

Controlling**Praxis**

Controlling**Konzeption**

Controlling**Service**

Christopher Ridder

X-BSC – Innovative Erfolgskontrolle
für strategische Geschäftsbeziehungen

Elmar A. Dworski

Bewertung alternativer Supply Networks

Franz Krump und Ronald Nagy

Neue Herausforderungen für das
Beteiligungscontrolling

Gernot Hofer

Private Equity und Venture Capital –
Herausforderungen an Controllingssysteme
durch innovative Finanzierungsformen

Leonhard Knoll, Stephanie Messner und Thomas Wala

Temporäre Stilllegungsentscheidungen
mittels stufenweiser Grenzkostenrechnung

Stefan Linder

Investitionskontrollen als Instrument der
Zielpräzisierung

Die Zeitschrift für Controlling
und Unternehmensführung

Controllier**er**News

2/05



LexisNexis
ARD Orac

Österreichisches Controller-Institut



Private Equity und Venture Capital – Herausforderungen an Controllingssysteme durch innovative Finanzierungsformen

von Gernot Hofer

Oft werden die Begriffe Venture Capital und Private Equity synonym verwendet. Private Equity ist der Oberbegriff für Eigenkapitalbeteiligungen und Venture Capital der spezielle Fall der Finanzierung von Wachstumsunternehmen.

- PE/VC ist externes Eigenkapital – der Investor trägt auch unternehmerisches Risiko.
- PE/VC wird üblicherweise von institutionellen Anlegern bereitgestellt.
- PE/VC-Investoren bieten neben Kapital auch unternehmerische Beratung und Managementunterstützung durch Kontakte und Netzwerke.
- Befristeter Investitionshorizont – Beteiligungsdauer 3-5 Jahre, dann Exit.
- Rendite entsteht beim Venture Capitalisten erst beim Verkauf seiner Anteile (Exit) via Börsengang (IPO) oder Trade Sale.
- Keine Pflicht zur laufenden Bedienung.

Tab. 1: Charakteristika von Private Equity und Venture Capital

Österreich kann zweifelsfrei als hoch industrialisierter Staat bezeichnet werden, er besitzt aber kaum nennenswerte Ressourcenvorkommen. Umso bedeutender stellt sich die Frage nach der Erhaltung bzw. nach der Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit der österreichischen Wirtschaft. Einen möglichen Lösungsansatz stellen die fortwährende Innovationstätigkeit und deren betriebswirtschaftliche Verwertung dar. Eines der jüngsten und meist diskutierten Erfolgsgeheimnisse im gegenwärtig wachstumsschwachen Europa ist Venture Capital, jene in den Vereinigten Staaten entstandene und weiterentwickelte Kombination aus Bereitstellung von Risikokapital in Form von Eigenkapital und unternehmerischer Betreuung.

Rahmenbedingungen und spezielle Herausforderungen für Controllingssysteme bei Private Equity-Finanzierungen

Üblicherweise bestehen Private Equity-Investoren im Falle einer Beteiligung auf Sitz und Stimme im Aufsichtsrat oder in anderen einflussreichen Positionen, von denen aus sie in die Geschäftstätigkeit

eingreifen können (Wijbenga 2001). Jedoch können durch die Besetzung wichtiger Kontrollpositionen nicht alle Informationsasymmetrien beseitigt werden. Kaplan und Strömberg (2001) weisen darauf hin, dass Private Equity-Investoren als Principal und die finanzierten Unternehmen als Agent dargestellt werden können. Resultierend aus dieser Dyade ergibt sich die wichtige Rolle effizienter Controllingssysteme: Das Ziel ist der Abbau von Informationsasymmetrien.

Extensives Controlling – eine conditio sine qua non für Private Equity-Investoren und eine Chance für Portfoliounternehmen

Schon im Vorfeld einer Beteiligung spielt die Qualität der vom Controlling generierten Daten eine entscheidende Rolle, da im Zuge des Beteiligungsprozesses diese Daten als Grundlage für die Entscheidung zur Beteiligungsfinanzierung dienen. Private Equity-Investoren bekommen jährlich bis zu 400 Businesspläne zugesandt, von denen nur etwa 1 % auch finanziert werden (Wupperfeld 1996). Schon im Vorfeld der Betei-

gung kann ein Unternehmen seine Qualitäten gegenüber Investoren signalisieren, indem es dem eingereichten Business Plan qualitativ hochwertige Daten beilegt. Natürlich werden diese Daten im Falle einer Due Diligence nochmals näher überprüft, aber die Bereitstellung gut aufbereiteter Daten signalisiert Bereitschaft zur Transparenz sowie Kompetenz.

Wenn man sein Potenzial signalisiert hat, was ist das Unternehmen wert?

Sollten sich Unternehmer und Private Equity-Investor über die Beteiligungsabsicht einigen, so kommt es in der Folge oft zu umfangreichen Verhandlungen, u.a. motiviert durch die wechselseitigen Vorstellungen über den Unternehmenswert. Problematisch ist hier, dass es an sich keinen quasi naturgesetzlichen und objektiv messbaren Wert gibt, der dem zu bewertenden Unternehmen inhärent ist. Ein Unternehmen ist eben nicht den errechneten Preis wert, sondern letztendlich so viel, wie ein Käufer zu zahlen bereit ist.

Die DCF- (Discounted Cash Flow) Methode bei Bewertungen für Private Equity-Finanzierungen

Typischerweise liegt bei Verhandlungen im Zuge von Later Stage-Finanzierungen historisches Datenmaterial vor, das für die Berechnung des Unternehmenswerts via DCF-Methoden herangezogen werden kann. Handelt es sich aber um ein junges Unternehmen, das statt Cash Flows vielmehr eine hohe Cash Burn-Rate aufweist, so macht es wenig Sinn, den Trend der letzten Jahre fortzuschreiben und Berechnungen mittels DCF-Methoden anzustellen. Portfoliounternehmen sind typischerweise junge Un-

ternehmen, die durch volatile und stark wachsende Cash Flows charakterisiert sind. Eine explizite und genaue Schätzung von künftigen Cash Flows über einige Jahre hinweg ist daher oft unmöglich; komplizierte Berechnungen könnten dem Vorwurf der Scheingenauigkeit erliegen. Sind die Voraussetzungen zur sinnvollen Anwendung von DCF-Methoden nicht gegeben, so wird in solchen Fällen oft auf eine Unternehmenswertberechnung via Multiples zurückgegriffen.

Controlling macht vergleichbar – die Bewertung durch Multiples

Bei der Unternehmensbewertung via Multiples wird versucht, ein zu bewertendes Unternehmen anhand seiner Finanzzahlen mit anderen ähnlichen Unternehmen zu vergleichen, um so auf den Unternehmenswert zu schließen.¹ Anhand veröffentlichter Finanzdaten werden Multiples errechnet und auf das zu bewertende Unternehmen angewendet.² In der Praxis werden häufig die Multiples Verkaufswert/EBIT, Verkaufswert/EBITDA und Verkaufswert/Umsatz zur Berechnung des Unternehmenswerts herangezogen. Gesucht werden Referenzdeals und die Marktwerte vergleichbarer börsennotierter Unternehmen. Dabei ist unbedingt auf eine konsistente Ermittlung der Finanzdaten zu achten (Goedhart et al. 2005). Es bedarf daher einer Anpassung der Erfolgsrechnungen der einzelnen Firmen, damit EBITDA, EBIT etc. innerhalb der Peer Group³ konsistent berechnet werden. Obwohl die Bewertung mit Multiples in der Praxis sehr beliebt ist, gibt es Einschränkungen und Nachteile beim Gebrauch dieser Methode, welche nur auf den ersten Blick schneller und einfacher erscheint – bedenkt man den im Falle einer adäquaten Anpassung und einer sachgerechten Selektion anfallenden Aufwand.⁴ Genau daher wird oft – im vollen Bewusstsein der Einschränkung der Aussagekraft von DCF-Methoden bei dynamischen Unternehmen – eine Berechnung mittels

DCF-Methoden als Plausibilitätsüberprüfung durchgeführt. Als Ergebnis erhalten die Verhandlungsparteien Korridore für die Verhandlung des Unternehmenswerts.

Controlling in Portfoliounternehmen: Formel Eins statt Seifenkiste

Unternehmen, die mit Venture Capital finanziert werden, bewegen sich typischerweise in dynamischen Märkten mit wechselnden Marktteilnehmern und sich ändernden Kostenstrukturen. Unter diesen Rahmenbedingungen benötigen Unternehmen Anhaltspunkte für die weitere strategische Ausrichtung. Zusätzlich wird durch die Beteiligung eines Private Equity-Investors das Anforderungsniveau an das Controlling, insbesondere an ein Berichtswesen, auf eine neue Stufe gehoben. Im Zuge dieser Herausforderung kann es zu einem Know-how-Transfer im Controlling vom Investor zum Portfoliounternehmen kommen. Angeregt wird dieser Transfer einerseits durch die Informationsansprüche der Investoren, die durch Analyse der Geschäftsentwicklung die asymmetrische Information zu reduzieren versuchen, andererseits durch das Lernbestreben der Portfoliounternehmen. Barney et al. (1996) zeigen, dass Portfoliounternehmen bereit sind, von ihren Private Equity-Investoren zu lernen; diese Lernbereitschaft nimmt aber mit dem Grad der Erfahrung der Manager im Portfoliounternehmen ab. Private Equity-Investoren liefern dadurch einen wertvollen Beitrag zum Erfolg des Unternehmens. Werden aber über das Controllingsystem Mängel im Portfoliounternehmen aufgedeckt, so mag dies durchaus Konfliktpotenzial zwischen Private Equity-Investoren und Portfoliounternehmen darstellen. Sicherlich können schonungslose Controllingsysteme Konflikte zwischen Investor und Unternehmen auslösen. Arbeiten Investor und Unternehmen aber gemeinsam an der Lösung der Probleme, so bergen derartige Konflikte,

Private Equity-Investments fördern die Transparenz im Berichtswesen.

solange sie nicht auf persönlicher Ebene ausgetragen werden, enormes Verbesserungspotenzial für Portfoliounternehmen (Higashide und Birley 2002). Alles in allem können Portfoliounternehmen von Private Equity-Investoren in nicht-monetären Belangen profitieren.

Der Exit naht: Unternehmensbewertung, die Zweite

Vor dem Ausstieg der Investoren durch Trade Sale, IPO, Buy Back etc. werden die Unternehmer im Portfoliounternehmen und die Private Equity-Investoren zum zweiten Mal den Wert ihres Unternehmens argumentieren müssen. Die Voraussetzungen haben sich seit dem Einstieg der Investoren typischerweise geändert. Portfoliounternehmen verfügen dank des ständigen Informationsbedarfs der Investoren typischerweise über ein exzellentes Reportingsystem, was für potenzielle Käufer der Anteile im Zuge einer Due Diligence einen Vorteil darstellt. Auch der Kapitalmarkt honoriert das Engagement eines Private Equity-Investors in einem Portfoliounternehmen: Hsu (2002) stellt u.a. fest, dass Portfoliounternehmen von Private Equity-Investoren beim IPO vom Problem des Underpricing weniger betroffen sind.

Win-Win-Situation ist möglich

Tendenziell führen die hohen Ansprüche von Private Equity-Investoren hinsichtlich des Controllings zu einer Win-Win-Situation: Der Investor profitiert durch die hohe Transparenz, die ein funktionierendes Controlling im Regelfall liefert; er kann zeitgerecht eingreifen und drohende Gefahren abwenden. Gleichzeitig profitiert auch das Portfoliounternehmen durch die Anforderungen der Investoren, indem es gezwungen ist, wirksame Controllingsysteme zu implementieren. Dies trägt unter Umständen zur effizienten und zielgerichteten Steuerung des Unternehmens bei. Auch nach außen gilt eine Finanzierung mit Private Equity-gemeinhin als Gütezeichen eines Unternehmens. Fragen Sie doch mal ein Portfoliounternehmen ...

Literaturhinweise und Anmerkungen

Barney/Busenitz/Fiet/Moesel (1996): New Venture Teams' Assessment of Learning Assistance from Venture Capital Firms, in: Journal of Business Venturing (11), S. 257-272.

Copeland, T.E./Koller, T./Murrin, J. (2000): Valuation, McKinsey & Company.

Kaplan/Strömberg (2001): Venture Capitalists as Principals: Contracting, Screening and Monitoring, National Bureau of Economic Research, Cambridge.

Goedhart, M./Koller, T./Wessels, D. (2005): The Right Role for Multiples in Valuation, in: McKinsey on Finance, McKinsey&Company, Nr. 15, Spring 2005.

Higashide, H./Birley, S. (2002): Consequences of Conflict Between the Venture Capitalist and the Entrepreneurial Team Relationship in the United Kingdom from the Perspective of the Venture Capitalist, in:

The Journal of Business Venturing, Vol. 17: S. 59-81.

Hsu, D.H. (2002): What Do Entrepreneurs Pay for Venture Capital Affiliation?, University of Pennsylvania Wharton School Working Paper.

Volkert/Geiger/Halbherr (1999): Bewertung von Private Equity-Anlagen aus der Perspektive einer Bank, Institut für schweizerisches Bankenwesen der Universität Zürich. Wijnbenga, F./Postma, T./van Witteloostuijn, A./Zwart, P.S. (2001): Strategy and Performance of Venture Capital Backed-SMEs: A Contingency Model, University of Groningen.

¹ Siehe dazu auch Copeland et al. (2000).

² Besonders hilfreich sind hier kostenpflichtige Datenbanken, die aktuelle Multiples und Referenzdeals publizieren, z.B. Bureau van Dijk Electronic Pu-

blishing (Amadeus und Zephyr) oder VentureSource von DowJones.

³ Als Peer Group wird die Gruppe der vergleichbaren Unternehmen bezeichnet.

⁴ Siehe dazu Volkart et al. (1999) und Goedhart et al. (2005).



Mag. Gernot Hofer ist Analyst bei Gamma Capital Partners Wien, einer unabhängigen Fondsmanagementgesellschaft im Bereich Venture Capital. Zudem

forscht er an der Abteilung für Entrepreneurship und Innovation (WU Wien, Prof. Franke) im Bereich Private Equity und Venture Capital. Zuvor sammelte Gernot Hofer Erfahrung bei einer Unternehmensberatung in Hong Kong.

Lehrgang Akademischer Controller

Karriere mit
Controlling und
Finance



Modernes praxisrelevantes Controlling Know-how

Sommerakademie 2005

Start: 06. Juli 2005

Controlling-Stufenprogramm

- ▶ Mit Excel-gestützten Fallbeispielen
- ▶ Der erste Schritt zum Akademischen Controller

Advanced Controlling Programm

- ▶ Vertiefende Fachausbildung in Controlling und Finance
- ▶ Der zweite Schritt zum Akademischen Controller

Start: 9. September 2005

In Kooperation mit

contrast **MIS**

Information und Anmeldung

Tel.: 01/368 68 78, ausbildung@oeci.at

www.oeci.at/akademischer-controller

Österreichisches
Controller-Institut

Controlling Accounting Finance

