Die unterschätzte Komplexität von Carve-outs – und ihre Folgen

Konzerne trennen sich immer öfter von Einheiten, die nicht vollständig eigenständig operieren. Warum das oft schiefgeht und weshalb ein multidisziplinärer Beratungsansatz Mehrwert stiftet. Ein Gespräch über Carve-outs – die Königsdisziplin des M&A.

Zwei Spezialisten für Fusionen und Übernahmen bei KPMG Schweiz: Timo Knak (links) leitet den Bereich Deal Advisory und M&A, Florian Bornhauser leitet das auf Carve-outs spezialisierte Strategieteam innerhalb von Deal Advisory. GEERTJAN VAN BEUSEKOM

Wie verkauft man eine Abteilung oder eine einzelne Fabrik, welche in eine Gruppe integriert ist und die noch nicht eigenständig operiert? Vor dieser komplexen Frage stehen Grosskonzerne weltweit immer häufiger, wenn sie ihr Portfolio bereinigen. Timo Knak und Florian Bornhauser von KPMG erklären, worauf es bei diesen Deals – Carve-outs genannt – ankommt und warum die grössten Fehler meist schon vor dem eigentlichen Verkaufsstart passieren.

Herr Knak, Carve-out klingt nach einem modernen Begriff. Aber das Konzept dahinter ist nicht wirklich neu, oder?
Knak: Nein, überhaupt nicht. Carve-outs gibt es seit Jahrzehnten. Was sich verändert hat, sind die Treiber. Aktuell wirken mehrere strukturelle Faktoren gleichzeitig: höhere Kapitalkosten, geopolitische Blockbildung oder die technologische Disruption durch KI. Konzerne hinterfragen kritischer als je zuvor, für welche Geschäftsbereiche sie wirklich der beste Eigentümer sind.

Was unterscheidet einen Carve-out von einem klassischen Unternehmensverkauf?
Knak: Bei einer normalen M&A-Transaktion verkauft man ein bestehendes Unternehmen, welches vollständig eigenständig funktioniert. Bei einem Carve-out verkauft man einen Teil davon – eine Business Unit, ein Produkt, eine Landesgesellschaft oder eine Fabrik. Der entscheidende Unterschied: Dieser Teil existiert oft noch nicht als eigenständige Einheit. Man verkauft oft eine virtuell erstellte eigenständige Gesellschaft, die in vielen Fällen erst während des Verkaufsprozesses oder sogar nach der Unterzeichnung eines Verkaufsvertrags noch auf eigene Beine gestellt werden muss.

Was meinen Sie damit konkret?
Knak: Wir haben zum Beispiel für einen grossen Konzern eine Produktgruppe verkauft. Die entsprechende Fabrik in Frankreich stellte gleichzeitig Dutzende anderer Produkte her. Die Verkäufer, die das Produkt vermarkteten, betreuten daneben das gesamte restliche Portfolio. Kein eigener Verkauf, keine eigene Fabrik, kein eigenes Accounting, keine eigene Administration. Und trotzdem sollte diese Einheit als eigenständiges Geschäft verkauft werden. Das ist die Kunst eines Carve-outs: Man baut rund um einen Teilbereich eines Konzerns ein eigenständiges Geschäft – auf dem Reissbrett.

Herr Bornhauser, und Ihre Aufgabe als Berater?
Bornhauser: In vielen Fällen präsentiert der Verkäufer keine fertige Firma, sondern eine virtuelle Gesellschaft. Unsere Aufgabe als Berater ist es dabei, glaubwürdig und fundiert darzustellen, wie diese eigenständig funktionieren kann. Wir liefern also eine vollständige Analyse der letzten drei bis vier Jahre: finanziell, operativ, strukturell – als hätte diese «Firma» schon eigenständig am Markt operiert.

Spiegelt sich der globale Trend zu mehr Carve-outs auch in der Schweiz wider?
Bornhauser: Ja, sehr deutlich. Im letzten Jahr haben mehrere namhafte Schweizer Grosskonzerne aus diversen Industriesegmenten den Verkauf bedeutender Geschäftseinheiten bekanntgegeben, um sich besser auf ihr Kerngeschäft konzentrieren zu können. Darüber hinaus gab es auch viele Carve-outs, die in der Öffentlichkeit weniger Beachtung erhielten, weil es sich um kleinere Einheiten handelte, welche im Rahmen der Portfolio-Bereinigung verkauft wurden.
Knak: Wir spüren auch, dass wir im Moment mehr Anfragen auf dem Tisch haben als noch im vergangenen Jahr. Und es gibt eine Reihe von Carve-outs, die gerade in Vorbereitung, aber noch nicht öffentlich kommuniziert worden sind. Viele davon dürften in den nächsten ein bis zwei Jahren sichtbar werden.

Wo liegt die eigentliche Komplexität eines Carve-outs?
Bornhauser: Der Ursprung der Komplexität liegt in den Verflechtungen zwischen der zu verkaufenden Einheit und des verkaufenden Konzerns. Angefangen bei Mitarbeitenden, die sowohl für die zu verkaufende Einheit arbeiten als auch für den verkaufenden Konzern – die als Teil des Verkaufs nicht einfach «halbiert» werden können. Oft bestehen gemeinsam genutzte IT-Systeme und IT-Infrastruktur, geteilte Verträge mit Lieferanten und Kunden, gemeinsame Büros oder Produktionsanlagen, eine übergreifende Marke oder zentralisierte Prozesse in Zentralfunktionen wie HR, Finanzen oder IT. All diese Verflechtungen müssen aufgelöst werden.

Wo passieren die häufigsten Fehler?
Bornhauser: Ganz klar in der Vorbereitung. Oder besser gesagt: in der mangelnden Vorbereitung. Das sehen wir immer noch erschreckend häufig. Man möchte schnell vorwärtsmachen, nimmt sich aber zu wenig Zeit, um den richtigen Ansatz durchzudenken. Jede Stunde, die man in der Vorbereitung spart, holt einen später wieder ein – in Form von Verspätungen und schlechteren Ergebnissen.
Knak: Ganz besonders betrifft das kleinere Einheiten. Je kleiner die strategische Bedeutung im Konzern, desto weniger Aufmerksamkeit, Budget und Zeit investiert das Management in den Carve-out. Aber je kleiner die Bedeutung, desto weniger eigenständige Strukturen hat die Einheit – und desto komplexer ist der Carve-out. Das ist ein gefährliches Missverhältnis.

Was sind die konkreten Konsequenzen schlechter Vorbereitung?
Knak: In der Due-Diligence-Phase kommt der Käufer und prüft, was er vorher als virtuelle Firma gesehen hat. Wenn die Annahmen nicht sauber dokumentiert und nachvollziehbar hergeleitet sind, entsteht Druck auf den Preis. Im schlimmsten Fall verliert der Käufer das Vertrauen und zieht sich zurück. Wir haben Fälle gesehen, wo Kaufpreisangebote nach der Due Diligence um mehr als 50 Prozent reduziert wurden – primär wegen Carve-out-Risiken, die erst während der Due-Diligence-Phase sichtbar geworden sind, weil zuvor die Transparenz gefehlt hatte. Und es gab Transaktionen, die sogar erst nach Vertragsunterzeichnung scheiterten, weil der angedachte Separationsplan unrealistisch und nicht umsetzbar war.

Was sind die Kernelemente einer guten Vorbereitung?
Bornhauser: Die genaue Definition dessen, was verkauft wird. Welche Mitarbeitenden gehören dazu, welche Marken, Patente, Lizenzen, Systeme, Vermögenswerte? Das klingt simpel, aber in der Praxis ist es alles andere als das. Es ist wichtig, die Verflechtungen wirklich zu verstehen. Wo sind die Abhängigkeiten – operativ, rechtlich, finanziell? Das muss diagnostiziert werden, bevor man in einen Prozess geht. Zudem sollte immer im Auge behalten werden, wie die Kontinuität des Geschäftsgangs ab Tag eins gewährleistet werden kann – in vielen Fällen liefert der Verkäufer noch monatelang Dienstleistungen an den verkauften Geschäftsbereich.
Knak: Ausserdem gilt es aus Sicht des Verkäufers zu erkennen, welche Kosteneffekte nach dem Verkauf bei ihm entstehen. Wenn zum Beispiel Mitarbeitende, die zur Hälfte für das zu verkaufende Geschäft gearbeitet haben, nicht transferiert werden, sitzt man zukünftig auf Kosten, die nicht mehr gedeckt sind. Dies gilt es durch eine sorgfältige Vorbereitung zu minimieren.

IT wird oft als grösster Kostentreiber genannt. Warum wird das so häufig unterschätzt?
Bornhauser: IT ist oft keine kommerzielle Schlüssel-, sondern eine Back-Office-Funktion. Inzwischen gibt es aber kaum einen Geschäftsbereich, der nicht massgeblich durch IT befähigt wird. Finanzen funktionieren nicht ohne ERP, die Verkaufsfunktion benötigt ein CRM-System, die Produktion benötigt ihre Produktionssysteme – und typischerweise werden diese Applikationen durch eine geteilte IT-Infrastruktur und geteilte Lizenzverträge unterstützt. Diese zu trennen, ist fast immer eines der komplexesten Themen in einem Carve-out. Zu den potenziellen Kosten in Millionenhöhe kommt der Zeitaufwand hinzu: Wenn die IT-Trennung 18 Monate dauert, kann ein strategischer Käufer oft erst danach so richtig mit der Integration beginnen und Synergien realisieren.
Knak: Das Gleiche gilt für die menschliche Komponente. Der Käufer braucht von Tag eins an ein funktionierendes Team. Man kann jedoch Mitarbeitende nicht zwingen, unter einem neuen Arbeitgeber zu arbeiten. Entsprechend wichtig ist es für den Käufer, frühzeitig Schlüsselmitarbeiter zu identifizieren und mit ihnen den Dialog zu suchen.

Welche Fragen sollte sich ein Investor, der eine Carve-out-Firma kaufen will, unbedingt stellen?
Bornhauser: Erstens: Wie verändern sich die Kosten, wenn der Carve-out umgesetzt wird? Viele unterschätzen das. Zweitens: Ist der Separationsplan des Verkäufers realistisch umsetzbar – in der geplanten Zeit?
Knak: Für strategische Käufer kommt ein dritter Punkt hinzu: die kulturelle Kompatibilität. Jede Firma hat ihre DNA. Wenn eine Geschäftseinheit integriert wird, besteht die Gefahr, dass die kulturelle Integration nicht erfolgreich ist und dazu führt, dass wichtige Mitarbeitende nach der Transaktion das Unternehmen verlassen. Für Private-Equity-Käufer hingegen liegt die grösste Chance darin, einer vernachlässigten Einheit erstmals volle strategische Aufmerksamkeit und Investitionen zu widmen, um deren Marktpotenzial voll auszuschöpfen und entsprechend Wert zu generieren.

Gibt es Faktoren, die ein Carve-out zum Scheitern bringen, die Sie als Berater nicht kontrollieren können?
Knak: Ja. Das Geschäftsfeld selbst muss attraktiv sein. Wir haben Fälle erlebt, wo es schlicht keine Käufer gab, weil das Geschäftsmodell am Ende seines Lebenszyklus angekommen war. Wobei dies natürlich nicht nur bei Carve-outs, sondern allgemein bei M&A-Transaktionen der Fall ist.
Bornhauser: Aus der Umsetzungsperspektive ist es oft die Komplexität der Trennung selbst – aufgrund der erwähnten Verflechtungen. Oft werden diese Komplexitäten unterschätzt und die notwendigen Ressourcen erst zu spät zur Verfügung gestellt.

Was bedeutet diese enorme Komplexität für die Wahl der Berater bei einem solchen Projekt?
Knak: Viele Unternehmen machen den Fehler, für jede Disziplin einen separaten Experten zu engagieren: eine Investmentbank für den eigentlichen Verkaufsprozess, eine Kanzlei für das Rechtliche, Strategieberater für das Design der neuen Einheit und eine Prüfungsgesellschaft für das Zahlenmaterial. All diese Parteien zu koordinieren, treibt die Komplexität massiv in die Höhe. Ein M&A-Deal basiert auf Vertrauen. Deshalb ist ein integrierter, multidisziplinärer Ansatz entscheidend. Wenn Spezialisten aus M&A, Strategie, Finanzen, Steuern, IT, Recht und HR im selben Raum sitzen und dieselbe Sprache sprechen, ist man nicht nur deutlich schneller, man liefert dem Käufer auch transparente und belastbare Analysen, welche Vertrauen schaffen und dadurch die Transaktionssicherheit signifikant erhöhen.

kpmg.ch/deals

KPMG Schweiz

KPMG zählt hierzulande zu den führenden Anbietern von Dienstleistungen in den Bereichen Wirtschaftsprüfung, Steuer- und Rechtsberatung sowie Unternehmensberatung. Der Dienstleister beschäftigt mehr als 2600 Mitarbeitende an elf Standorten in der Schweiz und Liechtenstein, davon rund 150 im Bereich Deal Advisory, die Kunden bei der Planung und Durchführung von Fusionen und Übernahmen begleiten. KPMG Deal Advisory zeichnet sich insbesondere durch das integrierte Modell aus, das alle relevanten Spezialisten umfasst: M&A, Strategie, Due Diligence, Bewertung, Steuern, Recht, Restrukturierung, Immobilien. Dies ermöglicht es, Transaktionen aus einer Hand zu begleiten – was insbesondere bei komplexen Transaktionen wie Carve-outs erheblichen Mehrwert schafft.

Dieser Inhalt wurde von NZZ Story Lab im Auftrag von KPMG Schweiz erstellt.