

M&A REVIEW

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

www.ma-review.de

Publikationsorgan **BUNDESVERBAND
MERGERS &
ACQUISITIONS EV.**

29. Jahrgang 11/2018

Standpunkt

Der Boom hält an – wie lange noch?

Strategie

Bewertung von jungen Technologieunternehmen aus Sicht strategischer Investoren

Strategie

Mit Wertschöpfungsmanagement den Unternehmenswert steigern

Recht und Steuern

Die Rolle von Vorstand und Aufsichtsrat im Rahmen von M&A-Transaktionen

International Column

M&A-Markt Q3 2018:
Abschwächung auf hohem Niveau

Austria Column

Österreichs Hidden Champions als Übernahmeziele – ein Blick hinter die Dealkulissen

Deal des Monats

BMW vertieft Zusammenarbeit mit China



Private Equity

Operative Erfolgsfaktoren profitabler Exits

GoingPublicMedia

AKTIENGESELLSCHAFT

Operative Erfolgsfaktoren profitabler Exits

Dieter Lauszus, Helen Christmann & Steffen Sachs, EbelHofer Strategy & Management Consultants, Köln

1. Einleitung

► „Es ist viel schwerer, eine Firma zu verkaufen, als sie zu kaufen. [...] Jeder Narr kann zu viel für eine Firma zahlen oder eine Firma kaufen – solange das Geld für diesen Kauf reicht. [...] Unser Job beginnt an dem Tag, an dem wir eine Firma kaufen und anfangen, mit dem Management daran zu arbeiten, wohin wir die Firma steuern.“ Henry R. Kravis¹

Mit diesem Zitat macht Henry Kravis, Investor und Mitbegründer von KKR – einer der größten börsennotierten Beteiligungsgesellschaften der Welt – deutlich, was Private Equity (PE) aus seiner Sicht nicht ist: lediglich ein Vergütungsmodell. Im Kern geht es darum, sich als PE-Investor gemeinsam mit dem Management der aktiven und operativen Steuerung zu widmen, um einen Mehrwert innerhalb des Beteiligungszeitraums zu schaffen. Aktuelle Studien stützen diesen partnerschaftlichen Gedanken und die Bedeutsamkeit operativer Erfolgsfaktoren. PE-Investoren seien zu Partnern, teils Rettern, von Unternehmen geworden und wichtige Financiers von Start-ups. Die Vorstellung, dass PE-Investoren nach einer Akquisition wie „Heuschrecken“ über Portfoliounternehmen herfallen, Umstrukturierung und Zerschlagung vorantreiben, um diese dann höchstbietend zu verkaufen, scheint nicht mehr zeitgemäß. „Value Creation“ mittels operativer Verbesserungen im Geschäftsmodell von Portfoliounternehmen ist zunehmend ein Branchenstandard. Komplexe Finanzierungsmethoden, die früher die Branche dominierten und eine Wertsteigerung vor Übernahme sicherten, kommen nicht mehr so intensiv zum Einsatz wie zu den Anfängen der PE-Branche.²

2. Historischer Wandel der PE-Branche

2.1 Value Creation bei Portfoliounternehmen im Zeitverlauf

Zu den Anfängen der PE-Branche war Financial Engineering als werttreibendes Finanzierungskonstrukt erfolgreicher Übernahmen ein gut gehütetes Geheimnis der Top-Player der Branche. 1982 erwarb der PE-Investor Wesray Capital die Firma Gibson Greeting zu einem Kaufpreis von 81 Mio. USD mit nur 1 Mio. USD Eigenkapital. Das Unternehmen wurde 18 Monate später an die Börse gebracht und auf 290 Mio. USD bewertet. Mit dieser Investition und einem persönlichen Investment in Höhe von 330.000 USD realisierten die Gründer von Wesray Capital so jeweils 66 Mio. USD. Ein Übernahmeboom brach aus. Financial Engineering wurde zur gängigen Praxis in der Branche.³ Im Rahmen von Financial Engineering werden Finanzderivate, Swaps, Kreditausfallversicherungen oder Kreditfinanzierungen für eine möglichst kostengünstige und risikoarme Strukturierung einer Finanzierung eingesetzt.⁴ Eine Steigerung des Unternehmenswerts wird somit bereits vor dem Beteiligungszeitraum angestoßen, nicht während der Haltedauer.

In den 1980er Jahren beruhten circa 80% der Wertsteigerung für Investoren auf Financial Engineering und anderen finanziellen Stellhebeln.⁵ Financial Engineering oder auch Financial Arbitrage – eine Wertsteigerungstechnik, welche sich in den 1990er Jahren etablierte (Realisierung eines Kaufpreises unterhalb des Marktpreises) – tragen mittlerweile bei Weitem nicht mehr so wie früher zur Wertsteigerung eines Portfoliounternehmens bei.⁶ In den 2010er Jahren basiert Value

1 Vgl. Loos: Value Creation in Leveraged Buyouts. 1. Auflage, Deutscher Universitäts-Verlag, Wiesbaden, 2006.

2 Vgl. PWC: Private Equity Trend Report 2018 – The Coming of Age. www.pwc.de/de/finanzinvestoren/private-equity-trend-report-2018.pdf (Stand: 02.10.2018), 2018.

3 Vgl. Bassi/Grant: Structuring European Private Equity, Euromoney Institutional Investor PLC, London (Großbritannien), 2006.

4 Vgl. Glossar Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung e.V. www.diw.de/de/diw_01.c.413298.de/presse/diw_glossar/financial_engineering.html (Stand: 02.10.2018).

5 Vgl. EY: A harder look at value creation by private equity. URL: [www.ey.com/Publication/wwLUAssets/ey-a-harder-look-at-value-creation-by-private-equity/\\$FILE/ey-a-harder-look-at-value-creation-by-private-equity.pdf](http://www.ey.com/Publication/wwLUAssets/ey-a-harder-look-at-value-creation-by-private-equity/$FILE/ey-a-harder-look-at-value-creation-by-private-equity.pdf) (Stand: 04.10.2018), 2016.

6 Vgl. Bassi, Grant: Structuring European Private Equity, Euromoney Institutional Investor PLC, London (Großbritannien), 2006. Vgl. Faden, Prettl: Operative Excellence im Fokus von Private Equity Gesellschaften durch die aktuellen Kapitalmarktentwicklungen. In: Controlling & Management Review, Ausgabe 1, S. 44-50, 2009.

Abb. 1 • Treiber von Private Equity Value Creation

Quelle: EY; eigene Darstellung

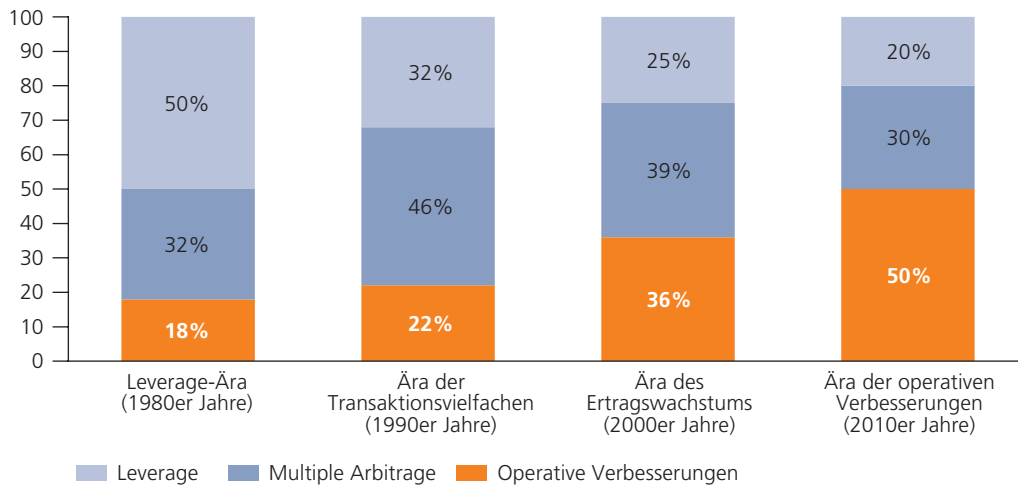
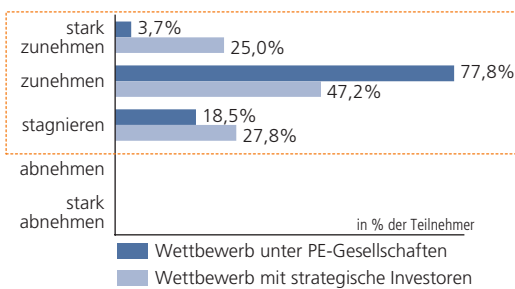


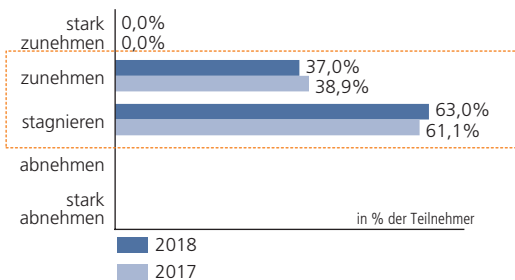
Abb. 2 • Wettbewerbsintensität und hohe Multiples setzen PE-Branche unter Druck

Quelle: EbelHofer Strategy & Management Consultants, Jewski; eigene Darstellung

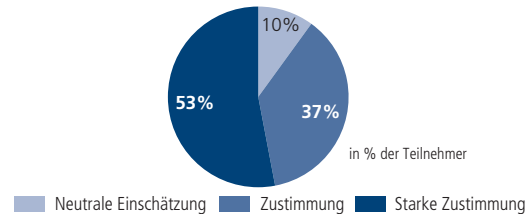
PE-Investoren erwarten hohe Wettbewerbsintensität (2018)



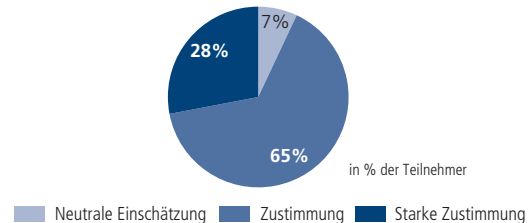
PE-Investoren erwarten hohe Multiples (2017, 2018)



Aktives Management durch PE-Firmen ist notwendig, um die Performance eines Portfolio-Unternehmens zu verbessern



Die Implementierung operativer Maßnahmen ist notwendig, um die Performance eines Portfolio-Unternehmens zu verbessern



Creation nur noch zu 50% auf Finanzmethoden. Operative Eingriffe gewannen an Bedeutung und tragen mittlerweile 50% zur Wertsteigerung eines Portfolio-unternehmens bei.⁷ Operative Verbesserungen werden, auch bedingt durch die Finanz- und Subprime-Krise, zu einem Imperativ. Ohne diese scheint es heute nicht mehr möglich, die Chancen auf einen profitablen Exit zu maximieren.⁸

2.2 Aktives Portfoliomanagement durch operative Eingriffe immer wichtiger

Die Fokussierung auf operative Stellhebel gewinnt angesichts einer hohen Wettbewerbsintensität und hohen Multiples im Transaktionsmarkt stetig an Bedeutung: Zu Zeiten vorteilhafter Finanzierungsbedingungen strömt immer mehr Kapital in den PE-Markt als lukrative Anlageform, daraus folgt: Der Wettbewerb innerhalb der PE-Branche ist enorm und Bewertungen bei Transaktionen erreichen Höchststände.⁹

7 Vgl. EY: A harder look at value creation by private equity. [www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-a-harder-look-at-value-creation-by-private-equity/\\$FILE/ey-a-harder-look-at-value-creation-by-private-equity.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-a-harder-look-at-value-creation-by-private-equity/$FILE/ey-a-harder-look-at-value-creation-by-private-equity.pdf) (Stand: 04.10.2018), 2016.

8 Vgl. Matthews, Bye, Howland: Operational Improvement: the key to value creation in Private Equity. In: Journal of Applied Corporate Finance, Ausgabe 21, Nr. 3, S. 21-27, 2009.

9 Vgl. FINANCE: Kapitulation am Private-Equity-Markt? www.finance-magazin.de/deals/private-equity-private-debt/kapitulation-am-private-equity-markt-2001181/ (Stand: 04.10.2018), 2017.

Auch der Wettbewerb mit strategischen Investoren setzt der PE-Branche zu. 2017 wechselten weltweit mehr als 38.000 Unternehmen den Eigentümer, PE-Investoren waren jedoch nur an jeder zehnten Transaktion beteiligt. Strategische Investoren können vor dem Hintergrund stärkerer Synergieeffekte und langfristiger Haltedauer oft leichter zweistellige EBITDA-Multiples rechtfertigen und haben somit als Bieter häufig die Nase vorne.¹⁰

PE-Investoren erwarten bei vergleichbaren Kapitalmarktbedingungen im DACH-Raum, dass nicht nur der Wettbewerb untereinander, sondern auch jener mit strategischen Investoren weiter zunimmt. Mit einem Rückgang der Bewertungen ist nicht zu rechnen. Knapp 40% der im Rahmen einer EbelHofer Studie befragten PE-Investoren erwarten sogar einen weiteren Anstieg der Multiples.¹¹ Die Branche steht vor der Herausforderung: *Wie können trotz hoher Kaufpreise profitable Exits realisiert werden?*

PE-Investoren sind sich einig, dass aktives Portfoliomanagement benötigt wird, um die Performance von Portfoliounternehmen und somit die Exit-Bewertung zu steigern. Insbesondere die Implementierung operativer Maßnahmen hat zentrale Bedeutung, was eine von EbelHofer Consultants betreute wissenschaftliche Arbeit verdeutlicht.¹² Eine aktuelle PWC-Studie untermauert diese Ergebnisse: Knapp 70% der befragten PE-Investoren sehen die Bedeutung von Financial Engineering schwinden. Nur 9% halten Financial Engineering für wichtiger als das Ergreifen operativer Maßnahmen, um einen profitablen Exit zu realisieren.¹³

2.3 Welche operativen Eingriffe treiben erfolgreiche Exits?

Die steigende Bedeutung aktiven Managements/operativer Stellhebel führt zu der Frage, welche konkreten Maßnahmen von PE-Investoren implementiert werden sollten, um die Exit-Rendite zu maximieren. Die Wissenschaft liefert hierzu in der DACH-Region spärliche empirische Erkenntnisse, da nur wenige Studien in der PE-Branche durchgeführt wurden. Bisherige wissenschaftliche Treiberanalysen bezogen sich vordergründig auf makroökonomische Faktoren, Fondsstruktur und Kapitalmarktdynamiken.¹⁴ Forschung, die Value Creation adressiert, fand bisher meist auf einer Metaebene

statt und beleuchtete nicht die Ebene der durch Investoren konkret angestoßenen operativen Maßnahmen. Neuere wissenschaftliche Beiträge, die finanzielle und operative Werttreiber differenzieren, messen zwar letzteren ein höheres Wertsteigerungspotenzial zu, thematisieren jedoch keine praxisnahen Ansatzpunkte.¹⁵ Eine Forschungslücke besteht zudem, da sich viele Studien auf Transaktionen vor der Subprime-Krise/auf den US-amerikanischen Transaktionsmarkt beschränken. Europäische Forschung stützt sich primär auf Großbritannien, weshalb die Notwendigkeit besteht, operative Maßnahmen im Sinne von Erfolgsfaktoren profitabler Exits in der DACH-Region zu untersuchen (siehe Abb. 3). Das Zwischenfazit zur Synthese bestehender Forschung lautet:

- a) *PE-Investoren finden wenige Anhaltspunkte zur Identifikation praxisnaher operativer Stellhebel im Sinne der Wertsteigerung von Portfoliounternehmen.*
- b) *Obwohl Übernahmen in der DACH-Region im europäischen Vergleich hohe Renditen und Multiples generierten¹⁶, haben Studien zu Erfolgsfaktoren bisher noch keine operativen Maßnahmen erfolgreicher Exits dieser Region untersucht.*

3. Qualitative Forschungsergebnisse

3.1 Kritische Würdigung der Methode Erfolgsfaktorenforschung

Die Idee der Erfolgsfaktorenforschung ist selbsterklärend: Gewinnorientierte Unternehmen mit dem Ziel erfolgreich zu sein, verfolgen den induktiven Ansatz, die abhängige Variable Erfolg/Misserfolg durch systematische Identifikation unabhängiger Variablen, zum Beispiel Managementmaßnahmen, zu erklären. Sie ist somit einerseits ein retro-perspektivisches Monitoring-System und soll andererseits als Kompass zur Entscheidungsunterstützung dienen.¹⁷

Das Vorhaben, Erfolgstreiber systematisch zu identifizieren, wird seit 1979 mit dem PIMS-Projekt breit angelegt verfolgt. Seither wurden auch wissenschaftliche Studien mit Leistung als abhängige Variable verstärkt durchgeführt.¹⁸ Dennoch wird insbesondere die Entscheidungsunterstützungsfunktion der Erfolgsfaktorenforschung kontrovers diskutiert. Die Möglichkeit,

¹⁰ www.bain.de/press/press-archiv/private-equity-report-2018.aspx

¹¹ Vgl. EbelHofer Strategy & Management Consultants: Private Equity Panel 2018. URL: www.ebelhofer.com/images/downloads/Veroeffentlichungen/EbelHofer_Private_Equity_Panel_2018.pdf (Stand: 04.10.2018), 2018. Siehe auch FINANCE: Kapitulation am Private-Equity-Markt? www.finance-magazin.de/deals/private-equity-private-debt/kapitulation-am-private-equity-markt-2001181/ (Stand: 04.10.2018), 2017.

¹² Jewski: Empirical analysis of market related levers to improve performance of Private Equity owned companies in the DACH-area. Hochschule Bonn-Rhein-Sieg, 2018.

¹³ Vgl. PWC: Private Equity Trend Report 2018 – The Coming of Age. www.pwc.de/de/finanzinvestoren/private-equity-trend-report-2018.pdf (Stand: 02.10.2018), 2018.

¹⁴ Siehe zum Beispiel Kaplan, Schoar: Private Equity performance: returns, persistence, and capital flows. In: The Journal of Finance, Ausgabe 60, S. 1791-1828, 2005.

¹⁵ Siehe zum Beispiel Puche, Braun, Achleitner: International Evidence on value creation in private equity transactions. In: Journal of Applied Corporate Finance, Ausgabe 27, Nr. 4, S. 105-122, 2015.

¹⁶ Vgl. European Private Equity And Venture Capital Association: European mid-market private equity delivering the goods, www.investeurope.eu/media/25500/Delivering_the_goods.pdf (Stand: 04.10.2018), 2013.

¹⁷ Vgl. Schmalen, Kundert, Weindlmaier: Erfolgsfaktorenforschung – Theoretische Grundlagen, methodische Vorgehensweise und Anwendungserfahrungen in Projekten für die Ernährungsindustrie. Landwirtschaftsverlag, Münster S. 351-362, 2006.

¹⁸ Vgl. Nicolai, Kieser: Trotz eklatanter Erfolgslosigkeit: die Erfolgsfaktorenforschung weiter auf Erfolgskurs. In: Die Betriebswirtschaft, Ausgabe 62, Nr. 6, S. 579-596, 2002.

Abb. 3 • Literaturüberblick zu Value Creation im PE/VC-Bereich

Quelle: Selektierte Studien, Jewski; eigene Darstellung

Studie	Probe	Erfolgsmessung	Unabhängige Variable
Ljungqvist, Richardson (2003)	<ul style="list-style-type: none"> 73 reife Fonds mit Kapitalfluss (1981–2001) USA, Europa Buyout & Venture Capital 	Interne Rentabilität, Profitabilitätsindex	Fondsgröße, Fondszuflüsse, Risiko, Zeit der Investition
Harris, Jenkinson, Kaplan (2015)	<ul style="list-style-type: none"> 1.373 Fonds mit Kapitalfluss (1984–2008) USA Buyout & Venture Capital 	Interne Rentabilität, Gegenwert öffentliche Märkte, Investitions-multiplikator	Kapitalfluss, Fondsgröße
Kaplan, Schoar (2005)	<ul style="list-style-type: none"> 764 Fonds (1980-2001) USA Leveraged Buyout & Venture Capital 	Interne Rentabilität, Gegenwert öffentliche Märkte	Fondsgröße, Erfahrung PE-Firma, Zeitpunkt Zutritt, Anzahl neuer Teilnehmer
Phalippou, Zollo (2005)	<ul style="list-style-type: none"> 705 Fonds (1980-2003) USA Leveraged Buyout & Venture Capital 	Profitabilitätsindex	Geschäfts- und Kapitalmarktzyklen, makroökonomische Bedingungen, Renditen öffentlicher Kapitalmärkte, Fondscharakteristika
Aigner et al. (2008)	<ul style="list-style-type: none"> 104 Fonds mit Kapitalfluss (1971-2007) USA, Europa Leveraged Buyout & Venture Capital 	Interne Rentabilität, Gegenwert öffentliche Märkte, Verlustkennzahl	Endogene und exogene Faktoren
Meier, Hiddemann, Brettl (2006)	<ul style="list-style-type: none"> 101 PE-Gesellschaften Europa 	Verbesserung operativer Erfolg	Verhalten PE-Gesellschaften, Formalität der Geschäftsbeziehung, Performance der Informationssysteme, Erfahrung der PE-Gesellschaft, Nutzung externer Ressourcen
Achleitner et al. (2010)	<ul style="list-style-type: none"> 206 Transaktionen (1991–2005) Europa Buyout 	Festgeld, EBITDA Wachstum	Leverage-Effekt, EBITDA Wachstum, Kapitalfluss-Effekte, Multiplikator-Effekt, Kombinationseffekt
Puche, Braun, Achleitner (2015)	<ul style="list-style-type: none"> 2.029 Deals (1987-2009) 45 Länder, 6 Kontinente Leveraged Buyout 	Festgeld	Leverage-Effekt, EBITDA Wachstum, Kapitalfluss-Effekte, Multiplikator-Effekt, Region, Industrie, Transaktionsvolumen, Jahr des Exit
<ul style="list-style-type: none"> – Studien vor der Subprime-Krise – DACH-Region nicht erforscht – Dominanz von Venture Capital 		– Objektive Erfolgsmaße	<ul style="list-style-type: none"> – Metaebene – Keine expliziten operativen Faktoren analysiert

auf wissenschaftliche Art und Weise Faktoren hinter Erfolg und Misserfolg zu identifizieren, wird in Frage gestellt. Der Tenor lautet: Wissenschaftliche Resultate sind nicht generalisierbar/auf die Praxis übertragbar. Zudem wird das Konstrukt Leistung als abhängige Variable und dessen Operationalisierung kritisiert.¹⁹ Normative Schlussfolgerungen seien deshalb nicht möglich. Verzerrungen einzelner Narrative, mangelnde Abgrenzbarkeit von Erfolg durch intertemporale und externe Effekte, Unklarheit über Wechselwirkungen zwischen Variablen sowie die Kausalitätsproblematik werden angeführt.²⁰ Es ist jedoch festzuhalten, dass diese Kritik nicht nur für die Erfolgsfaktorenforschung, sondern allgemein für die empirisch-induktive Forschung der Sozialwissenschaften gilt.²¹ Daraus lässt sich schlussfolgern:

- *Erfolgsfaktorenforschung ermöglicht den Einblick in operative Managementmaßnahmen, die Erfolg/Misserfolg von Transaktionen treiben. PE-Investoren können hieraus Ansatzpunkte für künftige Entscheidungen entnehmen, die im Einzelfall kontextspezifisch zu hinterfragen sind.*

3.2 Identifikation und Operationalisierung operativer Maßnahmen/Rahmenbedingungen

Aufgrund der identifizierten Forschungslücke bot sich im ersten Schritt ein qualitativ-exploratives Vorgehen an, für das die „Action Research“-Methodik gewählt wurde. Angelehnt an Berg wurden pro Interview die Schritte: 1. Diagnose, 2. Planung, 3. Eingriff, 4. Auswertung durchlaufen.²² Es waren sechs Experteninterviews notwendig, um eine hinreichende Identifikation operativer Maßnahmen und Exit-Rahmenbe-

19 Vgl. March, Sutton: Organizational Performance as a dependent variable. In: Organization Science, Ausgabe 8, Nr. 6, S. 698-706, 1997.

20 Vgl. Nicolai, Kieser: Trotz eklatanter Erfolgslosigkeit: die Erfolgsfaktorenforschung weiter auf Erfolgskurs. In: Die Betriebswirtschaft, Ausgabe 62, Nr. 6, S. 579-596, 2002.

21 Vgl. Fritz: Die Erfolgsfaktorenforschung – ein Misserfolg? In: Die Betriebswirtschaft, Ausgabe 64, S. 623-625, 2004. Vgl. Bauer, Sauer: Die Erfolgsfaktorenforschung als schwarzes Loch? Die Betriebswirtschaft, Ausgabe 64, S. 621-623, 2004.

22 Vgl. Berg: Qualitative Methods for the Social Sciences. Pearson, Boston, S. 195-208, 2004.

Abb. 4 • Prädiktoren und Moderatoren inklusive Operationalisierung

Quelle: EbelHofer Strategy & Management Consultants, Jewski; eigene Darstellung

Variablentyp	Konstrukt/latente Variable	Operationalisierung/Indikatoren
Prädiktoren	<ul style="list-style-type: none"> • Produkt-/Servicemaßnahmen • Einkaufsmaßnahmen • Managementmaßnahmen • F&E-Maßnahmen • Buy & Build-Maßnahmen • Slice & Dice-Maßnahmen • Preismaßnahmen • „Operations“-Maßnahmen • Digitalisierungsmaßnahmen • Vertriebsmaßnahmen • Personalmaßnahmen • Transparenzmaßnahmen • Markterweiterung/-entwicklung • Financial Engineering 	<ul style="list-style-type: none"> • Innovationen, Varianten, Differenzierung, Value Engineering • Lieferantenwechsel, Konditionen • Restrukturierung, organisationale Transformation • Investitionen in Forschung & Entwicklung, Entwicklungspartnerschaften • Zukäufe, Beteiligungen, Integration • Aufspaltungen, Veräußerungen • Listpreisänderungen, Konditionensystemänderung, Preisdifferenzierung, Preisbündelung • Produktionsoptimierung, Logistiko Optimierung, Informationssystemoptimierung • Prozessoptimierung (intern), Neue Kanäle, Tools, Digitale Kundenservices (extern) • Qualifizierung, Zuständigkeiten/Kompetenzen, Anreize/Vergütung • Einstellungen, Kündigungen, Umschulungen • Berichtsstruktur, Systeme, Tools • Internationalisierung/neue Regionen, neue Segmente, neue Anwendungen • Leveraged Buyout, Refinanzierung/Finanzierung, Sale & Buy-back, Sale & Lease-back
Moderatoren	<ul style="list-style-type: none"> • Art des Deals • Haltedauer des PE-Investors • Geschäftsmodell des Targets • Externe Effekte 	<ul style="list-style-type: none"> • Primary, Secondary, Tertiary, andere • Anzahl Jahre • Produktfokus, Servicefokus • Vorhanden, nicht vorhanden

dingungen zu erzielen.²³ Die Interviewpartner kamen aus der DACH-Region, hatten mindestens sieben Jahre PE-Branchenerfahrung und waren für das Management von mindestens vier Portfoliounternehmen zuständig. Nachdem operative Maßnahmen und Exit-Rahmenbedingungen konstruktseitig identifiziert waren, wurden diese per Literaturabgleich operationalisiert (vgl. Abb. 4).

3.3 Identifikation und Operationalisierung des Erfolgsmaßes

Analog zum dargestellten Vorgehen bei den unabhängigen Variablen wurde die abhängige Variable „erfolgreicher Exit für PE-Investoren“ untersucht. In den Experteninterviews wurden die zwei monetären Indikatoren „Internal Rate of Return“ und „(Money) Multiple“ identifiziert. Die Identifikation einer quantitativen Trennlinie für beide Indikatoren, oberhalb derer ein Exit als erfolgreich gilt, war in diesem Schritt nicht möglich und der alternative Zugang zu objektiven quantitativen Daten eingeschränkt. Aufgrund dessen wurde das Erfolgsmaß „monetärer Exit-Erfolg für PE-Investoren“ für darauf aufsetzende Analyseschritte als subjektiv einzuschätzende Variable definiert.

4. Forschungshypothesen

Auf einzeln aufgeführte und ausformulierte Hypothesen wird aus Platzgründen verzichtet und das Vorgehen dargestellt: Insgesamt wurden 14 als Nullhypothese formulierte Pfadbeziehungen aufgestellt, die keinen Zusammenhang zwischen der durchgeführten Intensität jeder operativen Maßnahme (unabhängige Variable) und dem Niveau des monetären Exit-Erfolgs für PE-Investoren (abhängige Variable) annahmen. Für die vier Rahmenbedingungen (Moderatoren) wurden ebenfalls Nullhypothesen aufgestellt, die keinen Einfluss auf zuvor aufgestellte Pfadbeziehungen postulierten.

5. Quantitative Studienergebnisse

5.1 Methodik und Stichprobe

Ein Fragebogen wurde erstellt und 915 Mitarbeiter in Private-Equity-Gesellschaften kontaktiert, von denen 60 den Fragebogen zwischen dem 27.09.2017 und dem 08.01.2018 online absolvierten.²⁴ 26 Teilnehmer hatte die Position eines Partners/Mitglieds des Management Boards inne, 24 Teilnehmer führten „Investment Manager“ als Berufsbezeichnung, vier waren Teil eines „Value Creation Teams“, sechs Teilnehmer machten keine Angabe zu ihrer Position. Einen Überblick über die im Regressionsmodell enthaltenen Variablen und deren Messung bietet Abbildung 5²⁵.

²³ Vgl. Pickel et al.: Methoden der vergleichenden Politik- und Sozialwissenschaft. Springer, Wiesbaden, S. 441-446, 2009.

²⁴ Vgl. Brace: Questionnaire Design: How to plan, structure and write survey material for effective market research, Fourth Edition. Kogan Page Limited, London, 2018.
²⁵ Vgl. Backhaus et al.: Multivariate Analysemethoden: Eine anwendungsorientierte Einführung, 14. Auflage, Springer, Wiesbaden, S. 63-134, 2015.

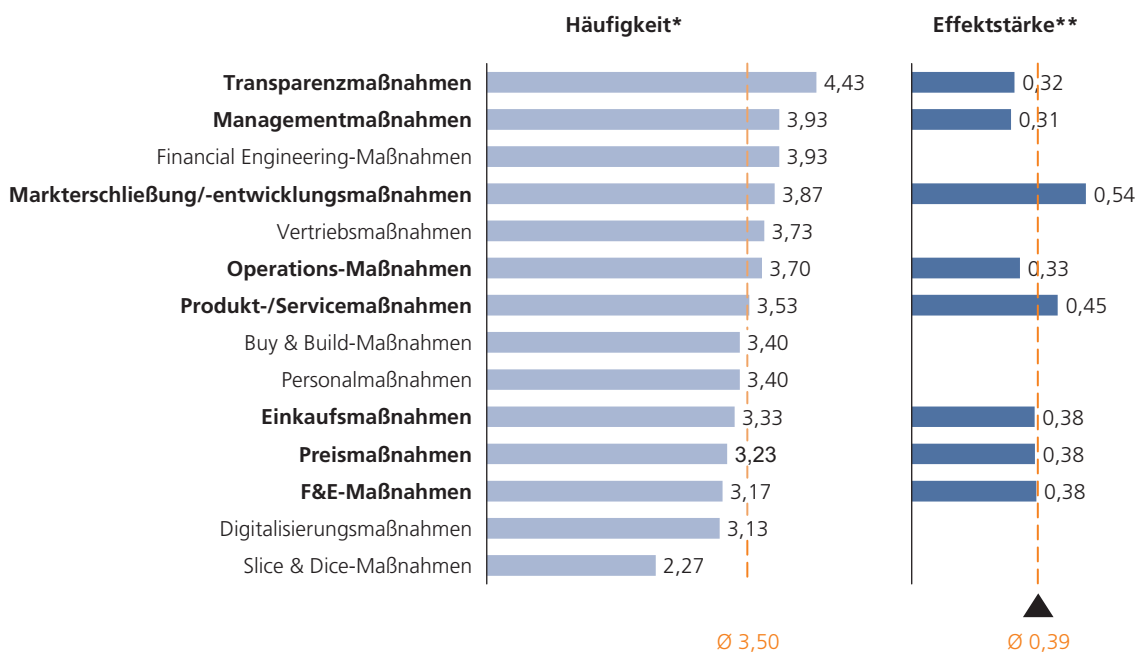
Abb. 5 • Variablen im Regressionsmodell

Quelle: EbelHofer Strategy & Management Consultants, Jewski; eigene Darstellung

Variablentyp	Item	Skala	Skalenniveau
unabhängig	• Implementierungsintensität einer operativen Maßnahme während der Haltedauer (gleiches Framing aller 14 Prädiktoren im Set)	1 = nicht implementiert 2 = mit geringer Intensität implementiert 3 = mit mittlerer Intensität implementiert 4 = mit hoher Intensität implementiert 5 = mit sehr hoher Intensität implementiert	• Intervall
	• Art des Deals	1 = Primary Deal 0 = Secondary, Tertiary, anderer Deal	• Binär
	• Haltedauer des Portfoliounternehmens	Offene Jahresskala	• Metrisch
	• Geschäftsmodell des Portfoliounternehmens	1 = Produktfokus 0 = Servicefokus	• Binär
	• Präsenz externer Effekte während der Haltedauer	1 = Ja 0 = Nein	• Binär
abhängig	• Monetärer Exit-Erfolg für Private-Equity-Investoren	1 = sehr unerfolgreich 2 = unerfolgreich 3 = neutral erfolgreich 4 = erfolgreich 5 = sehr erfolgreich	• Intervall

Abb. 6 • Häufigkeiten und Effektstärken durchgeführter operativer Maßnahmen

Quelle: EbelHofer Strategy & Management Consultants, Jewski; eigene Darstellung



* durchgeführte Häufigkeit [1 = sehr gering; 5 = sehr häufig]; ** standardisierte Beta-Koeffizienten

5.2 Vorstellung und Diskussion der Ergebnisse

Abbildung 6 zeigt die Popularitätsrangfolge operativer Maßnahmen in der Stichprobe und verdeutlicht, dass für acht der 14 Maßnahmen signifikante Effekte

im Sinne einer „je intensiver die Durchführung beim Portfoliounternehmen, desto höher der Exit-Erfolg für Investoren“-Beziehung vorliegen.²⁶

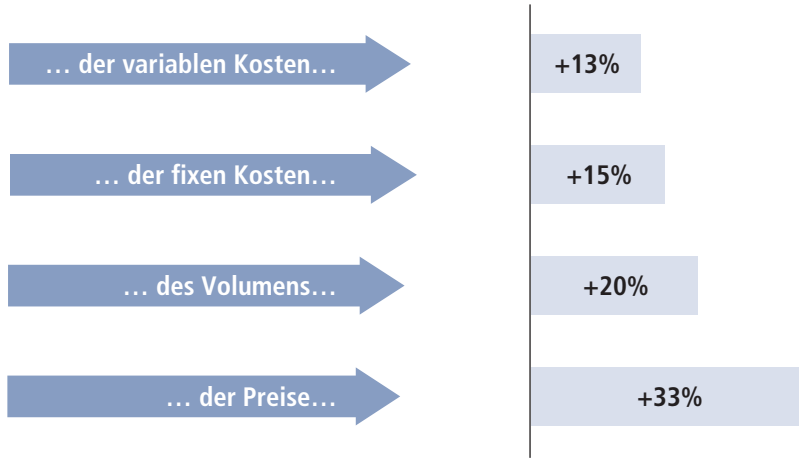
²⁶ Auf Basis eines Signifikanzniveaus von mindestens 0,02; nicht signifikante Effektstärken sind nicht abgebildet.

Abb. 7 • Ertragskraft ausgewählter operativer Stellhebel im Vergleich

Quelle: EbelHofer Strategy & Management Consultants; eigene Darstellung

Eine 5%-Verbesserung ...

... führt zu einer Veränderung des operativen Ergebnisses* i.H.v.



* Annahmen: Konstanz aller anderen Variablen. Umsatz = 100; Variable Kosten = 40; Fixe Kosten = 45; Operative Marge = 15

Auffällig ist der hohe Durchschnittswert aller durchgeführten Maßnahmen, der darauf schließen lässt, dass operative Maßnahmen heute einen festen Stellenwert im Portfoliomanagement haben. Am häufigsten versuchen PE-Investoren demnach Transparenz zu schaffen, dicht gefolgt von Eingriffen in die Organisations- und Finanzierungsstruktur eines Portfoliounternehmens. Die Belegung der ersten drei Plätze ist vor deren Status als „Branchenevergreen“ nicht überraschend. Alle drei Maßnahmen sind vergleichsweise kurzfristig umsetzbar, und oft beginnen deren Analyse und Planung schon während der Due Diligence vor einem Deal.

Häufiger als der Durchschnitt werden zudem die marktseitigen Stellhebel „Markterschließung/entwicklung“, sowie „Vertriebs“- und „Produkt-/Servicemaßnahmen“ in Bewegung gesetzt. Dies stimmt mit der Beobachtung überein, dass marktseitige Stellhebel in den letzten Jahren an Bedeutung gewonnen haben und die Optimierung der internen Wertschöpfung zwar noch einen vergleichbaren Stellenwert genießt, jedoch auf diesem Niveau verharrt.²⁷ Leicht unterdurchschnittlich, jedoch immer noch häufig, werden „Buy & Build“- sowie „Personalmaßnahmen“ durchgeführt. Beide Eingriffe gehören bei vielen Investoren ebenfalls zum Standardrepertoire, wobei erstere oft letztere nach sich ziehen, was die analogen Häufigkeitswerte erklärt. Ähnlich verhält es sich mit der „Optimierung des Einkaufs“, der marginal geringer durchgeführt wird, jedoch ebenfalls als klassische PMI-Maßnahme zur Realisierung von Skaleneffekten gilt.

Etwas weniger populär, jedoch mit vergleichbaren Werten im unterdurchschnittlichen Bereich, sind aus Investorensicht „Preis“- , „F&E“- und „Digitalisierungsmaßnahmen“. Während der Erfolgsbeitrag von Investitionen in Forschung und Entwicklung innerhalb der Haltedauer oft unsicher und der Wert deshalb plausibel ist, scheinen die Hebel Digitalisierung und Pricing nicht hinreichend erkannt und/oder umgesetzt zu werden. Eine weitere aktuelle EbelHofer-Studie zeigt, dass der Megatrend Digitalisierung die meisten Unternehmen betrifft und als bedeutsam erkannt wurde, jedoch Mitarbeiter, Prozesse und Systeme noch nicht ausreichend vorbereitet sind.²⁸ Die relativ niedrigen Umsetzungsquoten von Digitalisierungsmaßnahmen in dieser Erhebung führen wir daher eher auf eine Umsetzungsproblematik und die Zeitpunkte referenzierter Exits als auf eine mangelnde Sensibilisierung der Entscheider zurück. Als weitere Hauptdruckpunkte identifizierte die andere Studie die Themenbereiche Preis- und Vertriebsoptimierung. Diese Erhebung stützt, dass Investoren zwar den Stellenwert von Vertriebsmaßnahmen erkannt haben und diese auch anstoßen, jedoch überrascht die Platzierung des Preishebels. Dieser besitzt gemessen am Beitrag zum operativen Ergebnis eines Portfoliounternehmens die höchste Ertragskraft, wird jedoch vergleichsweise spärlich genutzt (vgl. Abb. 7). Abgeschlagen findet sich mit „Slice & Dice“ eine Zerschlagungsmaßnahme, die in den letzten Jahren unter Investoren sinkende Popularität erfährt, deren Platzierung jedoch einschränkend vor dem Hintergrund der Studienrahmenbedingungen betrachtet werden muss.²⁹

28 Vgl. EbelHofer Strategy & Management Consultants: Technologiestudie 2018. www.ebelhofer.com/images/downloads/Veroeffentlichungen/EbelHofer_Consultants_Technologiestudie_2018.pdf (Stand: 04.10.2018), 2018.

29 Vgl. EbelHofer Strategy & Management Consultants: Private Equity Panels 2016-2018. www.ebelhofer.com/medien/artikel-studien (Stand: 04.10.2018), 2016-2018.

27 Vgl. EbelHofer Strategy & Management Consultants: Private Equity Panels 2016-2018. www.ebelhofer.com/medien/artikel-studien (Stand: 04.10.2018), 2016-2018.

Vergleicht man nun die Rangfolge signifikanter operativer Maßnahmen nach Effektstärke mit ihrer durchgeführten Häufigkeit wird klar: „*Transparenz*“- und „*Managementmaßnahmen*“ sind als Standardklaviatur der Branche zwar populär, treiben aber verglichen mit anderen Stellhebeln den Exit-Erfolg nur mäßig. Ergänzend muss erwähnt werden, dass der Erfolg anderer Maßnahmen oft erst durch diese Standardinstrumente ermöglicht wird und eine isolierte Sicht zu kurz greift. An der Spitze der Erfolgsbeitragstabelle rangieren hingegen die marktseitigen Hebel „*Markterschließung-/entwicklung*“ und „*Produkt-/Serviceoptimierung*“. Deren Umsetzung ist in der Praxis jedoch vergleichsweise aufwendig, mit Ausnahme der Facette „*Variantensteigerung/-reduktion der Produktpalette*“ und benötigt in der Regel den Vertrieb als Implementierungsebene im Markt. Letzteres gilt es zu betonen, da aus einem nicht signifikanten Effekt der Maßnahmenkategorie „*Vertrieb*“ nicht darauf geschlossen werden sollte, dass diese vernachlässigbar wären. Nach Ansoff lassen sich die beiden effektstärksten Maßnahmenkategorien den Normstrategien „*Marktentwicklung*“ beziehungsweise „*Produktentwicklung*“ zuordnen.³⁰ Die Hebung dortiger Potenziale ist verglichen mit der Optimierung des Kerngeschäfts jedoch als deutlich risikoreicher und zeitintensiver zu bewerten³¹. Zwar wurde der Ressourcenbedarf der untersuchten Stellhebel in der Studie nicht berücksichtigt, in der Praxis ist das Aufwand-Nutzen-Verhältnis einer Maßnahme jedoch von zentraler Bedeutung. Aus Investorensicht relativiert dieser Blickwinkel auch die als durchschnittlich einzustufende Effektstärke von „*F&E-Maßnahmen*“ beziehungsweise erklärt deren geringe Umsetzungshäufigkeit. Zentrale Gründe hierfür sind hoher Ressourcenbedarf bzw. eine lange Payback-Zeit.

Ansoffs Normstrategien folgend fallen die nächsten drei Maßnahmen mit vergleichbaren Effektstärken in die „*Optimierung des Kerngeschäfts*“: Eine Optimierung der Bereiche „*Preis*“, „*Einkauf*“ und „*Operations*“ ist verglichen mit anderen Normstrategien meist risikoärmer und schneller implementierbar. Innerhalb dieses Trios stechen „*Preis*“- und „*Einkaufsmaßnahmen*“ heraus: Sie sind nicht so populär wie „*Operationsmaßnahmen*“, haben jedoch etwas höhere Effektstärken und erfordern erfahrungsgemäß am wenigsten Implementierungszeit.³² Für die Kategorie „*Preismaßnahmen*“ gilt auch hier die Maßgabe, dass diese in der Regel nicht ohne den Vertrieb als Implementierungsebene greifen können.

Hinsichtlich der Rahmenbedingungen referenzierter Exits besaß keine Moderatorenvariable signifikante

Trennschärfe. Somit existierten im Hinblick auf den Exit-Erfolg für Investoren keine Interaktionseffekte zwischen durchgeführten Optimierungsmaßnahmen bei Portfoliounternehmen und der Art des Deals, der Haltedauer sowie Art des Geschäftsmodells des Targets und explizit angegebenen externen Effekten. Die Aussagekraft der Moderatorenanalysen in dieser Studie gilt es jedoch zu relativieren: Die Art des Deals hatte in einer größeren Erhebung signifikanten Einfluss auf die Wertsteigerung des Eigenkapitals – bei Primary Deals lag er substantiell über jenem von Secondary Deals.³³ Obwohl für die Länge der Haltedauer keine statistische Signifikanz vorlag, wurde im Rahmen der Experteninterviews oftmals bestätigt, dass erfolgreiche Exits eine tendenziell kürzere Haltedauer aufweisen. Plausibel ist, dass Investoren bei schwierigen Investments eine längere Haltedauer akzeptieren, in der Hoffnung, noch Wertsteigerungen zu erzielen. Der Exit-Erfolg konnte in der Stichprobe nicht durch Produkt- oder Dienstleistungsgeschäftsmodelle differenziert werden und deckt sich mit Aussagen aus den Experteninterviews. Andere Forschungsergebnisse weisen auf eine veränderte Berücksichtigung des Moderators „*Geschäftsmodell*“ auf Grundlage einer Differenzierung nach Branche hin.³⁴ Überraschend ist die fehlende Signifikanz des Moderators „*externe Effekte*“. Dieses Ergebnis lässt sich auf den Umfragezeitpunkt und die referenzierten Deals/Exits zurückführen. Laut Experteninterviews fanden diese vordergründig nach der Finanzkrise statt, weshalb von vorteilhaften Geld- und Transaktionsmarktbedingungen auszugehen ist. Sind diese in den referenzierten Fällen gleichsam präsent, ist keine statistische Trennschärfe zu erwarten.

6. Umsetzung

Um die oben skizzierten operativen Potenziale der Portfoliounternehmen zu heben, sind bei einer erfolgreichen Umsetzung zwei Ebenen zu berücksichtigen: Kompetenzen auf Investorensite und Kompetenzen auf Seiten des Portfolio-Unternehmens.

6.1 Kompetenzen auf Investorensite

Eine von EbelHofer Consultants aktuell durchgeführte Studie zeigt, dass nach dem erfolgreichen Deal „klassische“ Maßnahmen wie die Restrukturierung des Managements, Financial Engineering, Cost-Cutting oder Outsourcing primär in Eigenregie durchgeführt werden.³⁵ Zur Hebung der Potenziale auf der Absatzseite, wie etwa durch Eintritt in neue Märkte, Optimierung der Produktpalette, Vertriebs- und Preismaßnahmen sowie neuerdings die Professionalisierung im Digitalisierungsbereich, fehlt oft die notwendige

30 Vgl. Ansoff: Checklist for Competitive and Competence Profiles, in: Corporate Strategy, McGraw-Hill, New York, 1965.

31 Vgl. Lauszus, Sachs: Market Due Diligence, in: Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen, 8. Auflage, Schäffer-Poeschel, Stuttgart, bevorstehende Veröffentlichung in Druck.

32 Vgl. Lauszus, Sachs: Market Due Diligence, in: Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen, 8. Auflage, Schäffer-Poeschel, Stuttgart, bevorstehende Veröffentlichung in Druck.

33 Vgl. Achtleitner, Figge: Private Equity Lemons? Evidence on Value Creation in Secondary Buyouts, European Financial Management, Ausgabe 20(2), S. 406-433, 2014.

34 Vgl. Puche, Braun, Achtleitner: International Evidence on Value Creation in Private Equity Transactions, Journal of Applied Corporate Finance, Ausgabe 27(4), S.105-122, 2016.

35 Vgl. EbelHofer Strategy & Management Consultants: Private Equity Panel 2018. www.ebelhofer.com/images/downloads/Veroeffentlichungen/EbelHofer_Private_Equity_Panel_2018.pdf (Stand: 04.10.2018), 2018.

Kompetenz. Interne Value Creation Teams, über die laut Studie inzwischen jeder zweite PE-Investor verfügt, können die zur Verfügung stehende marktseitige Klaviatur nicht voll nutzen.³⁶ Dies birgt das Risiko, dass relevante Stellhebel nicht die notwendige Beachtung bekommen und Ertrags-/Wachstumspotenziale somit brachliegen. Einen Ausweg bietet hier der Einsatz externer Beratungsspezialisten als wichtige Sparringspartner während des Beteiligungszeitraums.

6.2 Kompetenzen auf Seiten des Portfoliounternehmens

Auch auf Seiten der Portfoliounternehmen klafft die Schere zwischen vorhandenen marktseitigen Potenzialen und der Erkenntnis/den Fähigkeiten, diese zu heben, auseinander. So offenbart etwa eine unter Technologieunternehmen durchgeführte Studie diverse Druckpunkte im Vertriebsbereich.³⁷ Die größten Probleme werden hier in den Aspekten Erfolgskontrolle, Value Selling und Preisdurchsetzung gesehen. Im Bereich Erfolgskontrolle helfen oft schon einfache Controllingtools wie Sales-Dashboards, Lost-Order-Analysen oder Reporting-/Budgeting-Instrumente, um geeignete KPIs bereitzustellen und die Marktbearbeitung effizient zu steuern. Ein professionelles Value Selling benötigt die strukturierte Interaktion der Vertriebsmitarbeiter untereinander. So können etwa in Workshops Erfahrungen ausgetauscht und Wertargumente erarbeitet werden, die in Argumentationsleitfäden Verwendung finden und/oder in Trainings zur Einwandbehandlung vertieft werden. In zahlreichen Fällen hat sich auch das Instrument der „BattleCard“ bewährt, welches konkrete Ansatzpunkte aufzeigt, quantifiziert und konkrete Maßnahmen zur wertorientierten Geschäftsentwicklung ableitet. Erstaunlich ist, dass insbesondere der wichtigste Ertragsstellhebel wenig professionell gemanagt wird. So erfolgt bei circa 80% der Unternehmen die Preisfindung primär auf einer kostenbasierten Zuschlagskalkulation. Immense Auswirkung auf die Profitabilität besitzt die vertriebliche Preisdurchsetzung. Zu oft werden Rabatte großzügig nach bestimmten Prozentintervallen gewährt, statt selbst um Bruchteile von Prozenten zu kämpfen. So bedeutet etwa ein Rabatt von „nur“ 3% bei einer operativen Marge von 20% nach Herstell- und Vertriebskosten dramatische Profitverluste. Um diesen Verlust auszugleichen, wäre ein Mehrvolumen von mindestens 18% nötig, ist aber faktisch in den meisten Fällen unerreichbar. Hier hilft es oft schon, das Bewusstsein für den Gewinn, den man durch die Rabattvergabe gerade vernichtet hat, zu schärfen, Eskalationsstrategien zur Rabattvergabe zu definieren oder konsistente Anreizstrukturen zu schaffen, in denen der Vertriebsmitarbeiter nicht nur

für das Verkaufsvolumen, sondern auch für die Preisqualität belohnt wird. Auch in den oben angesprochenen Bereichen hat sich der Einsatz externer Spezialisten bewährt. Erfolgsrezept ist es vielmals, die oft mittelständisch geprägten Portfoliounternehmen nicht „kulturell zu überrennen“ und relevante Personen von Beginn an einzubinden. Nur so lässt sich statt eines „Strohfeuers“ ein nachhaltiger Profitabilitätseffekt erzielen und unnötige Unruhe in der Organisation vermeiden.

7. Fazit

Als zentrales Ergebnis dieser Studie gilt festzuhalten, dass der Erfolgsbeitrag operativer Maßnahmen oft nicht mit deren Popularität aus Investorensicht einhergeht. Damit operative Maßnahmen wertsteigernd sind, sollten Kompetenzfragen geklärt sein und solche Eingriffe priorisiert werden, die das beste Aufwand-Nutzen-Risiko-Verhältnis bieten. Dies müssen nicht zwangsläufig Stellhebel sein, die sich in anderen Fällen bewährt haben oder in der Branche populär sind.

Die Rahmenbedingungen der Studie (DACH-Region, Mid-Cap Segment, Teilnehmerzahl, Erhebungszeitpunkt etc.) bilden nur einen Ausschnitt der Realität ab und schränken gemeinsam mit der Methodik die Übertragbarkeit der Ergebnisse ein. Aufgrund der identifizierten Forschungslücke sind die Studienergebnisse daher als erster Schritt zu interpretieren, dem weitere Forschung unterschiedlicher Designs folgen sollte. Ziel sollte es sein, generalisierbare Erkenntnisse abzuleiten und weitere Erfolgsfaktoren sowie differenzierende Rahmenbedingungen zu identifizieren und zu prüfen. ■



Dieter Lauszus ist Partner bei EbelHofer Strategy & Management Consultants in Köln. Davor war er mehr als 20 Jahre bei einer internationalen Unternehmensberatung tätig, hiervon in den letzten Jahren als Senior Partner. Er hat sich auf die Beratung von Unternehmen zu Wachstum und Ergebnisverbesserung auf der Marktseite spezialisiert. Ein besonderer Fokus liegt hierbei auf der Zusammenarbeit mit Private-Equity-Investoren (sowohl Pre- als auch Post-Deal). Dies beinhaltet insbesondere Commercial Due Diligence-Untersuchungen, Vertriebs-, Wettbewerbs-, Preis- und Marketingstrategien. An der Hochschule Bonn-Rhein-Sieg nimmt er einen Lehrauftrag im Bereich Marketing wahr. dieter.lauszus@ebelhofer.com

Steffen Sachs ist Senior Consultant bei EbelHofer Strategy & Management Consultants in Köln. Er fasst sich schwerpunktmäßig mit Fragestellungen auf der Marktseite, insbesondere mit Commercial Due Diligence-Untersuchungen sowie mit Pricing- und Vertriebsthemen. Industrielle Branchenexpertise sammelte er u.a. in der Chemieindustrie und der Bildungswirtschaft. Er promoviert an der WHU-Otto Beisheim School of Management, Vallendar und studierte zuvor Betriebswirtschaftslehre an der Universität Münster sowie an der Universidad del Pais Vasco, Spanien. steffen.sachs@ebelhofer.com

Helen Christmann ist Consultant bei EbelHofer Strategy & Management Consultants in Köln. Ihre Beratungsschwerpunkte liegen in den Bereichen Commercial/Market Due Diligence (Pre-Deal), strategische Markt- und Unternehmensanalyse, marktseitige Wertsteigerungsprogramme (Post-Deal) sowie Vertrieb und Pricing. Vor ihrer Tätigkeit bei EbelHofer Consultants sammelte sie Branchenexpertise im Bereich Chemie und Pharma, sowie in der Konsumgüterindustrie. Sie promoviert an der University of Surrey zur Internationalisierung mittelständischer Unternehmen. helen.christmann@ebelhofer.com

³⁶ Vgl. EbelHofer Strategy & Management Consultants: Private Equity Panel 2018. www.ebelhofer.com/images/downloads/Veroeffentlichungen/EbelHofer_Private_Equity_Panel_2018.pdf (Stand: 04.10.2018), 2018.

³⁷ Vgl. EbelHofer Strategy & Management Consultants: Technologiestudie 2018. www.ebelhofer.com/images/downloads/Veroeffentlichungen/EbelHofer_Consultants_Technologiestudie_2018.pdf (Stand: 04.10.2018), 2018.