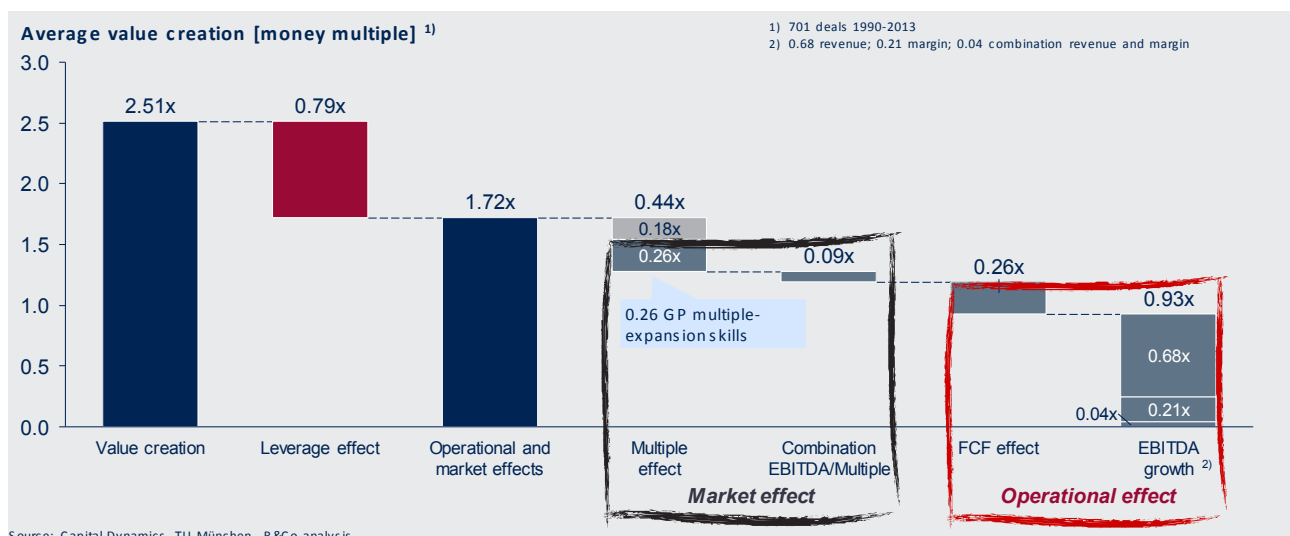


Value Creation in PE: So verbreitet wie die jährliche Diät

Bei Value Creation in Portfoliounternehmen von Private Equity ist es ein wenig so wie bei der jährlichen Diät nach Weihnachten: Fast alle behaupten, es zu tun, aber bei den wenigsten ist das wirklich der Fall, argumentieren Arndt Rautenberg, Managing Partner und Boris Herzog, Director von Rautenberg & Company. Statt mit immer neuen Begriffen die eigenen Fähigkeiten zur operativen Wertsteigerung zu bewerben, fordern sie von Fonds, es endlich auch zu tun und formulieren fünf Thesen, wie das erfolgreich funktioniert.

Seit Jahren singen alle vom selben Songsheet: Die Deals sind extrem teuer, Möglichkeiten zur Multiple-Expansion damit stark limitiert und die Leverage-Level homogen. Worauf es daher wirklich ankommt, sei die operative Wertsteigerung. Und gerade die, so zeigt ein Blick auf die Webseiten zahlreicher PE-Häuser, sei schon immer im Kern der DNA des jeweiligen Hauses zu finden – gern auch unter Synonymen wie unternehmerischer Ansatz, Hands-on Management, aktives Portfoliomanagement etc. Zur Abschätzung der faktischen Bedeutung der operativen Werthebel werfen wir einen analytischen Blick auf den durchschnittlichen Money Multiple von 2,51x, den die Private Equity-Branche seit 1990 erzielt hat:



1. **Der Leverage-Effekt** ist der Umfang der Wertsteigerung eines Investments mit versus ohne die Aufnahme von Fremdkapital und trägt empirisch ca. 31% zur gesamten Wertschöpfung bei, ist natürlich aber auch ein zusätzlicher Risikofaktor.
2. **Der Multiple-Effekt** beschreibt die Arbitrage zwischen Einstiegs- und Ausstiegs-Multiple und treibt weitere 18% der effektiven Wertschöpfung. Während ein Teil dieses Multiple-Uplifts durch ein verbessertes Marktumfeld begründet ist (~7%), wird der mit 11% größere Teil getrieben durch eine höhere Asset-Qualität beim Exit, also z.B. durch die Steigerung von Größe oder Marktanteil. Dieser Teil des Multiple-Effekts ist somit sicherlich als operativ zu bewerten.
3. Der dritte Hebel, **der Free-Cash-Flow Effekt** (~10%), ist erkennbar operativ und wird im Wesentlichen durch das Working Capital, Investitionen, Steuer- und Zinszahlungen sowie die EBITDA-Generierung beeinflusst.
4. Die **Steigerung des EBITDA** ist mit einem Beitrag von 37% zur gesamten Wertschöpfung definitiv bedeutendste Faktor. Dabei kommt empirisch der Steigerung des Umsatzes eine höhere Bedeutung zu (~28%) als der Margenerhöhung (~9%).
5. Streng genommen existiert mit der **kombinierten Änderung** des EV/EBITDA-Multiples und des EBITDA noch ein fünfter Hebel, ein Sekundäreffekt, welcher weitere 4% zur Wertsteigerung beiträgt.

In Summe sind somit schon heute also fast 60% der gesamten Value Creation der PE-Branche der operativen Wertsteigerung zuzuschreiben. Es besteht also kein Zweifel über die Bedeutung der Value Creation für Private Equity, und angesichts der im derzeitigen Umfeld offensichtlich schwieriger durchsetzbaren nicht-operativen Werthebel wird ihre Bedeutung ohne Zweifel weiter zunehmen. Dennoch beobachten wir auch weiterhin eine erhebliche Streubreite der effektiven Einflussnahme von PE-Häusern auf die operative Wertsteigerung ihrer Portfoliounternehmen. Diese reicht von eher obligatorischen Beiratsbesuchen über die gelegentliche Begleitung zentraler Projekte bis hin zum operativen Eingriff in die Geschäftsführung, allerdings mit einer deutlichen Häufung am „linken Rand“ dieses Spektrums.

Auf Basis unserer Erfahrungen und Beobachtungen der vergangenen Jahre formulieren wir fünf Thesen zur erfolgreichen operativen Wertsteigerung oder Value Creation:

1. **Ein klarer Value Creation-Plan ist Voraussetzung für ein kompetitives Kaufpreisangebot.** Um die nach wie vor hohen Renditeerwartungen der LPs in einem kompetitiven Umfeld mit hohen Multiples erfüllen zu können, ist zur Abgabe eines attraktiven Angebotes von vornherein ein klarer Blick auf die geplante Wertsteigerung während der Haltedauer essentiell. Dabei reicht weder, lediglich zu wissen, um wieviel man den Wert steigern möchte, noch sich auf die finanziellen Hebel zu verlassen. Schon vor Abgabe eines Angebotes muss ein klarer Plan zur operativen Wertsteigerung entwickelt werden: Wie genau und auf Basis welcher operativen und finanziellen Hebel soll der Wert des Unternehmens gesteigert werden? Nur auf Basis eines solchen Value Creation-Plans kann ein Investor hohe Kaufpreise rechtfertigen und sich in kompetitiven Prozessen durchsetzen.

2. **Erfahrung bei der operativen Wertschöpfung wird sich noch stärker zum Differenzierungsfaktor entwickeln.** Ein erfolgreicher Track-Record der Begleitung von Unternehmen bei der Wertsteigerung liefert bereits während der Anbahnung und Ansprache von potentiellen Übernahmekandidaten eine positive Differenzierung gegenüber Mitbietern, zusätzlich und parallel zur avisierten Bewertung. „Smart Money“ erhöht zusätzlich zum Kaufpreis auch die Renditeerwartung der Verkäufer im Falle von Earn-outs und Rückbeteiligungen, und nimmt zudem dem Management als Mitentscheider die oft zentrale Sorge, das aktive Engagement eines Investors gehe einher mit möglichem Kontrollverlust und/oder Gängelei.
3. **Operative Wertschöpfung benötigt eine gute Toolbox.** Ankerpunkt der Value Creation während der Haltedauer ist ein detaillierter und handlungsleitender integrierter Business Plan, der die zentralen finanziellen Effekte mit sauber definierten Maßnahmen hinterlegt. Dazu muss natürlich schon während der Due Diligence ein erheblicher Fokus auf die Identifikation von Wertschöpfungshebeln sowie die Ableitung eben solcher Maßnahmen gelegt werden, die dann inklusive präziser Beschreibung der Annahmen im Business Plan reflektiert werden. Die Maßnahmenpakete werden im Rahmen eines 100-Tage-Programms detailliert, priorisiert und dann natürlich auch konsequent umgesetzt – nicht alles auf einmal, aber mit klarem Blick auf Relevanz und Impact, aber eben auch auf Machbarkeit, Kapazitätsengpässe beim Management und in der Organisation und nicht zuletzt auch auf die dafür notwendigen Kosten. Ein stringentes taktisches Tracking, z.B. in einer Härtegradlogik, hilft bei der Umsetzung, während ein strukturierter jährlicher Strategie- und Budgetprozess sicherstellt, sich ändernden externen wie internen Anforderungen gerecht zu werden und ggf. auch neu zu fokussieren oder zu priorisieren.
4. **Operative Wertschöpfung lebt von der Integration interner wie externer Fähigkeiten und Ressourcen.** Schon bei der Zusammensetzung des Deal Teams zählt es sich aus, operative Erfahrung in Value Creation Planning an Bord zu holen, und auch bei der Auswahl des CDD-Beraters sollte man auf dessen spezifische Kompetenz im Value Creation Planning achten und diejenigen aussortieren, von denen nicht mehr als ein Reisebericht zu erwarten ist. Der Aufbau einer dedizierten Wertschöpfungsfunktion in Form eines Operations- oder Portfolio-teams hängt vor allem von der steuerrechtlichen Stellung (vermögensverwaltend vs. gewerblich) sowie vom Budget des Investors ab. Während große Fonds zunehmend eigene Teams mit Value Creation betrauen, sind kleinere Setups vor allem auf die Arbeit in Aufsichts- oder Beiräten angewiesen. Geeignete Mitglieder dieser Gremien zeichnen sich oft weniger durch ihre illustre Vita aus als vielmehr durch ihre Fähigkeit und Bereitschaft, Management ganz konkret bei der Bewältigung operativer wie auch strategischer Herausforderungen zur Seite zu stehen – ggf. auch mit signifikantem Zeiteinsatz. Im Idealfall bringen externe Beiräte zudem unterschiedliche funktionale Kompetenzen ebenso mit wie ein belastbares Kontaktnetzwerk in die diversen Wertschöpfungsstufen der jeweiligen Branche. Und last but not least sollten sie, wann immer möglich, persönlich und relevant am Unternehmen beteiligt sein, denn nichts schärft den Blick für die Wertentwicklung so sehr wie die Chance auf einen selbst realisierten Wertzuwachs.

5. **Operative Wertschöpfung ist mindestens so sehr Einstellung und Erfahrung wie Handwerk.** Die meisten nachweihnachtlichen Diäten scheitern nicht am Mangel an Diätprogrammen, sondern am proverbialen inneren Schweinehund. Genauso verhält es sich mit Value Creation-Programmen: Sie sind unbequem, zeitaufwendig und kosten nicht zuletzt auch eine Menge Geld. Für den Erfolg ist es daher essentiell, durchzuhalten und nicht nur gelegentlich an die gefassten guten Vorsätze zu denken. In jedem Fall bedeutet die Begleitung eines Portfoliounternehmens bei der Wertsteigerung jede Menge Arbeit: Egal ob bei Diskussionen mit Management, bei der Vor- und Nachbereitung von Beiratssitzungen, vor allem aber auf den Sitzungen selbst, bei Strategiediskussionen und Gesprächen mit Lieferanten, Kunden und anderen Geschäftspartnern – die entscheidende Frage lautet stets: Wie genau hilft dies dem Unternehmen dabei, wertvoller zu werden durch die geschilderten operativen Effekte. Wann immer die Antwort „gar nicht“ lautet, oder auch nur Zweifel angebracht sind, lohnt eine Änderung der Agenda, meist auch des eigenen Verhaltens.

Zusammengefasst sehen wir in der operativen Value Creation einen zentralen und zugleich zukunftssträchtigen Erfolgsfaktor der PE-Branche – der jedoch von Fonds sehr unterschiedlich interpretiert und gelebt wird. Auf jeden Fall setzt erfolgreiche operative Wertschöpfung ein gemeinsames Verständnis ihrer Bedeutung sowie spezifische Kompetenz und Erfahrung aller Beteiligten voraus – und nicht zuletzt den unbedingten Willen, dem Thema allerhöchste Priorität einzuräumen. Und abschließend sei als Trost eine letzte Analogie zur vermaledeiten Diät verraten: Es ist nie zu spät, damit anzufangen – lassen Sie es sich vorher aber nochmal schmecken....!

Über Rautenberg & Company

Rautenberg & Company begleitet Finanzinvestoren und ihre Portfoliounternehmen in allen Phasen einer Transaktion: von der Anbahnung über die Durchführung bis hin zum Post-Closing und Portfolio-Management. Die einzigartige Unterstützung besteht aus zwei zentralen Komponenten – der Beratung von Klienten durch ein außerordentlich erfahrenes und hochkompetentes Team, und der Beteiligung am Eigenkapital von Unternehmen, auf Wunsch und an der Seite der Klienten, direkt oder durch Umwandlung eines Honorarteils aus Beratungseinsätzen.

www.rautenbergco.com

Ihre Ansprechpartner

Arndt F. Rautenberg

Managing Partner
Rautenberg & Company GmbH
Königsallee 61
40215 Düsseldorf
rautenberg@rautenbergco.com

Jens Moritz

Managing Partner
Rautenberg & Company GmbH
Bockenheimer Landstr. 24
60323 Frankfurt
moritz@rautenbergco.com

Boris A. Herzog

Director
Rautenberg & Company GmbH
Bockenheimer Landstr. 24
60323 Frankfurt
herzog@rautenbergco.com