

Plädoyer für ein neues Transaktionsmodell

Von Werner Hoffmann und Peter Roventa

Bei der Restrukturierung von Unternehmen wird mit dem vorherrschenden Transaktionsmodell für die Durchführung der Desinvestition von kleineren Randgeschäften vielfach die erzielbare Transaktionsrendite deutlich unterschritten. Vergegenwärtigt man sich das Volumen der portfoliobereinigten kleineren Randaktivitäten, dann wird auch das Ausmaß der durch suboptimale Transaktionsprozesse entgangenen Wertsteigerungen deutlich.

Als kleinere Randgeschäfte bezeichnen wir nicht mehr zum Kerngeschäft gehörende Unternehmenseinheiten, die meist auch einen Umsatzanteil von 10 Prozent unterschreiten. Die Objekte können aus der vertikalen oder horizontalen Desintegration der Wertschöpfungskette des Unternehmens stammen, indem es sich von Teilen trennt.

Im Zeichen anspruchsvoller Kapitalmärkte besitzt die ständige wertorientierte Steuerung des Unternehmensportfolios durch operative Verbesserungen, Zukäufe und gezielte Desinvestitionen eine Schlüsselrolle. Anhaltender Unternehmenserfolg verlangt nicht nur Wettbewerbsfähigkeit auf den Absatz- und Beschaffungsmärkten, sondern bei hartem globalem Wettbewerb um das Kapital von Investoren auch den Nachweis der Wettbewerbsfähigkeit auf den Kapitalmärkten. Hier besitzen die Unternehmen einen Wettbewerbsvorteil, deren Anteilsrechte im Vergleich mit der relevanten Alternativanlage eine Überrendite erbringen. Auf Dauer und nachhaltig gelingt dies nur wenigen führenden Unternehmen. Die nicht nur bei den Dax-30-Unternehmen, sondern auch im Mittelstand anzutreffenden fortlaufenden Restrukturierungen der Geschäftsportfolios werden von effizienten Kapitalmärkten und risikobewußten Fremdkapitalgebern immer dann erzwungen, wenn die Unternehmens- oder Geschäftsbereichsrenditen in divisionalisierten Unternehmen die risikoangemessenen Kapitalkosten unterschreiten. Um die Kapitalgeber zu überzeugen, ist auch eine fundierte Desinvestment-These notwendig: eine begründete Vorstellung darüber, wie die Transaktion Ertragskraft und Unternehmenswert steigern soll.

Einen bedeutenden Auslöser für Restrukturierungen bildet häufig die Neuabgrenzung der Kerngeschäfte eines Unternehmens im Zuge einer Neuformulierung der Unternehmensstrategie. In solchen Fällen ist es sinnvoll, die hierdurch definierten Randaktivitäten zu desinvestieren. Häufig vergessen wird, sich auch von profitablen Randgeschäften mit intakten Wachstumsoptionen zu trennen, wenn sie im Portfolio einer anderen Unternehmenszentrale aufgrund zusätzlicher Synergieeffekte einen höheren Wert stiften und/oder die Komplexität im Unternehmen zu hoch werden lassen.

Für die risiko- und renditeorientierte Weiterentwicklung des Geschäftsportfolios von Unternehmen ist die professionelle Trennung von nicht mehr passenden Vermögensteilen mindestens so wichtig wie die Akquisition von Unternehmen. Dieser Gesichtspunkt wird häufig vernachlässigt. Studien zeigen, daß Unternehmen, welche dem aktiven Management der Desinvestitionen mindestens die gleiche Aufmerksamkeit wie den Akquisitionsaktivitäten widmen, die höheren Renditen auf das Geschäftsportfolio für die Investoren erzielen. Bei der Analyse vieler ähnlich verlaufender Prozesse von Desinvestitionen im Rahmen der Restrukturierungsaktivitäten von Unternehmen wurden allerdings bei der Verwertung von Randaktivitäten gravierende Schwachstellen festgestellt. Hierdurch wird häufig das Wertsteigerungspotential bei weitem nicht ausgeschöpft.

Die Schwachstellen beziehen sich auf Rolle und Kompetenzen der beteiligten Investmentbanken, Art und Ausmaß des Engagements des Top-Managements und die Höhe der Transaktionskosten wie auch der Transaktionserlöse. Zusammengefaßt läßt sich feststellen, daß das traditionelle Vorgehen bei der Verwertung

von Randgeschäften unter Einschaltung der etablierten Investmentbanken die spezifischen Anforderungen dieser Vermögensklasse teilweise eklatant vernachlässigt. Erforderlich ist ein neues Geschäftsmodell für die Vorbereitung und Abwicklung, welches bei klarer Zielsetzung der Desinvestition einen paßgenauen Transaktionsprozeß dank hochwertiger Diagnose-, Markt- und Realisierungskompetenz der beratenden Investmentbank gewährleistet.

Die Schwäche des vorherrschenden Transaktionsmodells ist konzeptioneller Natur. Es führt zu einer Verkettung zu hoher Kosten, häufig unzureichender Erfahrung der dem Mandat zugeordneten Investmentbanker (weil es sich ja "nur" um Randgeschäfte handelt), Lücken im Serviceangebot der beteiligten Investmentbanken, überlanger Transaktionsdauer und mangelhaften Veräußerungspreisen. Zudem werden häufig zuviel Management- und Stabskapazitäten des restrukturierenden Unternehmens gebunden. Ursache sind mangelnde strategische Herangehensweise, vorschnelle Festlegung von Stoßrichtung und Instrumenten der Maßnahmen und Unzulänglichkeiten in der Deal-Strukturierung und Abwicklung der Transaktion.

Eine Strategie der renditemaximierenden Verwertung solcher Einheiten kann nur erfolgreich sein, wenn das Transaktionsmodell für die Durchführung des Verkaufsmandats den Markt- und Wettbewerbsanforderungen entspricht. Nach unseren Analysen vieler einschlägiger Transaktionsfälle liegen die Ursachen für die Transaktionsmängel sowohl auf seiten der restrukturierenden Unternehmen als auch der beratenden Investmentbanken. Bei der Desinvestition von kleineren Randgeschäften auf dem Markt für Unternehmenskontrolle gelten andere Bedingungen als bei großen Objekten. Irrtümlich unterstellen jedoch viele restrukturierende Unternehmen, daß dieser Markt homogen sei - eine falsche Prämisse, welche häufig zu höheren Transaktionskosten und geringeren als den andernfalls erzielbaren Transaktionspreisen führt. Folge dieser Fehlannahme ist, daß das Mandat zur Verwertung kleinerer Randgeschäfte vielfach denselben Investmentbanken übertragen wird wie die großen Transaktionsobjekte. Das fixkostenintensive und wenig flexible Geschäftsmodell dieser Anbieter ist jedoch in aller Regel auf die Anbahnung und Abwicklung von Großtransaktionen ausgerichtet. Der bei kleineren Randgeschäften erzielbare Transaktionspreis trägt häufig kaum die in diesen Fällen hohen beraterspezifischen Kosten. Auch sind diesen Instituten die spezifischen Erfolgsfaktoren des relevanten Marktes für kleinere Randgeschäfte vielfach zuwenig bekannt. Ferner wird der Lösungsraum für die Bestimmung der strategisch und finanziell attraktivsten Alternative bei weitem nicht angemessen ausgelotet.

Ursache dieses Schwachpunkts ist, daß der Prozeß nicht auf der profunden Kenntnis der strategischen und finanzwirtschaftlichen Ausgangslage und der offenstehenden Freiheitsgrade beruht. Folge ist vielfach die frühzeitige Festlegung auf eine Gestaltungsoption - ohne fundierte vergleichende Bewertung der Gestaltungsalternativen. Eine optimale Verwertung dieser Objekte erfordert neben der zitierten strategischen Sichtweise besondere Expertise in der strategischen Einordnung bei Verkäufer und potentiellen Käufern und in der Folge bei Bewertung und Preisstellung. Das in diesem Marktsegment notwendige Erfahrungsprofil zeigt sich auch in der Wahrung besonderer Vertraulichkeit und der Fähigkeit zur situationsgerechten Ansprache und Einbindung des möglichen (mittelständischen) Partners. Teil des umfassenden Leistungsansatzes der auf dieses Segment spezialisierten Anbieter ist auch die Koordination der steuerlichen, rechtlichen und sonstigen wirtschaftlichen Berater wie auch der damit unternehmensintern befaßten Stellen (wie Betriebsrat, Wirtschaftsausschuß, Personal- oder Rechtsabteilung).

Von besonderer Bedeutung mit Blick auf die Freihaltung der im Regelfall knappen Management-Kapazität des restrukturierenden Unternehmens und seiner M-&A-Abteilung und die Realisierung der Restrukturierungsziele ist die Übernahme auch der Ausarbeitung des Verhandlungskonzeptes, der Deal-Strukturierung, der Durchführung der Verhandlungen sowie der Vertragsausarbeitung und Begleitung des Vertragsabschlusses. Dank dieses umfassenden Leistungsspektrums bleibt die knappe Management- und Stabskapazität auf den Ausbau des Kerngeschäfts und die Steuerung der Großtransaktionen konzentriert, was in vielen Großkonzernen der entscheidende Vorteil von geplanten Desinvestitionen ist: Die wenigen und besten Mitarbeiter sind nicht selten durch eine Fülle von nicht "kriegsentscheidenden" Tätigkeiten absorbiert. Durch eine derartige Auslagerung des gesamten Transaktionsprozesses auf Spezialisten wird eine geschlossene Wertschöpfungskette sichergestellt,

welche einen professionell geführten Transaktionsprozeß im Segment der kleineren Randgeschäfte gewährleistet. Da größere Investmentbanken für die Verwertung dieser Verkaufsobjekte häufig eher unerfahrene, jüngere Mitarbeiter einsetzen, sind die erzielten Transaktionsergebnisse nicht nur wegen der hohen Kosten, sondern auch auf der Ertragsseite vielfach suboptimal.

Werner Hoffmann ist Professor für Betriebswirtschaftslehre, insbesondere Corporate Finance und Strategisches Management, an der Fachhochschule Ludwigshafen.

Peter Roventa ist Gründungspartner und Vorstand des Investmentbanking- und M-&-A-Beratungsunternehmens Corfina AG in Frankfurt.

(c) Alle Rechte vorbehalten. Frankfurter Allgemeine Zeitung GmbH, Frankfurt.