

Kapitel 5  
**Steuerungsprozesse**  
Kooperation und  
Konzentration<sup>1</sup>



# Unternehmensausgliederungen

- 1 Unternehmensausgliederung (Spin-Off)
- 2 Buy-Out
- 3 Venture Capital



## Warum?

*„Wenn Sie sich selbständig machen wollen, arbeiten Sie für uns und wir werden Ihnen behilflich sein.“*

(Hewlett-Packard Anzeige in der Zeitschrift „Scientific American“)

*„Der Buy-Out-Markt gilt als das wachstumsstärkste Segment im europäischen Kapitalmarkt.“*

(Becker: Buy-outs in Deutschland)

*„Bechtolsheim spendierte den Google-Jungs 1998 den ersten Scheck über 200.000 Dollar. Das beschert ihm jetzt ein Aktiendepot von annähernd einer halben Milliarde Dollar.“*

(Spiegel 32/2004 zum Börsengang von Google)

Mit der Welle von Kooperationen und Unternehmensfusionen der letzten Jahre wurde auch die Ausgliederung von Unternehmensteilen zu einer wichtigen strategischen Option.

Einerseits trennten sich Unternehmen im Rahmen des „Unternehmens-Streamlining“ von Randaktivitäten, andererseits wurden von den Kartellbehörden Zwangsausgliederungen im Rahmen von Fusionen verlangt.

Ein dritter Aspekt für den boomenden Buy-Out-Markt ist die Nachfolgeproblematik mittelständischer deutscher Unternehmen, deren Gründergeneration sich in den Ruhestand verabschiedet.

Neben diesen „traditionellen“ Prozessen gibt es einen entscheidenden Prozess, der seit Beginn der 1990er Jahre zur massenhaften, systematischen Ausgliederung von Unternehmen führte: Das „Erbrüten“ von Spin-Off-Unternehmungen in so genannten Inkubatoren. Diese Spin-Offs sind die leuchtenden Beispiele modernen Unternehmertums, die sich im „Silicon Valley“ mit der Geburt der „New Economy“ selbst ein Denkmal gesetzt haben.

Somit sind Unternehmensausgliederungen zu der Karrierechance für innovative, unternehmerisch ambitionierte Mitarbeiter geworden, wobei sie gleichzeitig märchenhafte Renditechancen für Investoren bieten.

## 1 Unternehmensausgliederung<sup>2</sup>

Unter dem Prozess der Unternehmensausgliederung versteht man sowohl den Verkauf, als auch die Verselbständigung von Unternehmensteilen, deren Hauptmerkmal ist, dass sie als eigenständige Einheit weitergeführt werden können.

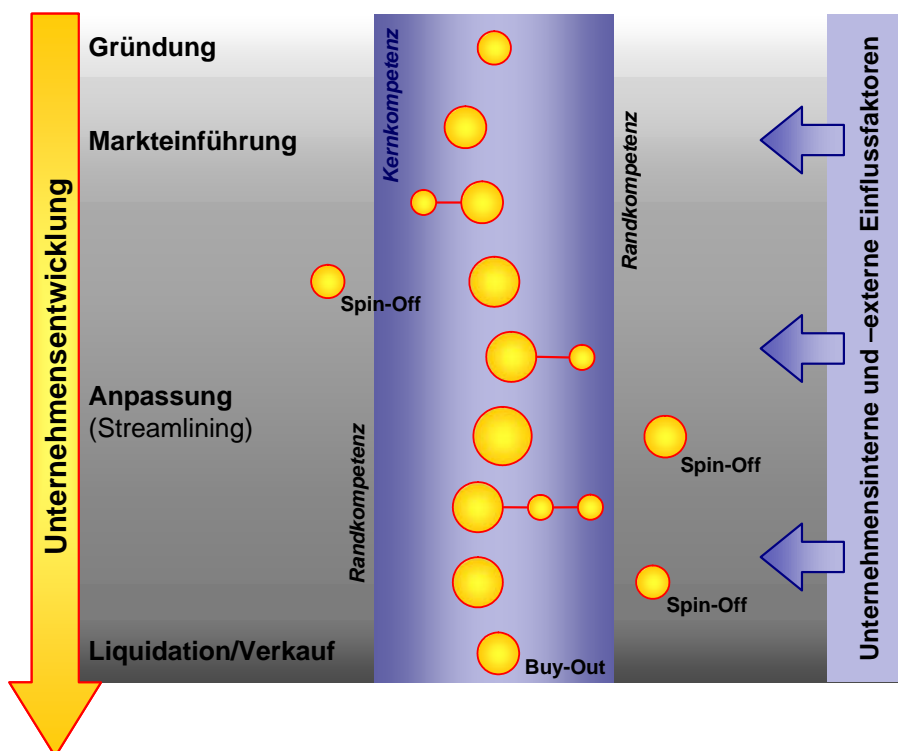
Es lassen sich folgende Ausgliederungsvarianten unterscheiden:

- ▶ Funktionelle Einheit (z.B. Abteilung)
- ▶ Abrechnungstechnische Einheit (z.B. Profit Center)
- ▶ Rechtliche Einheit (z.B. Tochtergesellschaft)
- ▶ Leistungswirtschaftliche Einheit (z.B. Produkt(-gruppe), vor- oder nachgelagerte Wertschöpfungsstufe)

Die Hauptmotivation für Unternehmensausgliederungen ergibt sich aus dem Konzept des Unternehmens-Streamlining und der damit verbundenen kosten- und produktmäßigen Bereinigung von Randaktivitäten.

Folgende Prozesse gehören zum Konzept des Unternehmens-Streamlinings:

- ▶ geographische Bereinigung von für das Gesamtgeschäft unbedeutenden Aktivitäten (z.B. Konzentration auf den Heimatmarkt)
- ▶ kartellrechtliche Auflagen bei der Strukturierung von Unternehmensübernahmen (Bsp.: Bei der Übernahme von Grundig durch Philips musste sich Philips von seiner Beteiligung an der Loewe-Opta GmbH trennen.)
- ▶ strategische Reorganisation von (internationalen) Konzernen
- ▶ finanzieller Engpass oder Konkurs der Muttergesellschaft
- ▶ unzureichende Rendite des auszugliedernden Unternehmensteiles
- ▶ Ausgliederung als Alternative zur Stilllegung



**Abbildung 1**  
Genetische Entwicklung eines Unternehmens

Die Kreise repräsentieren die verschiedenen Geschäftsfelder; der Kreisinhalt repräsentiert die jeweilige Größe des Geschäftsfeldes.

Entwickelt sich ein Geschäftsfeld aus dem Kernbereich der Unternehmensaktivitäten hinaus wird es veräußert (Spin-Off). Dies symbolisiert die Trennung der Verbindung zum Unternehmen (rote Verbindungslinien).

(in Anlehnung an Nadig: Spin-Off mittels Management Buyout)

Als Käufer für ausgegliederte Unternehmensteile treten folgende Akteure auf:

- ▶ Publikum (Verkauf über die Börse mittels „Going Public“)
- ▶ Unternehmen mit Diversifikationsabsichten
- ▶ Konkurrenten
- ▶ Kunden, Lieferanten (z.B. im Rahmen des Aufbaus eines Wertschöpfungsnetzwerkes)
- ▶ Investoren (vgl. Kapitel 3 – Venture Capital)
- ▶ bisherige Gläubiger
- ▶ Belegschaft (vgl. Kapitel 2 – Employee Buy-Out)
- ▶ Management (vgl. Kapitel 2 – Management Buy-Out)

## Aus der Praxis Infineon



Im März 2000 verkaufte der Siemens Konzern 30 Prozent der Infineon Technologies AG in einem IPO (Initial Public Offering, erstmaliges Offerieren von Aktien). Zwei Drittel des Aktienvolumens gingen an institutionelle Anleger. Gleichzeitig wurde Intel strategischer Partner: Im Rahmen einer Platzierung investierte der US-Gigant 250 Mio. US-Dollar in Infineon und begründete damit eine Kooperation für die Produktion von DRAM-Speicherprodukten.

Schon ein Jahr vorher (April 1999) ging Infineon als eigenständiges Tochterunternehmen aus der Geschäftssparte „Siemens Semiconductors“ hervor und führte das Halbleitergeschäft des Siemens-Konzerns in Eigenregie.

Mit seinen über 30.000 Mitarbeitern zählt das Unternehmen heute zu den Top Ten des weltweiten Halbleitergeschäfts. Es bietet Halbleiter- und Systemlösungen für die Automobil- und Industrieelektronik, für Anwendungen in der drahtgebundenen Kommunikation, sichere mobile Lösungen sowie Speicherbauelemente.

### 1.1 Spin-Off<sup>3</sup>

Der Spin-Off ist eine besondere Form der Unternehmensausgliederung.

Es handelt sich hierbei meist um technologieorientierte Ausgründungen von rechtlich und wirtschaftlich selbstständigen Unternehmen aus Inkubatororganisationen<sup>4</sup>.

Grundlegendes Kennzeichen einer Spin-Off-Gründung ist der Transfer von Personen und Know-how (bzw. einer Erfindung) aus der bestehenden Unternehmung in die Gründungseinheit.

Zur Einteilung von Spin-Offs hat sich in der Literatur folgende Nomenklatur durchgesetzt:

- ▶ **Spin-Off:** Ausgründung im Einvernehmen mit der Muttergesellschaft
- ▶ **Sponsored Spin-Off:** Ausgründung auf Initiative und mit weitergehender Unterstützung seitens Muttergesellschaft (z.B. Kapitalhilfe, Nutzung der gemeinsamer Infrastruktur, langfristige Abnahmeverträge)
- ▶ **Split-Off:** Ausgründung gegen den Willen der Muttergesellschaft
- ▶ **Split-Up:** Auflösung der Muttergesellschaft in mehrere Nachfolgesellschaften

#### **Klein und Innovativ**

In einer empirischen Untersuchung von Hunsdiek hatten die Spin-offs durchschnittlich acht Beschäftigte im ersten Geschäftsjahr.

(vgl. Maselli: Spin-offs zur Durchführung von Innovationen)



## Hauptmotive für Unternehmens-Spin-Offs

Motive des Mutterunternehmens / der Inkubatororganisation:

- ▶ **Leistungsvorteile** (Steigerung der Leistungsmotivation innovativer Mitarbeiter; bei Nachfolgekooperation mit Spin-Off-Unternehmen: Sicherung des Zugangs zu neuen Technologien („window of technology“), Flexibilität für besondere Kundenwünsche und Marktentwicklungen)
- ▶ **Risikoreduktion** (Spin-Off-Unternehmen trägt Entwicklungs- und Markteinführungsrisiko)
- ▶ **finanzielle Vorteile** (entgeltliche Patent- oder Nutzungsrechtsvergabe an Spin-Off-Unternehmen, finanzielle Beteiligung an Spin-Off-Unternehmen)
- ▶ **Imagegewinn** (Unternehmen / Universität kann gezielt innovative und unternehmerisch ambitionierte Arbeitskräfte akquirieren)

Motive der Spin-Off-Gründer:

- ▶ **Unzufriedenheit** mit der ehemaligen Beschäftigungssituation (Entwicklungen werden oft „stiefkindlich“ behandelt oder vorzeitig beendet, da sie nicht ins Leistungsprogramm passen)
- ▶ **wirtschaftliche Verwertung** der eigenen Erfindung
- ▶ **Streben nach Unabhängigkeit** und Entscheidungsfreiheit
- ▶ **Gründervorteile** (finanzielle Unterstützung und positiver Imagetransfer von der Muttergesellschaft, oftmals Rückkehrgarantien für den Fall des Scheiterns)



## Probleme von Unternehmens-Spin-Offs für das Mutterunternehmen

- ▶ **Verlust hoch qualifizierter Mitarbeiter**
- ▶ **Schaffung eines neuen Konkurrenten**
- ▶ **hohe Kosten für Anschubfinanzierung**

Die überwiegende Mehrheit der Inkubatororganisationen bestätigt jedoch, dass die Vorteile von Spin-Off-Programmen die Nachteile bei weitem ausgleichen. So sieht z.B. General Electric den Imagegewinn und die gesteigerte Attraktivität des Unternehmens für innovative Mitarbeiter als größten Pay-Off ihres Spin-Off-Programmes<sup>5</sup>.

### Aus der Praxis Spin-Off-Förderung bei Siemens



Bei der Siemens AG ist die Spin-Off-Förderung seit Mitte der 1980er Jahre ein institutionalisierter Prozess.

Im Jahre 1983 gründete Siemens die Venture Capital Beteiligungsgesellschaft mbH (VCB). Sie ist eine 100%ige Tochter der Siemens AG, die firmeninterne Anträge zur Unternehmensausgründung prüft, die Gründer bei der Entwicklung eines Geschäftsplans unterstützt und ca. drei Jahre nach Beginn des internen Geschäftsaufbaus in die Selbstständigkeit (Spin-Off meist als MBO) führt.

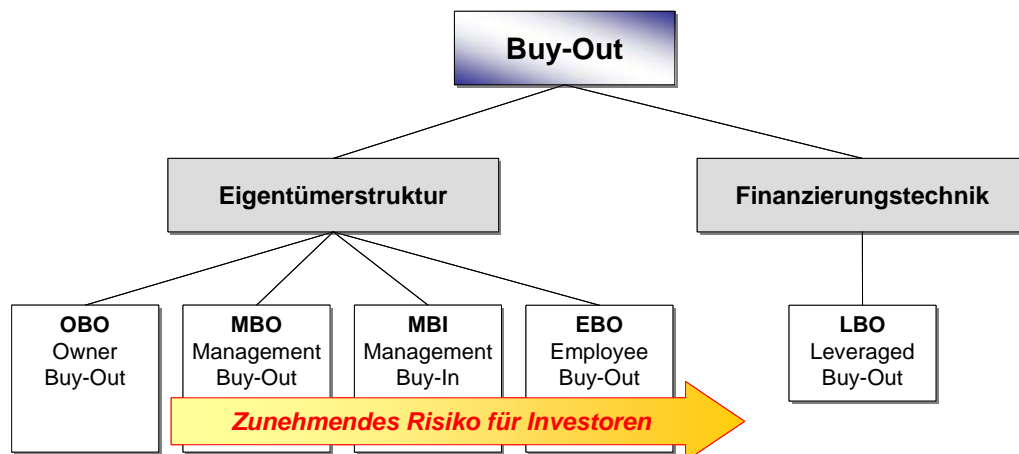
So gründeten z.B. 1990 zwei Siemens-Ingenieure und ein kaufmännisch ausgebildeter Mitarbeiter die Epoxonic GmbH in München. Das Spin-off entwickelt und liefert kundenspezifische Reaktionsharzsysteme zum Vergießen, Abdecken, Umhüllen und Kleben von Bauelementen und Baugruppen, die vorzugsweise im Bereich der Elektronik und der Mikroelektronik eingesetzt werden.

Die Epoxonic konnte im Jahre 1995 mit rund 20 Mitarbeitern 5 Mio. DM Umsatz realisieren und arbeitete ebenfalls im Gewinnbereich.

(Maselli: Spin-Offs zur Durchführung von Innovationen, S. 275 ff)

## 2 Buy-Out<sup>6</sup>

Bei einem Buy-Out handelt es sich um den Kauf eines Unternehmens oder Unternehmensteiles. Die vielfältigen Gestaltungsmöglichkeiten dieser Transaktionen werden in der Literatur zum einen nach der resultierenden Eigentümerstruktur als auch nach der Finanzierungstechnik klassifiziert.



**Abbildung 2**  
Gestaltungsmöglichkeiten von Buy-Outs  
(eigene Darstellung)

## **Buy-Out-Formen im Einzelnen**

### **Management Buy-Out**

Beim Management Buy-Out übernehmen Führungskräfte einen Teilbereich bzw. das gesamte Unternehmen. Sie üben die Unternehmenskontrolle aus und haben das Recht über die Unternehmensressourcen zu verfügen. Dabei ist es nicht unbedingt notwendig, dass das Management über die Mehrheit der Stimmrechte oder der Kapitalanteile verfügt. (Es handelt sich häufig um einen LMBO (MBO mit Leverage-Finanzierung); in der Mehrzahl der Fälle sind Eigenkapitalgeber involviert.)

### **Management Buy-In**

Beim Management Buy-In übernehmen unternehmensfremde Führungskräfte einen Teilbereich bzw. das gesamte Unternehmen.

Ein MBI (bzw. eine Kombination aus MBO und MBI) kommt vor allem dann zum Tragen, wenn aufgrund des Ausscheidens einer besonders autoritären oder charismatischen Führungs- und Inhaberpersönlichkeit die zweite Führungsebene bisher personell und/oder qualitativ schwach besetzt ist und dringend weitere Führungskapazitäten von außen benötigt werden.

Aufgrund der mangelnden Unternehmenskenntnisse der neuen Führung gilt der MBI als eine für Investoren riskantere Variante der Unternehmensübernahme.

### **Employee Buy-Out**

Tritt die gesamte Belegschaft, d.h. Führungskräfte und sonstige Angestellte, als Käufer auf, so spricht man vom Employee Buy-Out.

Der EBO wird oft als letzte Möglichkeit der Unternehmensrettung angewandt und ist damit die riskanteste Variante für eventuelle externe Investoren.

### **Owner Buy-Out**

Der Owner Buy-Out stellt eine Sonderform des Buy-Outs dar, bei der der Eigentümer seine Geschäftsanteile gestaffelt verkauft bzw. an eine Erwerbengesellschaft verkauft, an der er sich selbst wieder rückbeteiligt. So partizipiert er weiter anteilig am Unternehmenserfolg und kann sich schrittweise aus dem Management verabschieden bzw. gewinnt Zeit bei der Suche nach einem geeigneten Nachfolger.



## Leveraged Buy-Out

Der Leveraged Buy-Out ist eine im Wesentlichen durch Fremdkapital finanzierte Unternehmensübernahme (i.d.R. ca. 75% Fremdkapital). Dieses Fremdkapital basiert in erster Linie auf der Finanzkraft des Übernahmeobjektes und nicht – wie beim konventionellen Unternehmenserwerb – auf der Finanzkraft und der Kreditwürdigkeit des Käufers.

Beim Leveraged Buy-Out setzt das neue Management und die Kapitalgeber darauf, dass die Gesamtinvestitionsrendite über den Fremdkapitalkosten liegt, und es damit eine positive Hebelwirkung<sup>7</sup> (Leverage) erzielen kann.

Diese Finanzierungstechnik erlaubt es dem Management auch große Unternehmen zu übernehmen.



## Hauptmotive für Buy-Outs

### Motive des Mutterunternehmens

- ▶ Nachfolgeregelung und Kontinuität (das „Lebenswerk“ des Unternehmers und der Kundenstamm bleiben erhalten, Schutz vor Raidertum)
- ▶ Unternehmensstreamlining
- ▶ Förderung von Unternehmertum in unternehmensinternen Inkubatoren

### Motive der Käufer/Gründer

- ▶ Gründervorteile (Insiderwissen durch frühere Betriebszugehörigkeit, Beratung durch Alteigentümer und Eigenkapitalinvestoren (meist erfahrene Fondsmanager von Venture Capital Fonds))
- ▶ finanzielle Vorteile (Wertsteigerung nach strategischer Neuausrichtung und Ausnutzung des Hebeleffektes)
- ▶ gestiegener sozialer Status

### Motive der Eigenkapitalinvestoren

- ▶ große Renditechancen
- ▶ (meist) steuerfreie Gewinne (durch Wertsteigerung der Kapitalbeteiligung)
- ▶ Risikoverteilung (Investition in Venture Capital Fonds, die auf die Analyse, Strukturierung und auf das Controlling von Buy-Out-Projekten spezialisiert sind)

### Moderne Raubritter

In den 80er Jahren erlebte der LMBI in den USA eine Blütezeit. Spezialisierte Manager kauften mit Hilfe großer Fremdkapitalsummen reihenweise Firmen auf, um sie – teilweise nach einer strategischen Neuausrichtung – Gewinn bringend weiterzuverkaufen bzw. „auszuschlachten“.

Diese Praxis ist als Raidertum (Raider = Plünderer, Raubritter, Pirat) in die Literatur eingegangen.

### Nachfolgeproblematik:

Schätzungsweise 20-25% der ca. 340.000 mittelständigen deutschen Unternehmen suchen Nachfolger für die Geschäftsleitung.

(vgl. Gräper: Management-Buy-Out)



### Motive der Finanzierungsinstitute

- ▶ Aufbau neuer, langfristiger Kundenbeziehungen
- ▶ überdurchschnittlich hohe Zinserträge aus der Fremdfinanzierung

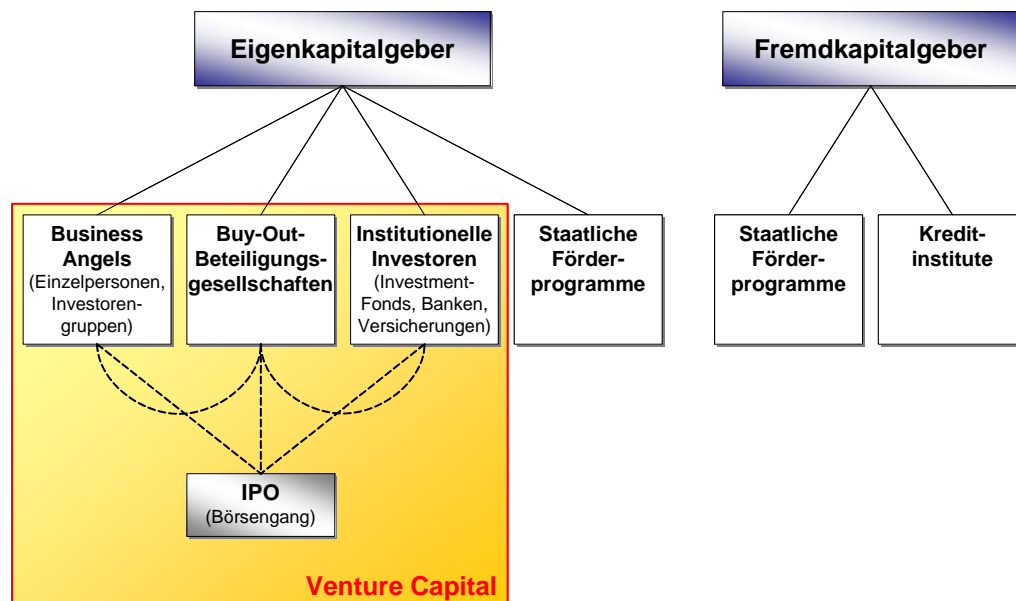


### Hauptprobleme bei Buy-Outs

- ▶ bei Nachfolgeregelung meist geringerer Verkaufspreis, als auf Kapitalmarkt
- ▶ hohes Risiko bei Sanierungslösungen (z.B. in Form eines Employee-Buy-Out)

## 3 Venture Capital

Unternehmensgründern bzw. -käufern stehen folgende Finanzierungsoptionen offen:



**Abbildung 3**  
Venture Capital

In der Literatur wird Venture Capital als befristete Investition von privatrechtlichen Eigenkapitalgebern bezeichnet.

In der Mehrzahl der Fälle ziehen sich die Investoren nach 2-5 Jahren zurück, indem sie ihre Anteile an die Gründer oder andere Venture Capitalists verkaufen bzw. den Börsengang anstreben.

(eigene Darstellung)

Im Bereich der Spin-Off- bzw. Buy-Out-Finanzierung nimmt Venture Capital eine herausragende Stellung ein.

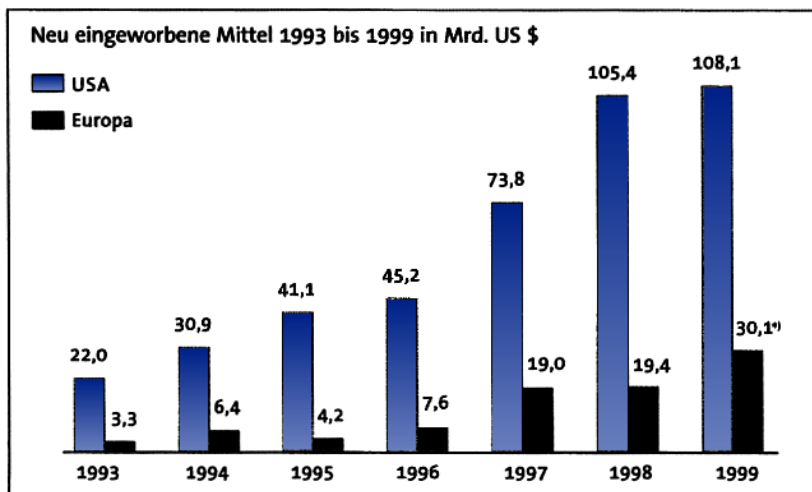
Bei Venture Capital handelt es sich um Risikokapital, das hauptsächlich in technologieorientierte Unternehmen investiert wird.

Venture Capital organisiert sich außerhalb des geregelten Kapitalmarktes, es gibt also keine Börsen für Venture Capital. Der Kapitalgeber investiert direkt in das Eigenkapital des Unternehmens, bleibt aber stets Minderheitsgesellschafter (Anteil unter 50%). Venture Capital ist in der Regel

zinslos überlassenes Geld, der Gewinn des Kapitalgebers liegt in dem meist überdurchschnittlich gestiegenen Unternehmenswert des Unternehmens.

Der Venture Capitalist und Unternehmenseigner (Manager) gehen eine strategische Partnerschaft ein, das bedeutet der Kapitalgeber stellt sein Wissen und Können der Firma zur Verfügung und greift teilweise aktiv in die unternehmerischen Tätigkeiten ein. Der Gründer hat somit einen erfahrenen Helfer an seiner Seite und der Venture Capitalist fördert das Wachstum des Unternehmenswertes aktiv.

Nach 2 - 5 Jahren folgt die Desinvestition, das heißt der Kapitalgeber zieht sich aus der Firma zurück. Er verkauft seine Anteile an der Börse, an andere Unternehmen, Venture Capital Gesellschaften oder bietet sie dem Unternehmenseigner zum Kauf an. Die durchschnittlich erzielten Renditen liegen mit 15 - 25 % jährlich überdurchschnittlich hoch, dafür tragen die Investoren die erhöhten Risiken des jungen Unternehmens.



<sup>1)</sup> davon 5,9 Mrd. \$ von US-Fonds für Europa eingeworbene Mittel

**Abbildung 4**  
 Privates Beteiligungskapital in den USA und Europa  
 (vgl. Becker: Buy-Outs in Deutschland)

## **Interessante Literatur zum Thema**

### **Becker, Reimund**

Buy-outs in Deutschland. Köln. 2000

### **Gräper, Matthias**

Management-Buy-Out. Kiel. 1993

### **Maselli, Anke**

Spin-offs zur Durchführung von Innovationen. Eine Analyse aus institutionenökonomischer Sicht. Wiesbaden. 1997

### **Nadig, Linard**

Spin offs mittels Management buyout. Die Veräußerung von Unternehmensteilen durch Verkauf an das bisherige Management. Bern. 1992

## Kommentare

---

<sup>1</sup> **Konzentration**

Die Konzentration innerhalb einer Branche oder eines Marktes beschreibt, auf wie viele selbständige Unternehmen sich der Wettbewerb verteilt (vgl. Modul Steuerungsprozesse -- Bestimmungsfaktoren von Unternehmensverbindungen, Anhang).

Dieses Modul beschäftigt sich mit einem Prozess, der die Branchenkonzentration verringert – dem Auftreten neuer Unternehmen durch Unternehmensausgliederung.

<sup>2</sup> Vgl. Gräper: Management-Buy-Out

Nadig: Spin offs mittels Management buyout

<sup>3</sup> Vgl. Hopfenbeck: Allgemeine Betriebswirtschafts- und Managementlehre

Maselli: Spin-offs zur Durchführung von Innovationen

<sup>4</sup> **Inkubator (= „Brutkasten“)**

Durch die Bildung von Inkubatoren versuchen staatliche oder erwerbswirtschaftliche, private Organisationen ein gründungsfreundliches Klima zu schaffen. Diese „Brutkästen“ sollen also zielgerichtet zu Spin-Offs von Unternehmen führen. Diese zielgerichtete Praxis unterscheidet Spin-Offs von den eher beliebigen Unternehmensausgliederungen.

Inkubatoren findet man in Unternehmen (z.B. im Rahmen von Venture-Management-Programmen), Universitäten, staatlichen Forschungs- und Entwicklungseinrichtungen (z.B. Fraunhofer Gesellschaft) sowie Gründerzentren.

Der weltweit berühmteste Inkubator ist das **Silicon Valley** zwischen Menlo Park und San Jose (CA). Hier sind die Inkubatoren von drei Universitäten (San Jose State University, Santa Clara University, Stanford University) und zahlreicher, weltweit agierender Großunternehmen (Intel, AMD, Cisco Systems, Hewlett-Packard, etc.) finanziell und personell eng miteinander verflochten, was zur weltweit mit Abstand größten Gründungsrate von neuen Unternehmen führt.

<sup>5</sup> Vgl. Maselli: Spin-offs zur Durchführung von Innovationen

<sup>6</sup> Vgl. Gräper: Management-Buy-Out

Nadig: Spin offs mittels Management buyout

### <sup>7</sup> **Leverage-Effekt (Hebelwirkung des Fremdkapitals)**

Bei zusätzlichem Fremdkapitaleinsatz steigt die Eigenkapitalrentabilität solange der Gewinn höher ist als die Zinsen für das Fremdkapital. Das Fremdkapital wirkt somit als Hebel zur Verbesserung der Eigenkapitalrentabilität.

Beispiel:

	<b>Firma A</b>	<b>Firma B</b>	<b>Firma C</b>
Eigenkapital	600	400	200
Fremdkapital	200	400	600
<b>Gesamtkapital</b>	<b>800</b>	<b>800</b>	<b>800</b>
(Gesamtkapital-) Gewinn	100	100	100
– Zinsen für Fremdkapital (10%)	20	40	60
<b>Gewinn nach Zinsen</b>	<b>80</b>	<b>60</b>	<b>40</b>
<b>Eigenkapitalrentabilität</b>	<b>13,3 %</b>	<b>15 %</b>	<b>20 %</b>

Trotz steigender Zinsbelastung für das Fremdkapital und damit geschmälertem Gewinn nach Zinsen erwirtschaftet Firma C eine höhere Eigenkapitalrentabilität als Firma A, da sie mit einem **Drittel** des Eigenkapitals die  **Hälfte** des Gewinns nach Zinsen erwirtschaftet (Hebeleffekt).

Dieser überproportionale Effekt wirkt in beide Seiten und stellt damit ein erhöhtes Risiko dar. Sollte nämlich der Gewinn unter den Betrag der Fremdkapitalzinsen fallen, muss das Unternehmen dennoch seinen Zahlungsverpflichtungen nachkommen. Viele Unternehmen müssen in diesem Falle „an die Substanz gehen“, d.h. es kann zu einer Verminderung des Eigenkapitals kommen.



Beyer, Horst-Tilo (Hg.): Online-Lehrbuch BWL, <http://www.online-lehrbuch-bwl.de>