloud-basierten Services sowie industriespezifischen Lösungen (Flughafen-Management und Healthcare) fokussiert. Erfolgsscheidend für die Transformation zu einem eigenständigen Unternehmen waren insbesondere die zusätzliche Unterstützung der operativen Experten sowie die Schnelligkeit und Entlastung des Managements im Tagesgeschäft. Durch insgesamt fünf Add-on-Akquisitionen wurde das Business neben organischem Wachstum nachhaltig ausgebaut und konnte sowohl geographisch expandieren als auch das Produktportfolio ausbauen.

Insbesondere mit der letzten Add-on Akquisition eines europaweit führenden Anbieters von Cloud- und Hosting-Serviceleistungen konnte ein vor der Schließung stehender Geschäftsbereich nicht nur revitalisiert, sondern das Produktportfolio um den strategisch zukunfts-trächtigen Cloud-Markt erweitert werden. Dies führte zu erfolgreichen Cross-Selling-Aktivitäten mit bereits bestehenden Kunden.

Der Verkäufer, ein europäischer IT- und Telekommunikationsdienstleister, hatte zuvor eine Schließung des Geschäftsbereichs verkündet. Die Add-on-Transaktion bedingte demzufolge eine enge konzeptionelle

Zusammenarbeit und schnelle Durchführung, um das Geschäft zu stabilisieren und ersten Tendenzen von Churn bei Kunden entgegenzuwirken. Auch die komplexe Transaktionsstruktur im Rahmen eines Asset Deals in zwölf Jurisdiktionen erforderte die frühzeitige und aktive Einbindung des Käufers, um die Rahmenbedingungen für den Kunden-, Lieferanten- und Mitarbeitertransfer zu setzen. Zudem mussten vorherige Kernfunktionen (neben Back-Office-Funktionen wie Finance, HR und IT auch Vertrieb und Business Development) neu dargestellt werden – diese konnten nicht nur aus bestehenden Strukturen des Käufers erfolgen, sondern bedingte den Ausbau eines vorwärtsgerichteten Vertriebs. Klare TSA sowie transparente Absprachen bezüglich der Carve-out-Notwendigkeiten waren elementar, um die Geschäftsanforderungen zukunftsgerichtet umzusetzen. Gemeinsame Workstreams zwischen Käufer und Verkäufer unterstützten unter anderem die Einhaltung der gesetzten Fristen. Auch auf Kommunikationsebene war es unerlässlich, dass Verkäufer und Käufer enge Abstimmungen treffen, um sowohl die interne Kommunikation (zukunftsgerichtetes Change-Management) als auch die externe Kommunikation (Kunden und Lieferanten) effektiv zu gestalten.

Nach erfolgreicher Neupositionierung als ICT⁴⁵-Partner für mittlere und große Unternehmen wurde die Firma im Jahr 2017 erfolgreich an einen Private-Equity-gestützten Strategen veräußert.

4.3 Carve-out-Verpackungslösungen

Das Fallbeispiel der im Nachgang beschriebenen Transaktion verdeutlicht, wie der Carve-out von Unternehmensteilen außerhalb des Fokusbereichs positive Beiträge für Verkäufer und Käufer bietet und mit dem richtigen Ansatz nachhaltig wettbewerbsfähige Unternehmenskonzepte etablieren kann.

2015 übernahm Aurelius den Geschäftsbereich Vollpappe und bedruckte Kartonagen des europäischen Marktführers für Wellpappe. Die veräußerten Kartonfabriken und Verpackungswerke gehörten zu unterschiedlichen Einheiten im Mutterkonzern und verfügten über kein eigenes Managementteam. Darüber hinaus waren essenzielle Gruppenfunktionen nicht Teil der Transaktion. Die enge Abstimmung zwischen Käufer und Verkäufer war eine wichtige Voraussetzung, um aus dem einst nicht priorisierten Randbereich ein eigenständiges Unternehmen zu entwickeln. Der Carve-out umfasste den Aufbau eigener IT-Infrastrukturen, die Migration bestehender Daten sowie die Implementierung neuer Finanz- und Payroll-Systeme. Auf Finanzierungsebene benötigte es kurzfristig die Einrichtung neuer Bankkonten, Liquiditätsplanungen sowie einen eigenen Cash-Pool. Neben neuen Reporting-

Strukturen und der Implementierung eines neuen Pricing-Modells wurde das Unternehmen auch beim Markenaufbau unterstützt. Die ursprünglich verwendeten Logos der Muttergesellschaft mussten vollständig ersetzt werden, und neue Kommunikationskanäle mit den Kunden wurden aufgebaut. Die spezifischen Carve-out-Thematiken in dieser Transaktion zeigen, dass sich Käufer in komplexen Konzernabspaltungen bereits aktiv in die Carve-out-Planungen einbringen sollten, um eine reibungslose Übernahme und anschließende Standalone-Fähigkeit sicherzustellen.

Im weiteren Prozess wurden mehrere operative Maßnahmen durch das Operations Team eingeleitet: Die Kartonfabriken und Verpackungswerke wurden durch vertikale Integration zu einer Organisation gebündelt. Der Aufbau eines firmeneigenen Service Centers, verbesserte Performance Management Tools und neue KPIs führten zu einer langfristig verbesserten Kostenstruktur. Die Einrichtung zentraler Support-Funktionen sowie regional vernetzte Teams legten die Basis für die neue Organisationseinheit. Mit einem neuen Managementteam konnte das Unternehmen im nächsten Schritt die Grundpfeiler für weiteres organisches Wachstum legen. Drei strategische Add-on-Akquisitionen mit hohem Synergiepotenzial ermöglichten die geographische Expansion und eine nachhaltige Steigerung der operativen Effizienz. Im Jahr 2019 verkaufte Aurelius das Unternehmen, ein wachsender und etablierter europäischer Produzent von Verpackungslösungen, an einen Private-Equity-Fonds mit Fokus auf Wachstumskapital.

5. Fazit und Ausblick

Der Grad der Professionalisierung von Carve-out-Prozessen und Management nahm in den vergangenen Jahren weiter zu. Ressourcen, Zeitbedarfe und Komplexität werden allerdings weiterhin häufig unterschätzt. Aus unserer Praxis sind mangelnde Kommunikation und Transparenz zwischen den Parteien neben fehlender Erfahrung die wesentlichen Hindernisse für effiziente Carve-out-Prozesse und verhindern eine (zeitnahe) Realisierung von Wertpotenzialen. Ein früherer Austausch zwischen Verkäufer und Käufer wird, unter Beachtung des gesetzlichen und wettbewerbsrelevanten Rahmens, häufig zu wenig genutzt und effizient gemanagt.

Um diese Herausforderungen zu bewältigen, stellt das Zusammenspiel von einem erfahrenen Deal- und Carve-out-Managementteam einen wesentlichen Erfolgsfaktor auf der Verkäuferseite dar. Auf der Käuferseite sind eine klare Strategie, effektive Umsetzung wesentlicher Maßnahmen in den ersten 100 Tagen, sowie die Fokussierung auf Optimierung und Wachstum erfolgskritisch.

⁴⁵ ICT = Information and communication technology

Die Kombination aus der Neuausrichtung des Geschäftsmodells (Operating Model), potenzieller Restrukturierung und sinnvoller Erweiterung durch weitere Zukäufe zeigte sich in den besprochenen Fallstudien als besonders erfolgreiches Modell für die Weiterentwicklung von ausgegliederten Unternehmensteilen, oft im Rahmen einer Buy & Build-Strategie. Erfahrung und Geschwindigkeit sind neben einer klaren Kommunikation maßgeblich. Wesentliche Integrationsaktivitäten sollten nach circa den ersten 100 Tagen vollzogen sein, um wieder Ressourcen für weitere Add-on-Akquisitionen freizustellen.

Carve-outs und Divestments zeigten, dass sie geeignet sind, um Unternehmensbereiche zu revitalisieren sowie Werte zu schaffen und auszubauen. Bei richtigem Management bilden Divestments als Instrument des aktiven Portfoliomanagements eine wertvolle Option für Verkäufer, Käufer und den betroffenen Unternehmensteil.

Wir erwarten, dass eine weitere Eintrübung der konjunkturellen Lage vermehrt spezialisierte Investoren auf den Plan rufen wird, sodass gut gemanagte Carve-out-

Prozesse auch in einer wirtschaftlich angespannten Lage eine sinnvolle Option für alle Beteiligten darstellen. ■



Thomas Menzler leitet den Bereich Operational Transaction Services (OTS) bei Deloitte innerhalb von Financial Advisory. Er ist Experte für Carve-outs und Post-Merger Integration. Er verfügt über mehr als 21 Jahre Beratungs- und Industrieerfahrung und hat eine Vielzahl von strategischen Käufern und Verkäufern sowie Mandanten im Mittelstand und Großkonzernen bei nationalen und internationalen Transaktionen beraten. tmenzler@deloitte.de

Marc Niemeyer ist Director bei Deloitte im Bereich Operational Transaction Services und verfügt über mehr als 12 Jahre Erfahrung in operativer Transaktionsberatung und strategischen Transformationsprojekten. Er ist fokussiert auf M&A Strategie, Carve-out Management und Post-Merger Integration. mniemeyer@deloitte.de

Franz Woelfler ist Managing Director bei Aurelius und verantwortet die Investmentaktivitäten im Midmarket-Segment. Er verfügt über mehr als 14 Jahre Erfahrung im Transaktionsgeschäft. Woelfler begleitete zahlreiche Carve-out- und Plattform-Akquisitionen mit Fokus auf operative Verbesserung und Wertsteigerung. franz.woelfler@aurelius-group.com

Géraldine Haase leitet den Bereich Business Development bei Aurelius und verfügt über mehrjährige Erfahrung in der Transaktionsberatung und im Private-Equity-Bereich. Ihr Fokus liegt auf dem Deal Sourcing, der Begleitung von Transaktionen und das Business und Corporate Development der Aurelius Gruppe. geraldine.haase@aureliusinvest.de