



„Super-Return“ und Super-Überschätzung? Vom Wohl und Weh der Private Equity Steuerung

von Thomas Berner und Martin Cornelius

Die moderne Zielfunktion des Unternehmens

Moderne Unternehmenssteuerung richtet das gesamte Unternehmen auf Wertsteigerung aus. Die Steuerung erfolgt auf Basis einer Performancekennzahl, die neben allen Ertrags- und Kostengrößen auch die Kosten für das eingesetzte Kapital berücksichtigt. Dieser ökonomische Gewinn nach Kapitalkosten (Economic Value Added, EVA®) ist einfach aus Gewinn- und Verlustrechnung und Bilanz zu errechnen und lässt sich ideal im Unternehmen verankern.

Unternehmenssteuerung mit Private Equity – ein Schritt nach vorn, zwei zurück

Die Steuerung von Unternehmen in der Hand von Private Equity Investoren richtet sich nach einer tradierten Bewertungslogik. Wenn der Erwerb zu einem bestimmten EBITDA-Multiple durchgeführt wurde, wird die Performance der Beteiligung auch zukünftig an der Entwicklung des EBITDA bemessen. Dies, in der Erwartung, bei einem Exit erneut einen entsprechenden Multiple zu erzielen. Im Prinzip handelt es sich bei der EBITDA Steuerung um eine Cash Flow Steuerung. Die Kapitalbindung wird dabei nur über die Veränderung der Nettoverbindlichkeiten gesteuert.

Dieses Steuerungssystem setzt auf der Top Management Ebene durchaus die richtigen Anreize, vorausgesetzt das Management ist in ausreichender Form am Unternehmen beteiligt. Das Top Management fokussiert sich auf einen hohen Exit-Value und ist bestrebt, die Finanzierungskosten schnell zu reduzieren. Auf operativer Ebene sieht es anders aus: Die von den Investoren geforderten Kennzahlen eignen sich nicht zur Steuerung des Unternehmens im operativen Geschäft. Cash Flow Größen sind schwer verständlich und lassen sich kaum auf einzelne Geschäftsbereiche herunterbrechen. Des Weiteren verhindern restriktive Cash Flow Ziele den Ausbau des Geschäftes und sind somit kontraproduktiv für Wachstum.

Wertorientierte Beteiligungssteuerung vom Performancemanagement bis zur Exit-Optimierung

Die erfolgreiche Steuerung der Beteiligung beginnt beim Kaufpreis. Um eine ausreichende Verzinsung des eingesetzten Eigen- und Fremdkapitals sicherzustellen, wird der Kaufpreis explizit in der Performance-Messung berücksichtigt. Gleichzeitig werden die Investorenerwartungen in Form einer Mindest-EVA-Steigerung im Zielsystem des Unternehmens verankert und auf die operativen Ebenen heruntergebrochen. Die EVA-Steuerung sichert den Fokus auf die Steigerung der EBITDA-Margen unter Berücksichtigung der Kapitalrentabilität und vom profitablen Wachstum. Damit ist der Exit-Preis konsequent eine Funktion des EVA. Wertmanagement nach EVA optimiert somit letztlich den EBITDA als auch die Höhe des – mitnichten konstanten – Multiples.

Nicht zuletzt eignet sich EVA aufgrund der leichten Verständlichkeit ideal für die Anwendung bis auf die operativen Ebenen. Somit können über die Anbindung an die Vergütung alle Führungskräfte und auch breite Mitarbeiterkreise am Unternehmenserfolg beteiligt werden. Dies unterstützt den kulturellen Wandel im Unternehmen und das unternehmerische Denken und Handeln aller Mitarbeiter.

Über die Autoren

Thomas Berner ist Partner, Martin Cornelius ist Manager bei Stern Stewart & Co. in München.

Kontakt

Thomas Berner

tberner@sternstewart.de

Martin Cornelius

mcornelius@sternstewart.de

Stern Stewart & Co.

Salvatorplatz 4
D-80333 München
T +49.89.242071.0
F +49.89.242071.11
E info@sternstewart.de
I www.sternstewart.de

Schottenring 16
A-1010 Wien
T +43.1.53712.4111
F +43.1.53712.4000
E info@sternstewart.at
I www.sternstewart.at

Seefeldstrasse 69
CH-8008 Zürich
T +41.43.488.36.39
F +41.43.488.35.00
E info@sternstewart.ch
I www.sternstewart.ch



Stern Stewart & Co.

Bangkok // Beijing // Johannesburg // London // Mailand // Melbourne // München // Mumbai // New York // Sao Paolo // Shanghai // Singapore // Tokyo // Wien // Zürich