



Harald Pöttinger

**Der Unternehmer
und die Wertsteigerung**

Unternehmertum in der Erfolgsgesellschaft

Der Unternehmer und die Wertsteigerung
Unternehmertum in der Erfolgsgesellschaft
– WHITEPAPER

Harald Pöttinger

Über den Autor

Harald Pöttinger ist Experte für *Unternehmenswert*-Steigerung, die Unternehmerpersönlichkeit hinter der **Alpine Group of Companies** und **Autor**. Er steigert den Wert von Unternehmen wie kein anderer. Denn: Werte verändern sich, während Wert bleibt. **Harald Pöttinger** steht für faires Verhalten gegenüber Geschäftspartnern, pragmatisches Agieren und den Einsatz seiner ganzen Persönlichkeit zur Zielerreichung. Seit 30 Jahren richtet sich sein Angebot an *Unternehmer*, Manager und Investoren, die sich nicht mit dem Mittelmaß zufriedengeben, sondern in einer Zeit globaler Umwälzungen Chancen von nie dagewesener Größe nutzen wollen.

Die Unternehmen der **Alpine Group of Companies** wurden von **Harald Pöttinger** gegründet und beschäftigen sich mit Financial and Professional Services rund um die Themenfelder Beratung, Finanzierung und Investition.

Während **Alpine Equity**[®] sich dem Themenkomplex Venture Capital und Private Equity verschrieben hat, ist **Alpine Value Management**[®] eine Gesellschaft, die sich als Beratungsschwerpunkt der Steigerung des Unternehmenswerts ihrer Kunden widmet. **Alpine Accounting & Advisory** wiederum deckt die Bereiche Buchhaltung, Bilanzierung, Planung, Controlling und rechnungswesenbasierte Unternehmensberatung ab.

Was bedeutet „wertsteigerndes Unternehmertum“?

Das Konzept des *wertsteigernden Unternehmertums* stellt den *Unternehmer* ins Zentrum. Der *Unternehmer* wird mitsamt seiner Persönlichkeit, seinen Präferenzstrukturen und seiner Einbettung in ein *gesellschaftliches* Umfeld zum Unternehmen in Beziehung gesetzt. Zugleich wird ein praktikabler, konsistenter Handlungsrahmen – die *Steigerung* des „Unternehmenswertes“ – sowie ein dementsprechender Werkzeugkasten mit dem *Unternehmertum* verbunden. *Wertsteigerndes Unternehmertum* ist die Antwort auf den *gesellschaftlichen* Wandel im 21. Jahrhundert und die damit verbundenen *unternehmerischen* Herausforderungen.

Äußere Rahmenbedingung dieses *Unternehmertums*, wie ich es verstehe, ist der bereits vollzogene Wandel der westlichen Gesellschaften von *Leistungs-* zu *Erfolgsgesellschaften* vor dem Hintergrund der Globalisierung. Diese Kontexte erfordern, wie im Folgenden noch näher ausgeführt wird, die fokussierte Ausrichtung der Unternehmenspolitik auf eine Grundfunktion privatwirtschaftlichen

ökonomischen Handelns: die *Wertsteigerung*. Damit ist nicht eindimensional die Verabsolutierung von Eigennutz im Sinne des *homo oeconomicus*, eines rationalen Nutzenmaximierers, gemeint. Der *Unternehmer* als vitale und komplexe Persönlichkeit lässt sich nämlich nicht auf eine emotionslose Gewinnmaximierungsmaschine reduzieren.

Der Aufklärer Adam Smith gilt als Vater der Nationalökonomie, die er aus der Moralphilosophie heraus entwickelte. Er befasste sich in seinem 1759 erschienenen Werk „Theorie der ethischen Gefühle“ mit der Natur des Menschen und seinem Verhältnis zur *Gesellschaft*. Im Gegensatz dazu neigten die mathematisch dominierten Wirtschaftswissenschaften häufig dazu, den Menschen auf eine rationale Subsumptionsmaschine zu reduzieren, die gar nicht anders könne, als sich ausschließlich monetär orientiert und rational der persönlichen Nutzenmaximierung zu widmen. In der ersten Hälfte des 20. Jahrhunderts rückte der Ökonom Joseph Alois Schumpeter den *Unternehmer* als Innovator in den Mittelpunkt. Nach Schumpeter ist der *Unternehmer innovativ*, um seine wirtschaftliche Position zu verbessern. Demnach bringt der *Unternehmergeist* Inno-

vationen hervor und befördert damit Wirtschaftswachstum und sozialen Wandel. Dabei kommt es weniger auf die Ideen und Konzepte an, sondern auf deren Durchsetzung. Schumpeter unterscheidet dezidiert zwischen *Unternehmern* und *Kapitalisten*. Beim *Kapitalisten* steht die Verfügungsgewalt über materielle Ressourcen im Vordergrund, für deren Bereitstellen er Rendite erwartet. Das wesentliche Anliegen des *Unternehmers* ist hingegen, *Erneuerungsprozesse* zu gestalten.

Keine der großen *Innovationen* der Geschichte lässt sich durch die *Gier* nach Geld oder das emotionslose Optimieren von Bestehendem erklären. Stets *motivierten* andere Antriebe (wie Neugier oder *Selbstverwirklichung*) den *Innovator*, sein Projekt voranzutreiben. Dieser *Unternehmer* trifft nun in der westlichen Welt auf eine saturierte *Gesellschaft*, die im Schumpeter'schen Sinn *kapitalistisch*, also *renditegetrieben* ist. Dazu zählt auch ein hoheitlich agierender Staat, der zur Realisierung von *Verteilungszielen*, zwecks Ernährung seiner Bürokratie bzw. behufs Geltungskonsum wie ein *Kapitalist* Schumpeter'scher Prägung agiert und eine *unternehmerische* Entfaltung nur gegen *Rendite* in Form von Steuern, Gebühren

und sonstigen Zwangsabgaben ermöglicht. Um diese *Rendite* schmälert er in stets steigendem Ausmaß die produktive Wertschöpfung. Zur Rechtfertigung dieser Vorgehensweise wird ein scheinbarer Interessengegensatz zwischen *Unternehmern* und anderen *gesellschaftlichen* Gruppen formuliert. Infolgedessen sehen sich *Unternehmer* gezwungen, sich ihrerseits zu legitimieren, denn – ganz im Sinne des historisch überlebten Klassenkampfes – werden sie, um mit Schumpeter zu sprechen, in erster Linie nicht als *Innovatoren*, sondern als *Kapitalisten* wahrgenommen.

Diese Sichtweise negiert andere *Motive* als rein ökonomische. *Unternehmer* werden einerseits als notwendiges Übel in Zusammenhang mit Produkten und Arbeitsplätzen wahrgenommen, andererseits unter scharfe Beobachtung gestellt. Scheitern gilt als unmoralisch oder gar kriminell. Für den *Unternehmer* bedeutet dies, dass er wachsam sein muss. Andrew Stephen Grove, der Mitbegründer und ehemalige Vorstandsvorsitzende von Intel, betitelte sein Buch über *erfolgreiches* Management des

Wandels: „Nur die Paranoiden überleben“.¹ *Unternehmer* sind Menschen aus Fleisch und Blut – zumeist ausgestattet mit besonderen Fähigkeiten und außergewöhnlichem Antrieb. Heute können sie in Europa allerdings nur unter verschärften Bedingungen handeln. Diese Ausgangslage verlangt nach einem neuen Zugang zum *Unternehmertum* und einem stringenten Orientierungsrahmen.

Die Verhaltensökonomie ist ein junges Teilgebiet der Wirtschaftswissenschaften und setzt sich mit menschlichen Handlungsweisen in wirtschaftlichen Situationen auseinander. Im Zuge dessen werden auch Konstellationen untersucht, in denen Menschen im Widerspruch zum Modell des *homo oeconomicus* agieren. Pionier dieses Ansatzes ist der Psychologe Daniel Kahneman. 2002 erhielt er für die zusammen mit Amos Tversky entwickelte *Prospect Theory* den *Wirtschaftsnobelpreis*. Entscheidende und heute unumstrittene Beobachtungen der Verhaltensökonomie sind:

¹ Grove, Andrew Stephen: Nur die Paranoiden überleben. Taschenbuch. Heyne, 1999.

- » Menschen treffen Entscheidungen häufig auf Grundlage einfacher, *schneller* und stabiler Faustregeln. Je komplexer Entscheidungssituationen sind, desto eher verdrängen derartige Heuristiken eine sorgfältige Analyse.
- » Die Vorstellungen rund um ein Problem oder eine Entscheidungssituation beeinflussen die Handlung des Entscheiders. Man spricht im Fachjargon vom *Framing*.
- » Märkte sind unvollkommen und weisen Anomalien auf, die vernünftigen Erwartungen von *effizienten Märkten* (*Markteffizienzhypothese* und *wirtschaftswissenschaftliche Gleichgewichtstheorie*) entgegenlaufen.
- » *Animal spirits* (irrationale Elemente wie Instinkte und Emotionen) sowie *Herdenverhalten* entsprechen der sozialen Natur des Menschen und führen wiederkehrend zu kollektivem Versagen in Form von Konjunkturzyklen, Blasenbildung und Wirtschaftskrisen.

Unternehmer wie Manager unterliegen hinsichtlich ihres Entscheidungsverhaltens denselben Gesetzmäßigkeiten wie jeder Mensch. Diese Entscheidungsmechanismen sind *evolutionsbiologisch* angelegt und sollen rechtzeitiges, adäquates Handeln (beispielsweise Angriff oder Flucht bei Gefahr) ohne vorausgehende langwierige Analyse ermöglichen. Dieses *schnelle Denken* (instinktiv und emotional) ist aber nicht für komplexe soziale Kontexte geschaffen, wie sie moderne Wirtschaftsstrukturen darstellen. Hier ist *langsames Denken* (analytisch und logisch) oft der einzige Weg, um schwerwiegende Fehlschlüsse zu vermeiden. Bewusst sollte uns sein, dass Menschen beide Denkformen brauchen und nutzen.

Die nachfolgend dargestellte, starke Orientierung – basierend auf einem vernünftigen Fundament – erleichtert sachgerechtes Verhalten selbst im Fall von Bauchentscheidungen. Liegt der Unternehmenspolitik eine solche Grundhaltung und methodische Systematik zugrunde, fördert das sowohl bessere Bauchentscheidungen als auch analytisches Herangehen an Entscheidungssituationen. Für den *Unternehmer* ist eine Orientierung gefragt, die das *Schaffen* von materiellen Werten

ins Zentrum der Unternehmensziele stellt. Das Generieren von Werten ist eine zentrale Triebfeder des *Unternehmertums*, wenngleich nicht die einzige. Die prinzipielle Zielsetzung muss breit genug angelegt, einfach kommunizierbar und dennoch abstrakt sein, um sich als oberstes Leitziel von Unternehmenspolitik zu eignen. Die laufende „Steigerung des Unternehmenswerts“ ist eine solche Zielsetzung, die als umfassende Orientierung taugt. Sie lässt offen, mit welchen Mitteln sie zu erreichen ist, kann Interessen sämtlicher Betroffener harmonisieren, ist auf Langfristigkeit ausgelegt und entspricht den Anforderungen einer *Erfolgsgesellschaft*. Eine solche Orientierung ist abstrakter als eine *Vision* oder ein *Mission Statement* und zugleich leichter zu operationalisieren.

Der betriebswirtschaftliche Rahmen für *wertorientierte Unternehmensführung*, *wertorientierte Unternehmenssteuerung*, *wertorientiertes Management* oder *Value-based Management* ist mehr oder weniger derselbe. Ausgehend vom durch Alfred Rappaport geprägten *Shareholder-Value-Ansatz*, haben sich verschiedene Methoden und Instrumente durchgesetzt, die systematisch auf die *Steigerung des Un-*

ternehmenswerts abzielen. Häufig reduziert sich das Verständnis von *Value-based Management* jedoch im Kern auf finanzwirtschaftliche Instrumente. Indes ist klar, dass effektive *Unternehmenswert-Steigerung* finanzwirtschaftliche Instrumente zwar wirkungsvoll einsetzen kann, diese jedoch nur einen – und zudem nicht den wichtigsten – Teil des Toolsets ausmachen. Dieses Faktum wird in den nachfolgenden Kapiteln deutlich werden.

Zunächst formuliere ich jene Thesen, die ich als Ausgangspunkt für das Aufbereiten der Thematik betrachte. Auf diese Diagnose folgt eine Auseinandersetzung mit dem von mir entwickelten Konzept des *wertsteigernden Unternehmertums*. In den ersten Kapiteln steht der *Unternehmer* in seinen vielfältigen Rollen, Funktionen und Begrenzungen im Mittelpunkt. Um seine veränderte Stellung im Wandel hin zur *Erfolgsgesellschaft* zu beleuchten, skizziere ich den ideengeschichtlichen Hintergrund der Stellung von *Unternehmertum* in der *Erfolgsgesellschaft*. Die weiteren Kapitel sind der konkreten Ausgestaltung des Konzepts der *Unternehmenswert-Steigerung* in seinen unterschiedlichen Facetten und Handlungsfeldern gewidmet. Abschließend zeigt

eine Fallstudie, wie *Unternehmenswert-Steigerung* praktisch umgesetzt werden kann. Als Manager und Partner jenes **Private-Equity-Fonds**, der als *Lead Investor* fungierte, begleitete ich aktiv das der Untersuchung zugrunde liegende Projekt. Die Fallstudie wurde so gewählt, dass bereits ihre zeitlichen Einordnung in die Jahre der Finanz- und Wirtschaftskrise verdeutlicht, dass die *Unternehmenswert-Steigerung* kein Schönwetterkonzept ist.

Zum einen basiert *wertorientiertes Management* freilich auf betriebswirtschaftlich-wissenschaftlichen Grundlagen. Zum anderen kann nicht oft genug betont werden, dass die praktische Umsetzung von *Unternehmenswert-Steigerung* der Persönlichkeit des *Unternehmers*, eines *unternehmerischen Investors* oder eines *unternehmerisch orientierten Managements* bedarf. Es wäre falsch anzunehmen, dass Manager aufgrund ihrer Rolle diesen Anforderungen nicht gerecht werden können. Zahlreiche managergeführte Publikumsgesellschaften beweisen das Gegenteil. Ich verweise in diesem Zusammenhang nur auf General Electric und Jack Welch – davon wird später noch die Rede sein. Ebenso wenig

halte ich es für sinnvoll, Investoren diese Fähigkeit abzusprechen. Das tun manche Managementdenker, aber wer wollte behaupten, dass Warren Buffett mit Berkshire Hathaway nicht in der Lage sei, *wertorientiertes Management* umzusetzen? Es sind immer Menschen, die sich *unternehmerisch* verhalten, nicht Institutionen oder abstrakte Rollenbilder.

Letztlich ist *Unternehmenswert-Steigerung* Handwerk und Kunst zugleich. *Erfolg* erfordert sowohl Willenskraft und Professionalität als auch Know-how und Kreativität. Ein Akteur allein wird selten sämtliche der nötigen – sich im Zeitablauf auch noch ändernden – Qualifikationen und Persönlichkeitsmerkmale mitbringen. Komplementäre Kompetenzen sind gefragt, die durch eine gemeinsame Zielsetzung gebündelt werden. Dies kann durch Partner, Manager, Berater, persönliche Freunde oder Mentoren geschehen. Weder Überheblichkeit noch überzogene Demut vor der Aufgabe sind hilfreich. Anpacken ist gefragt.

Vor allem aber ist wichtig, sich vor Augen zu halten: *Unternehmenswert-Steigerung* ist ein Konzept, das sich perfekt mit *Unternehmer-*

tum verbinden lässt. Es ist ein umfassendes, logisch stringentes, *gesellschaftlich* und persönlich sinnvolles sowie für den langfristigen Unternehmenserhalt notwendiges Konzept. *Unternehmenswert-Steigerung* ist dabei nicht Selbstzweck im Leben eines *Unternehmers*, sondern die *persönlichen Motive und Lebensziele* des *Unternehmers* sollen – manchmal verklausuliert, manchmal aber auch explizit – in die Formulierung der Unternehmenspolitik einfließen. Es ist daher wichtig, sich über diese Ziele klar zu werden.

16 Thesen zum Unternehmertum in der Erfolgsgesellschaft

1. Neben politischer, wirtschaftlicher und interkultureller Komplexität prägen im 21. Jahrhundert vor allem die Kurzfristigkeit von Entwicklungen und die Unvorhersehbarkeit von Ereignissen weltweit das Umfeld von Wirtschaftsunternehmen.
2. Umbrüche im globalen Machtgefüge haben seit Ende des Kalten Krieges zu einer multipolaren Welt (USA, Europa, Russland, China) geführt und deren Instabilität exponentiell ansteigen lassen.
3. Der wirtschaftliche Aufstieg Asiens erschüttert die westliche Welt in ihren Grundfesten und verändert sie an ihren Wurzeln. Der Verlust relativer globaler Marktanteile wirkt sich im Westen sowohl volkswirtschaftlich als auch *gesellschaftspolitisch verunsichernd* und lähmend aus.

4. Mangelndes Wachstum und schwindende Möglichkeiten einer breiten Wohlstandsmehrung destabilisieren politische Strukturen in westlichen *Gesellschaften* und lassen das Vertrauen in ihre Eliten schwinden.
5. *Innovationsfähigkeit*, Technologie und Wissen gewinnen gegenüber allen anderen Ressourcen an Bedeutung.
6. *Gesellschaftliche* Ermüdungserscheinungen und eine in der *gesellschaftlichen* Mitte sinkende Leistungsbereitschaft verwandeln die *Leistungsgesellschaft* in eine *Erfolgsgesellschaft*. Nicht Engagement, Anstrengung oder ehrliches Bemühen zählen, sondern nur *Ergebnisse* werden noch wahrgenommen und honoriert.
7. Situativ *erfolgversprechende*, populäre Argumentationsmuster verdrängen systematisch geschlossene Ideologien. Pragmatische, kurzfristige Nutzenorientierung wird zum Paradigma der *Erfolgsgesellschaft*.

8. Weder Meritokratie noch Egalitarismus sind Selektionsprinzip *gesellschaftlicher* und wirtschaftlicher Organisationen, stattdessen wird *identifizierbarer, persönlich zurechenbarer Erfolg* zum entscheidenden Auswahlkriterium.
9. Staatliche und supranationale Politik bleibt wichtig, wird aber in ihrer heutigen Form immer mehr zur Quelle von Störungen, Instabilitäten, Ineffizienzen und Behinderungen.
10. Ungesteuerte *gesellschaftliche Evolution* ohne weltanschauliche Basis erfordert eher Orientierung als Planung. Orientierung bedarf klarer Zielsetzungen, die sich über erkennbare und messbare Werte definieren.
11. Langfristige strategische Orientierung von Unternehmen muss sich auf die Grundfunktionen ökonomischen Handelns fokussieren, weil selbst mittelfristige Umfeldbedingungen nicht prognostizierbar sind – *Unter-*

nehmenswert-Steigerung als ultima ratio.

- 12.** Das Erhalten maximaler *Flexibilität* bei sukzessivem Ausbau der Substanz (Ressourcen, Fähigkeiten und Kernkompetenzen) *schafft* sowohl individuellen als auch *gesellschaftlichen Mehrwert*.
- 13.** *Wertorientierte Unternehmenspolitik* gibt die Richtung vor, wie *Unternehmenswert geschaffen*, vergrößert, erhalten und transformiert werden kann.
- 14.** *Wertorientiertes Management* stellt den Werkzeugkasten zur Verfügung, mit Hilfe dessen nachhaltige *Unternehmenswert-Steigerung* zu realisieren ist.
- 15.** Ebenso wie die Trennung von Arbeitgeber- und Arbeitnehmerinteressen historisch überholt ist, entspringt die politisch-korrekte Gegenüberstellung von *Shareholder-* und *Stakeholder-*

teressen dem akademischen Elfenbeinturm.

- 16.** Die gegenwärtigen Umwälzungen erhöhen sowohl Risiken als auch Spannungen in der Wirtschaft, bieten im Gegenzug aber auch massive Chancen und *Erfolgspotenziale*.

Unternehmertum in der Erfolgsgesellschaft

Für den *Unternehmer* stellt sich daher die Frage: Wie orientiere ich mich angesichts zunehmenden Drucks? Er trägt nicht nur *Verantwortung* für sich und seine Familie. Der *Unternehmer* fühlt sich zumeist auch seiner Belegschaft, seinen Geschäftspartnern und seinem *gesellschaftlichen* Umfeld gegenüber verpflichtet. Ein Scheitern bedeutet häufig nicht nur den ökonomischen Untergang, sondern auch seinen sozialen Tod. Parallel dazu haben ihn zumeist *intrinsische* Motive veranlasst, überhaupt *Unternehmer* zu sein. Er möchte gestalten, liebt *Freiheit* und *Unabhängigkeit* und er sucht *Selbstverwirklichung* in dem, was er tut. Er misst seinen *Erfolg* nicht zuletzt daran, inwieweit es ihm gelingt, *Werte* für sich und seine Nächsten zu *schaffen*. Er ist von einer skeptischen Öffentlichkeit umgeben, für die entweder *Sicherheit* und eine ausgewogene Work-Life-Balance an erster Stelle stehen oder die sich schon längst auf das Einsammeln von Sozialleistungen, Förderungen, Subventionen und *Kapitalerträgen* konzentriert.

Unternehmertum und Unternehmen betrifft dieser Wandel auf vielfältige Weise. Einerseits erfordern schwieriger gewordene Finanzierungsbedingungen eine Verbesserung der Kreditfähigkeit, also der glaubwürdigen Eigenschaft, Kredite in Zukunft bedienen zu können. Aber auch die Fähigkeit, die Eigenkapitalbasis zu stärken, ist unverzichtbar, um *unternehmerischen* Spielraum zu erhalten. Wenn die See rauer wird, wird all dies schwieriger. Es reicht nicht mehr, das Unternehmen auf eine reibungslose Leistungserbringung auszurichten, weil diese allein das Unternehmen für externe Kapitalgeber – sowohl auf der Eigenkapital- als auch auf der Fremdkapitalseite – nicht mehr ausreichend attraktiv macht. Externe Finanzierungspartner brauchen das, was auch *Unternehmer* in turbulenten Zeiten vermehrt suchen: *Sicherheit*, Ertrag, *Handlungsoptionen* gegenüber sich verändernden Umweltbedingungen – und Reserven.

Veränderungen des Umfelds bergen nicht nur Risiken und Herausforderungen. Gerade Umwälzungen, wie sie heute auftreten, bieten

auch Chancen, die man als *Unternehmer* oder auch als Manager nutzen kann und nutzen soll. Nur selten waren die Gelegenheiten für *unternehmerisches* Handeln so vielfältig wie heute. Eigentlich sollte bei *Unternehmern* Goldgräberstimmung herrschen, in Anbetracht des rasanten globalen und technologischen Wandels auf der einen Seite, einer notenbankinduzierten Geldflut auf der anderen Seite sowie der angesichts der Niedrig- bzw. Negativverzinsung verzweifelt auf der Jagd nach *Rendite* befindlichen Anleger. Es gilt, der depressiven Grundstimmung zu entfliehen, die *Burn-out-Gesellschaft* hinter sich zu lassen und die Weichen so zu stellen, dass man erhobenen Hauptes zum Nutznießer einer globalen Umbruchsituation werden kann. Denn schon immer war es eine Melange aus Anpassung und *Innovation*, die *erfolgreiche* Unternehmen vorangebracht hat. Und diese haben letztlich auch die Welt vorangebracht. Selten waren mieselüchtige Pessimisten *erfolgreich*, vielmehr handlungsorientierte Individualisten mit *Visionen* und Zug zum Tor.

Um die Chancen der *Erfolgsgesellschaft* wahrnehmen und nutzen zu können, bedarf es einer Unternehmenspolitik, die neben den

allgemeinen *betriebswirtschaftlichen Zielsetzungen* konsequent und viel stärker als in der Vergangenheit

- » den *Unternehmer* (die Eigentümer) mit seinen (ihren) *persönlichen Zielsetzungen* in den Mittelpunkt der Unternehmenspolitik stellt (*Shareholder-Orientierung*),
- » *Geschäftsmodelle* im Kontext von Globalisierung und technologischen Veränderungen evaluiert, anpasst und attraktiviert (*Attraktivität des Geschäftsmodells*),
- » Tabus abbaut, Denkverbote beseitigt und das Auflassen oder den *Verkauf* von Geschäftsfeldern ebenso erwägt wie den *Zukauf* neuer Geschäftspotenziale (*Portfoliomanagement*),
- » *unternehmerische Flexibilität* erhält, um auf Krisen, Schwankungen und Veränderungen effektiv reagieren zu können (*Risikoorientierung*),

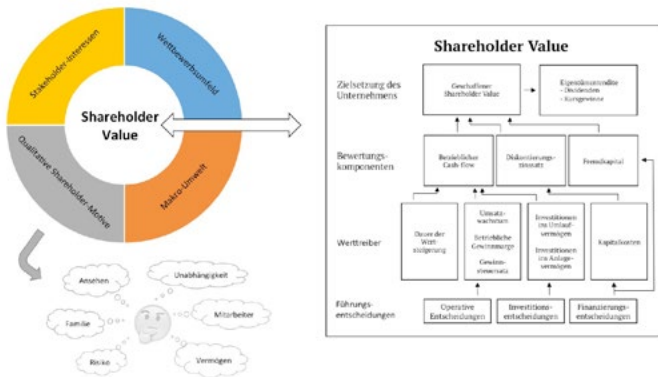
- » zukunftsgerichtet und glaubhaft kommunizierbar ist und das Vertrauen bestehender und potenzieller Finanzierungspartner stärkt (*Equity Story*),
- » vor dem Hintergrund von *Sicherheit* und Chancennutzung die *Wertorientierung* der Unternehmenspolitik und damit den *Unternehmenswert* selbst in den Mittelpunkt des *unternehmerischen* Handelns stellt (*Wertorientierung*).

Shareholder-Orientierung ist wesentlich breiter zu verstehen, als es im klassischen *Shareholder-Value-Ansatz* zum Ausdruck kommt. Neben *finanziellen Zielen* (wie *Vermögenssicherung*, *Vermögensmehrung*, *Dividendenorientierung* und *Vermögensdiversifikation*) stehen vor allem *persönliche Ziele* wie das Streben nach *Sicherheit*, *persönliche Unabhängigkeit*, das Regeln der *Unternehmensnachfolge*, die familiäre *Vermögensaufteilung*, *persönliche Selbstverwirklichung*, *Sozialprestige*, *Verantwortung* für das Umfeld des *Unternehmers*, *philanthropische Motive*, *ethische Grundhaltungen*, *Risikoneigung* etc. im Mittelpunkt der Betrachtung. Auch die Lebenssituation des *Unternehmers* (Beziehungskrise, Krankheit, man-

gelnde Freizeit etc.) verändert mitunter den Blickwinkel und die *Prioritäten*.

Eine rein betriebswirtschaftliche Ausrichtung der Unternehmenspolitik wäre realitätsfremd und würde in einem permanenten Spannungsfeld zur *persönlichen Motivlage* und den *privaten Prioritäten* stehen. Suboptimale *Ergebnisse* sind das Resultat, wenn man die zutiefst menschlichen Komponenten nicht hinreichend einbezieht. Das – nicht unbedingt explizit kommunizierte – Bekenntnis zu *außerökonomischen Zielsetzungen und Motivlagen* ist untrennbar mit der Lebensrealität des *Unternehmers* verbunden. Meist handelt es sich um eine Gemengelage *finanzieller Ziele*, *persönliche Motive* und *privater Prioritäten*, die unbewusst teils nebeneinander, teils miteinander in Konflikt stehen. Es macht einen Unterschied, ob ein *Unternehmer* sein Unternehmen innerhalb der nächsten drei Jahre *verkaufen* will oder ob er es an die nächste Generation weitergeben möchte. Die Formulierung einer *Shareholder-orientierten* Unternehmenspolitik hat daher die *persönliche Interessenlage* des *Unternehmers* bzw. die Besonderheiten der konkreten Eigentümerstruktur zentral zu berücksichtigen. Dieses uralte

Prinzip wurde zur Ordnung von Herrschaftsverhältnissen bereits im Augsburger Religionsfrieden von 1555 formuliert: „Cuius regio, eius religio.“² Dieser besagt, dass im Herrschaftsbereich eines Fürsten seine Religion zu gelten habe. Übertragen auf das Prinzip der *Shareholder-Orientierung* der Unternehmenspolitik lässt sich das wie folgt formulieren: *Das Unternehmen folgt dem Unternehmer.*



² Wikipedia (Herausgeber): Cuius regio, eius religio. 16. Januar 2017. URL: https://de.wikipedia.org/wiki/Cuius_regio_eius_religio. Zugriffsdatum: 16. Januar 2017.

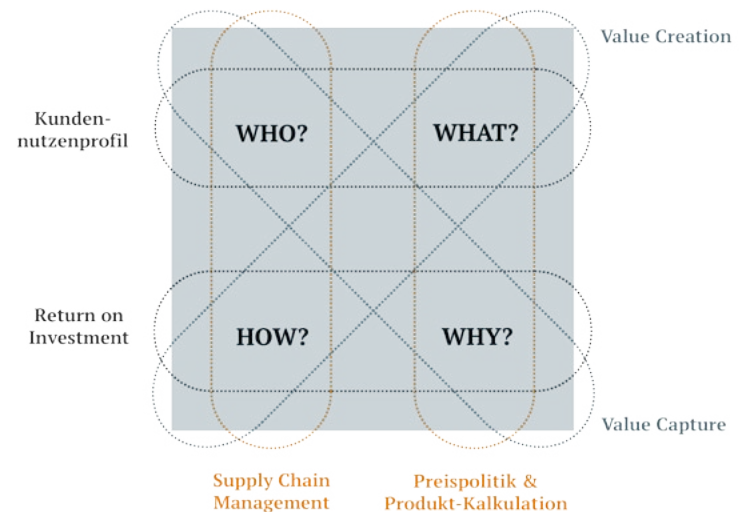
Als *Geschäftsmodell* bezeichnet man eine Kombination von kommerziellen Fragestellungen, welche die Art der Geschäftstätigkeit eines Unternehmens beschreiben (etwa: wie erfolgt *Value Creation*, wie *Value Capture*, etc.). *Geschäftsmodelle* variieren im Zeitablauf, vor allem haben *Geschäftsmodellinnovationen* häufig nachhaltigere Auswirkungen auf ein Unternehmen als *Produkt- oder Prozessinnovationen*. *Geschäftsmodelle* von Unternehmen lassen sich zwar abstrakt oft auf *Archetypen* zurückführen, setzen sich in der Praxis aber aus unterschiedlichen Bausteinen zusammen (siehe die nachfolgende Abbildung).



Für ein Unternehmen und seinen Wert ist die Frage der *Attraktivität des eigenen Geschäftsmodells* von fundamentaler Bedeutung. Rund um die Digitalisierung unserer Wirtschaft verändern sich *Geschäftsmodelle* laufend, sowohl hinsichtlich der Art der Leistungserbringung als auch im Bereich von Marketing und Vertrieb (*Industrie 4.0, Mass Customization, Onlinemarketing* und *Onlinehandel*, um nur einige Schlagworte zu nennen...). Aber auch Umsatz-, Finanzierungs- und Pricing-Modelle oder die *Shared Economy* stellen ganze Industrien auf den Kopf (beispielsweise *Application Service Providing, Absatzleasing, Onlineauktionen* via Ebay, *Carsharing* etc.).

Besonders im Bereich der *Geschäftsmodelle* ist es wesentlich, dass strategische Entscheidungen unter dem Blickwinkel einer *Shareholder-orientierten* Unternehmenspolitik getroffen werden. Profitabilität, Skalierbarkeit und Risikoniveau unterschiedlicher *Geschäftsmodelle* variieren stark, die *Attraktivität des gewählten Geschäftsmodells* wirkt sich beträchtlich auf den Wert eines Unternehmens aus und ist damit für den *Unternehmer* und für Finanzierungspartner eine zentrale Frage.

Technologische Veränderungen und die Globalisierung von Geschäftsprozessen wirken als Beschleuniger neuer *Geschäftsmodelle* und sollten daher als *Innovationsmotoren* ersten Ranges verstanden werden. Nur selten in der Wirtschaftsgeschichte haben sich für *Unternehmer* binnen derart kurzer Zeit so vielfältige Chancen durch neue *Geschäftsmodelle* ergeben wie derzeit.



Unter *Portfoliomanagement* versteht man in Zusammenhang mit Unternehmenspolitik das aktive Bewirtschaften von Geschäftsfeldern. – Soll in ein Geschäftsfeld weiter investiert werden? Befindet es sich auf einem attraktiven Markt? Verfügt das Unternehmen über Wettbewerbsvorteile? Setzt eine strategische Geschäftseinheit Cash frei oder bindet sie Cash? Beeinflusst eine Geschäftseinheit andere Geschäftseinheiten des Gesamtunternehmens? – So lauten einige Fragen, die in Zusammenhang mit der Geschäftspolitik des Unternehmens zum Thema führen, welche Aktivitäten zu reduzieren oder abzustoßen, aus- oder aufzubauen sind. Dies wird zunehmend in Zusammenhang mit *Unternehmenstransaktionen* – zu Englisch *Mergers and Acquisitions (M&A)* – gebracht (verstanden als Sammelbegriff für *Transaktionen* wie *Fusionen, Unternehmenskäufe, Unternehmensverkäufe, Outsourcing, Insourcing, Spin-offs, Carve-outs, Joint Ventures, Unternehmenskooperationen* etc.). Gerade hier sind aber tabuloses Herangehen und das Überwinden mentaler Barrieren von entscheidender Bedeutung. Jeder *Unternehmer* kann eingeladen werden, Teil eines *M&A-Prozesses* zu werden. Im Vorfeld dafür bereits gerüstet zu sein, stellt einen unschätzbaren Vorteil bei

einer prospektiven *Transaktion* dar. Immer zu bedenken ist nämlich, dass das eigene Unternehmen oder Teile davon als *Transaktionswährung* dienen könnte(n)!

Unter der Vielzahl denkbarer *M&A-Deals* können für (mittelständische) Unternehmen besonders sogenannte *Special Opportunities* von Interesse sein. Dabei kann der Fokuspunkt einer *Transaktion* sowohl beim eigenen Unternehmen liegen als auch bei einem Mitbewerber (etwa auch ein Start-up mit spannender Technologie), Lieferanten oder Abnehmer (*vertikale Integration*) – oder teilweise in einem neuen Geschäftsfeld (der Mittelstandsexperte Hermann Simon hat hier einen Hang zu „weicher Diversifikation“ beobachtet).³ Interessanterweise verfolgt auch mein Unternehmen *Alpine Equity*[®] diese sogenannte *opportunistische Investitionsstrategie* (siehe Abbildung auf der nächsten Seite).

Dabei hat sich für uns gezeigt, dass der mittelständische *M&A-Markt* eine Vielzahl an Unternehmen aufweist, die eine marktführende

³ Simon, Hermann (Autor): *Hidden Champions – Aufbruch nach Globalia*. Campus, 2012.



Position oder das Potenzial dazu aufweisen, die hochwertige operative Fähigkeiten mit der Möglichkeit verknüpfen, durch Umsatzwachstum (mittels Expansion und Internationalisierung) und weitere operative Optimierung eine signifikante *Unternehmenswert-Steigerung* zu erzielen.

Die nachfolgende Grafik zeigt den rasanten Anstieg der *M&A-Aktivitäten* in den letzten Jahrzehnten. Dies ist die unmittelbare Konsequenz eines als dringend nötig empfundenen *aktiven Portfoliomanagements*. Seit den 1990er Jahren steht dabei die *Steigerung des Unternehmenswerts* im Zentrum der Überlegungen.



Die *Risikoorientierung* der Unternehmenspolitik (bzw. Risikomanagement als zentrale strategische und operative Aufgabe) ist ein Aspekt, der bei zunehmenden Instabilitäten und schwindender Planbarkeit der Zukunft an Bedeutung gewinnt. Das Risikoniveau eines Unternehmens ist zudem ein wesentlicher Einflussfaktor für den *Unternehmenswert*. Beinahe aus dem Bewusstsein verdrängt haben wir heutzutage die *Verunsicherung*, die sich anlässlich der letzten großen Finanzkrise 2007/8/9 breitgemacht hatte. Damals haben selbst große börsennotierte Unternehmen bekannt gegeben, dass sie derzeit auf Budgets verzichten, weil angesichts der *Unsicherheiten* eine seriöse Budgetierung nicht möglich sei.

Man hat sich beholfen, indem man *auf Sicht gefahren* ist. Einige Jahre vorher ist die Blase der *New Economy* geplatzt, bald darauf hat sich der Anschlag auf das World Trade Center (9/11) ereignet. Ganze Kapitalmarktsegmente (wie beispielsweise der Neue Markt in Frankfurt) sind einfach verschwunden. Wir haben im ersten Jahrzehnt des 21. Jahrhunderts bereits zwei Mal gesehen, wie – vermeintlich aus heiterem Himmel kommende – politische oder wirtschaftliche Krisen das *unternehmerische Umfeld* unvermittelt radikal verändert haben. Unternehmen mussten lernen, Langfristplanungen eher als Projektionen denn als Planungen zu verstehen und selbst kurzfristig auf Planungen zu verzichten. Dies bestätigte mir auch Thomas Giuliani, der bei BMW das Produktmanagement für die 5er-, 6er- und 7er-Serien leitet, anlässlich des 33. Voralberger Wirtschaftsforum am zehnten November 2016.

Wer sich darauf verlassen hat, über *Hedging-Instrumente* langfristige Planbarkeit *abzusichern*, wurde ebenfalls enttäuscht: Die *Finanzkrise* hat viele derartige *Absicherungsstrategien* in sich zusammenbrechen lassen,

wie vor allem der Finanzsektor schmerzlich lernen musste.

„Prognosen sind schwierig, besonders wenn sie die Zukunft betreffen.“ Dieses Zitat wird unterschiedlichen Menschen zugeschrieben – unter anderen Mark Twain, Winston Churchill, Niels Bohr und Kurt Tucholsky.

Das britische Wirtschaftsmagazin *The Economist* machte 1995 in einem Experiment deutlich, welche *Unsicherheiten* bei der Vorhersage der Zukunft bestehen. Befragt wurden je vier Ex-Finanzminister von OECD-Staaten, Vorstandsvorsitzende multinationaler Unternehmen, Oxford-Studenten und Londoner Müllmänner. Es ging darum, Vorhersagen für einen Zehnjahreszeitraum zu treffen. Gegenstand der Prognose waren das durchschnittliche Wirtschaftswachstum und die Inflationsrate in der OECD, der Ölpreis und der Wechselkurs Pfund/US-Dollar. Außerdem sollte bestimmt werden, wann das Bruttosozialprodukt pro Kopf in Singapur höher sein würde als in Australien. Wie treffsicher waren nun die Schätzungen, gemessen an der Realität zehn Jahre später? Kein Teilnehmer lag in allen Bereichen auch nur annähernd rich-

tig, deutliche Fehleinschätzungen überwogen. Den ersten Platz für die relativ besten Prognosen teilten sich die Vorstandsvorsitzenden mit den Müllmännern.⁴

In Unternehmen ist also eine zumindest teilweise Abkehr von gewohnten Praktiken gefragt (Stichwort *Disruption*). Muss ich *auf Sicht fahren*, bedingt das eine deutliche Erhöhung der Reaktionsfähigkeit – im Nebel oder bei chaotischem Gegenverkehr muss ich womöglich plötzlich bremsen oder ausweichen. Andererseits ist es bei überlegener Fahrtechnik und Routenkenntnis möglich, *schneller* und auf anderen Wegen als andere ans Ziel zu gelangen. Der Schlüsselbegriff in diesem Zusammenhang lautet *Flexibilität*. Je *flexibler* ein *Geschäftsmodell* oder eine Supply Chain ist, je *schneller* Kapazitätsanpassungen in beide Richtungen möglich sind, je einfacher Struktur und Prozesse in einem Unternehmen veränderbar sind, je geringer unternehmensinterne Anpassungswiderstände ausfallen,

⁴ Coenenberg/Salfeld/Schultze (Autoren): Wertorientierte Unternehmensführung. Vom Strategieentwurf zur Implementierung. Dritte Auflage. Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 2015. S. 69.

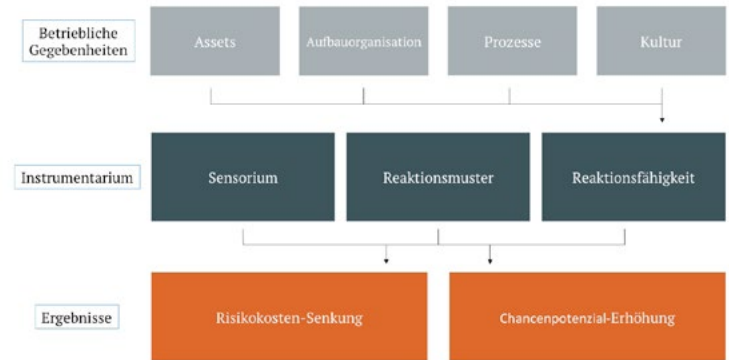
desto eher ist ein Navigieren in *unsicheren Gefilden* möglich. Man spricht hier auch von *Agilität* oder *agiler Unternehmensführung*. Diese Art der *Risikoorientierung* bedeutet, dass das *unternehmerische Risiko* entweder bei gleicher Geschwindigkeit sinkt oder aber das Erhöhen der Reaktionsgeschwindigkeit eines Unternehmens *Schnellfahren* bei konstantem Risiko ermöglicht. Nachdem *Flexibilität* oder *Agilität* nicht Prozesse, sondern die Reaktionsfähigkeit von Unternehmen bezeichnen, sollten die beiden Konzepte auch nicht mit *Change Management* verwechselt werden. Letzteres umfasst in der Regel einen Prozess mit einem Anfangs- und einem Endpunkt. Um ein Unternehmen *flexibel* zu halten, ist neben den Strukturen und Prozessen vor allem die Infrastruktur entscheidend (die Hardware, der Fixkostenblock). *Fahren auf Sicht* erfordert aber vor allem ein ausgeprägtes Sensorium, um Umfeldveränderungen wahrzunehmen, denn nur dann ist eine adäquate Reaktion möglich. Wer schon einmal eine Wärmebildkamera beim Autofahren im Nebel benutzt hat, weiß, welchen Unterschied das machen kann. Und es sind Trockenübungen erforderlich, um im Fall der Fälle nicht aus dem Bauch heraus agieren zu müssen, sondern Handlungsmuster als Re-

aktion auf vordefinierte grobe Veränderungen schon antizipativ entwickelt zu haben (Stresstests, Reservenmobilisierung etc.).

Eine *wertorientierte Unternehmensorganisation* muss dem Aspekt *Flexibilität* erhöhte Aufmerksamkeit widmen. Eine Untersuchung der Economist Intelligence Unit ergab, dass 88% international befragter Manager organisationale *Flexibilität* als bestimmenden Faktor für den *Erfolg* ihres Unternehmens sehen.⁵ In einem dynamischen, globalen Umfeld gilt heutzutage beinahe als Binsenweisheit: *When the ground rocks, structures must flex*. Der Professor für Wirtschaftsgeschichte an der Harvard Business School und Johns Hopkins University sowie Gewinner des *Pulitzer Preises* Alfred DuPont Chandler Jr. war der Erste, welcher den Grundsatz *structure follows strategy* prägte.⁶

⁵ In: The Economist. 2009. S. 17.

⁶ Wikipedia (Herausgeber): Structure follows strategy. Achter März 2017. URL: https://en.wikipedia.org/wiki/Structure_follows_strategy. Zugriffsdatum: Achter März 2017.



Der Begriff *Equity Story* benennt das Argumentationskonzept, mit dem bei Kapitalmarktteilnehmern für Investitionen in ein Unternehmen geworben wird. Damit wird die *Equity Story* zu einem zentralen Tool der Investor Relations eines Unternehmens. Menschen lieben Geschichten. Eine gute Story macht ein Unternehmen greifbar, vermittelt Nähe und weckt Emotionen.⁷ Die *Equity Story* startet mit der Unternehmensgeschichte. (Die auch spannend erzählt werden kann!) Sie erzählt vom *Unternehmer* und macht mit ihm bekannt. Sie

⁷ Pfennig, Ralph (Autor): Eine gute Equity Story erzählen. 19. August 2014. URL: <http://www.handelsblatt.com/adv/kpmg/equity-story-ei>

umfasst typischerweise den quantitativen Businessplan des Unternehmens, Aussagen zum Markt, zu Produkten, *Geschäftsmodell*, Kompetenzen, Potenzialen, Strategien, Chancen und Risiken.

Nicht die gesamte *Equity Story* des Unternehmens wird allen Adressaten kommuniziert. Eine strategisch einsetzbare *Equity Story* adressiert nicht nur den Kapitalmarkt, sondern auch Mitarbeiter, Mitbewerber, Kunden und eine breite Öffentlichkeit. *Corporate Social Responsibility* sollte im Rahmen der *Equity Story* nicht nur als Formalbekenntnis existieren, sondern auch exemplarisch unterlegt sein (beispielsweise Spendentätigkeit, nachhaltige Ressourcenbewirtschaftung oder Behinderntenbeschäftigung). Ein interessantes und attraktives Unternehmen wird wertgeschätzt, man möchte gern Teil des Teams oder Geschäftspartner sein. Einem solchen Unternehmen werden Fehler leichter verziehen und in schwierigen Zeiten wird ihm mehr Sympathie und Vertrauen entgegengebracht als anderen,

[ne-gute-story-erzaehlen-/10354150.html](#). Zugriffsdatum: 19. August 2014.

zudem erhält es eher Unterstützung von politischer Seite.

Eine gute *Equity Story* wirkt identitätsstiftend nach innen und außen, passt sich an Veränderungen der Umwelt und des *Geschäftsmodells* an, lässt aber zumeist den Kern der Unternehmenstätigkeit (wie die *value proposition* – das *Kundennutzenversprechen*) langfristig bestehen. Ihre Entwicklung ist eine *unternehmerische* Kernaufgabe. Die *Equity Story* schafft Klarheit über das Unternehmen nach innen und außen. Sie ist positiv formuliert und wirkt daher inspirierend. Sofern sie kein irrealen Zerrbild der Wirklichkeit ist, *motiviert* sie dazu, die Geschichte (auch wenn sie einen Hauch idealistisch ist) Wirklichkeit werden zu lassen. Sie *steigert* den *Unternehmenswert*.

Wertorientierte Unternehmenspolitik bedeutet, dass die *Steigerung des Unternehmenswerts* als übergeordnetes betriebswirtschaftliches Ziel definiert wird. Stellt man den *Unternehmer* bzw. die *Shareholder* ins Zentrum der Betrachtung, so hat *Unternehmenswert-Steigerung* jedoch unter jenen einschränkenden Randbedingungen zu geschehen, die aus der *Shareholder-Orientierung* der Unternehmenspolitik

resultieren. Auch die Begriffe *wertorientiertes Management*, *wertorientierte Unternehmenssteuerung* oder *wertorientierte Unternehmensführung* werden in diesem Zusammenhang häufig verwendet, greifen aber etwas kürzer, weil sie den individuellen Aspekt der *außerökonomischen Ziele* nicht adressieren.

Die Zielsetzung *Unternehmenswert-Steigerung* eignet sich hingegen im aktuellen Umfeld der *Erfolgsgesellschaft* hervorragend, sowohl eine Vielzahl *persönlicher außerökonomischer Motive* zu bedienen, als auch eine optimale betriebswirtschaftliche Ausrichtung des Unternehmens bei gleichzeitiger impliziter Berücksichtigung sämtlicher relevanter *Stakeholder-Interessen sicherzustellen*. Wie im Folgenden zu zeigen sein wird, eignen sich nämlich weder Gewinn noch Eigenkapital, auch nicht Umsatz, Wachstum oder Marktanteil als oberste betriebswirtschaftliche Steuerungsgröße.

Während die Unternehmensstrategie den Weg definiert, ist die *Wertsteigerung* das Leitziel, an dem sich Strategien messen lassen müssen. Von der Frage der *Wertschaffung* ist die Frage der *Wertverteilung* zu unterscheiden.

Diese *Verteilungsfragen* stellten sich zu Zeiten des *Frühkapitalismus* freilich anders dar als in hochentwickelten Industrieländern heutzutage. Unter vernunftbegabten Diskutanten sollte abseits ideologischer Gesichtsfeldverengungen Konsens darüber herrschen, dass die *Wertverteilung* eine *Wertschaffung* voraussetzt. *Unternehmenswert-Steigerung* als oberste Zielsetzung der Unternehmenspolitik orientiert sich daran, wie es möglich wird, Wert unter Wettbewerbsbedingungen entstehen zu lassen, beantwortet aber nicht die Frage nach der schlussendlichen *Verteilung* dieses Werts.

Wertorientierung als übergeordnetes Leitziel tritt in unterschiedlichem Gewand zu Tage, ist aber grundsätzlich – auch wenn es ungewohnt klingt – instrumentell und nicht politisch zu verstehen. *Wertorientierte Unternehmensführung* hat nichts mit kurzfristiger Gewinnmaximierung zu tun, sie schießt nicht nach täglich schwankenden Börsenkursen. Sie zielt stattdessen auf langfristige *Steigerung des Unternehmenswerts* ab, der sich über alle in der (auch fernen) Zukunft entstehenden diskontierten Cash-flows als *intrinsischen Wert* definiert. Dem *Unternehmer* erwachsen mit einem *gesteigerten Unternehmenswert* zugleich

zumeist höhere *Freiheitsgrade* zur Erreichung seiner *persönlichen Ziele* als Teil einer *Gesellschaft*, für die *Erfolg* der wichtigste Handlungsparameter ist.

Um das Konzept von *Unternehmenswert-Steigerung* als Primärziel zu verstehen, ist es zunächst erforderlich, sich mit dem *Unternehmenswert* als *innerem Wert* des Unternehmens vertraut zu machen.

Bei einem *DCF* (für den es unterschiedliche Rechenverfahren gibt) werden die freien Cash-flows (das sind die operativen Cash-flows des Unternehmens reduziert um Nettoinvestitionen) der betrachteten Jahre mit einem Kalkulationszinssatz diskontiert und anschließend aufsummiert. Zu dieser Summe kommt noch der sogenannte *Fortführungswert* hinzu, auch *Residualwert* oder *Terminal Value* genannt (pauschal geschätzte und diskontierte freie Cash-flows für die nicht mehr

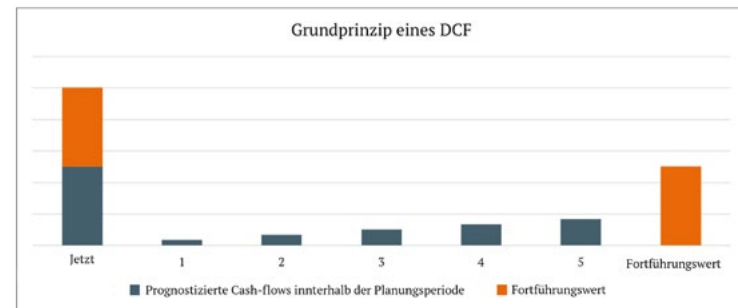
von der Planperiode erfasste Zukunft, zumeist in Form einer *ewigen Rente*). Abgezogen davon wird der Marktwert des Fremdkapitals, hinzugerechnet wiederum der Wert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens. Als Kalkulationszinssatz wird zumeist der aus dem *Capital Asset Pricing Model* abgeleitete *WACC* (*Weighted Average Cost of Capital*) herangezogen, der die volumengewichteten Kosten von Eigenkapital und Fremdkapital und damit auch die Finanzierungsstruktur des Unternehmens berücksichtigt.

Steht der (fiktive oder beabsichtigte) *Kauf* oder *Verkauf* von Unternehmen anlässlich der Unternehmensbewertung im Mittelpunkt der Betrachtung, so haben sich sogenannte *Multiple-Verfahren* vermehrt durchgesetzt. Man unterscheidet hier zwischen *Market-Multiples* und *Transaction-Multiples*. Hierbei wird regelmäßig eine zeitraumbezogene Stromgröße (zumeist Umsatz, EBITDA, EBIT oder Jahresüberschuss) zum Marktwert des Eigenkapitals unter Berücksichtigung der Nettofinanzverbindlichkeiten (Letzteres aber nicht beim Jahresüberschuss) als stichtagsbezogene Bestandsgröße (Marktkapitalisierung bei börsennotierten Unternehmen – daher der Begriff

Market-Multiple, erzielte Preise für das Eigenkapital bei *M&A-Transaktionen* – daher der Begriff *Transaction-Multiple*) ins Verhältnis gesetzt. Die wohl bekannteste Kennzahl bei börsennotierten Unternehmen ist das *Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV)*. Dabei wird der *Kurs* einer Aktie durch den Gewinn pro Aktie dividiert. Erzielt ein Unternehmen beispielsweise einen Gewinn von EUR 20 Mio. und beträgt das durchschnittliche *KGV* einer Gruppe von Vergleichsunternehmen 15, so ergibt sich vereinfacht gesprochen ein *Equity Value* von EUR 300 Mio.

In der Realität sind derartige Bewertungen natürlich viel komplexer und erfordern eingehende Analysen des zu bewertenden Unternehmens, die Adaption der einfließenden Finanzzahlen sowie der herangezogenen Vergleichsunternehmen. Auch werden umfangreiche Datenbankrecherchen eingesetzt, um die Entwicklung der *Marktpreise* von Vergleichsunternehmen in Abhängigkeit von deren Zukunftserwartungen zu bestimmen. Werden beispielsweise 100 Vergleichsunternehmen herangezogen, so könnte das *KGV* in unserem Beispiel auf einer Bandbreite von nahe Null (auf den ersten Blick niedrige Be-

wertung) bis 30 (auf den ersten Blick hohe Bewertung) liegen und der Median eben wie in unserem Beispiel bei 15 (durchschnittliche Bewertung). Die Schwankungsbreite resultiert aus der Einschätzung des Marktes hinsichtlich der Erwartung der zukünftigen Entwicklung des jeweiligen Vergleichsunternehmens.



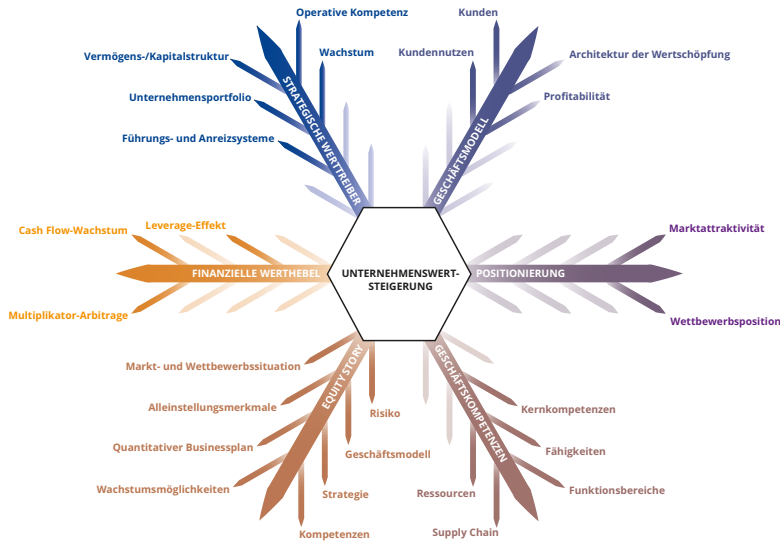
Es ist also offenkundig, dass sich der *Unternehmenswert* aus den kumulierten *Zukunftserfolgen* des Unternehmens ableitet und überwiegend von Zukunftserwartungen geprägt ist. Ein auf *Unternehmenswert-Steigerung* ausgelegtes Konzept muss daher auf das *Schaffen* von langfristigen, nachhaltigen *Werten*, auf das Schaffen von Zukunftspotenzialen abzielen. Anstelle von kurzfristiger Gewinnmaximierung oder *kurzfristiger Steigerung des Börsenkurses* ist ein auf *Unternehmenswert-Steigerung* ausgerichtetes Managementkonzept nicht anders denkbar als durch Ausrichtung auf den *Intrinsic Value* und damit zwingend langfristig. Das Fokussieren auf kurze Perioden ist zwar in Teilen der *Gesellschaft* weit verbreitet – z.B. scheint in der Politik mitunter der Grundsatz des *Hier und Jetzt (zulasten künftiger Generationen) zu gelten – mit wertsteigerndem Unternehmertum ist eine derartige Kurzfristigkeit jedoch selten vereinbar!*

Die jüngsten Krisen im ersten Jahrzehnt des 21. Jahrhunderts (*Dotcom-Krise* und Finanzkrise 2007/8/9) haben neben der Bedeutung von Langfristigkeit vor allem auch jene der Stabilität ins Zentrum gerückt. Gerade bei Verwerfungen auf den Finanzmärkten kann die Finanzierung eines Unternehmens zum Hürdenlauf werden. Stabilität lässt sich aber am ehesten durch *Flexibilität* der Geschäftspolitik (siehe oben) sowie durch wirtschaftliche Reserven erzielen.

Wirtschaftliche Reserven können sich jedoch nicht auf unproduktives Parken von Assets reduzieren, weil dies Opportunitätskosten verursacht. Also sollte ein Unternehmen stets *transaktionsbereit* sein. Sind einzelne Teile eines Unternehmens oder auch das Gesamtunternehmen *unternehmenswertoptimiert*, so ist ein *Verkauf* oder sind Kapitalerhöhungen über Dritte flatter und leichter möglich, als wenn ein Unternehmen darauf nicht vorbereitet ist.



Wege zur Unternehmenswert-Steigerung



[Das **Alpine Value Management®** – Modell]

So groß die Vielfalt an Unternehmen ist, so unterschiedlich sind diese auch. Selbstverständlich kann es daher nicht den einen Königsweg geben, um den *Unternehmenswert* zu *steigern*. Naturgemäß unterliegt die Automobilindustrie teils anderen ökonomischen Gesetzen als die Systemgastronomie, die Biotechnologie

wiederum orientiert sich an anderen Grundsätzen als die Bankenwelt und die Filmindustrie funktioniert nach anderen Spielregeln als große Anwaltskanzleien. Selbstverständlich sind nach wie vor hauptsächlich umsichtiges und gutes Management, harte Arbeit und konsequente Marktorientierung für 80% des *Erfolgs* verantwortlich. Aber es hilft, wenn es daneben eine Orientierung gibt, die über reine Betriebswirtschaft hinausgeht. Eine *Vision* (auch *Mission Statement* genannt) als Grundorientierung schafft Identität nach innen und kommuniziert eine wichtige Botschaft nach außen. Nach innen bedarf es zusätzlich einer Klärung, wie und mit welchem übergeordneten Ziel das Unternehmen geführt wird. Diese Ausrichtung muss naturgemäß primär an den Eigentümern, am *Unternehmer* orientiert sein. Dieses übergeordnete Ziel lautet *Unternehmenswert-Steigerung*.

Wenn man sich vor Augen führt, wie Unternehmensbewertung in Theorie und Praxis vonstattengeht, dann erhält man Anhaltspunkte, was den *Unternehmenswert* letztlich bestimmt. Es sind zum einen *strategische Werttreiber*, zum anderen *finanzielle Werthebel*, die den Prozess der *Unternehmenswert-Steigerung* zen-

tral beeinflussen. Es sind aber auch die *strategische Positionierung* des Unternehmens sowie die *Geschäftskompetenzen*, die für den Wert maßgeblich sind. Dies alles prägt letztlich das *Geschäftsmodell* und die *Equity Story* als gleichermaßen bewertungsrelevante Faktoren. Selbstverständlich sind die Grenzen zwischen diesen Dimensionen fließend und gehen sie auch ineinander über.

Häufig wird *wertorientiertes Management* mit *Cost Cutting*, *Asset-light-Strategien* und *Konzentration auf das Kerngeschäft* gleichgesetzt. Aber langfristig geht es nicht ohne Wachstum. Jack Welch, der ehemalige, legendäre CEO von General Electric und einer der *erfolgreichsten*, aber auch *umstrittensten* Manager und Managementvordenker der USA, wies prägnant auf die Notwendigkeit beider Aspekte hin. Welch steigerte den Umsatz von General Electric von ca. USD 27 Mrd. im Jahr 1981 auf ca. USD 130 Mrd. im Jahr 2001. Der

Gewinn versiebenfachte sich währenddessen auf ca. USD 12,7 Mrd., die Anzahl der Mitarbeiter weltweit sank von ca. 400.000 auf ca. 300.000. Welch wurde 1999 vom Wirtschaftsmagazin Fortune zum Manager des Jahrhunderts gekürt. Er war eine der Leitfiguren des *Shareholder-Value-Konzepts*. Ausgangspunkt für dessen Popularisierung war eine Rede anlässlich seiner Bestellung zum CEO im Jahr 1981. Jack Welch brachte den Zusammenhang von *Cost Cutting* und Wachstum prägnant zum Ausdruck – besser kann man es kaum formulieren:

*Look, anyone can manage for the short term [–] just keep squeezing the lemon. And anyone can manage for the long [–] just keep dreaming. You were made leader because someone believed you could squeeze and dream at the same time. They saw in you a person with enough insight, experience and rigor to balance the conflicting demands of short- and long-term results. Performing balancing acts every day is leadership.*⁸

⁸ Welch, Jack; Welch, Suzy (Autoren): *Winning*. First Edition, First Printing. HarperBusiness, fünfter April 2005.

„Schauen Sie, jeder kann für die kurze Frist managen [–] einfach die Zitrone auspressen. Und jeder kann für die lange Frist managen [–] einfach träumen. Sie wurden zur Führungskraft gemacht, weil jemand geglaubt hat, dass Sie [die Zitrone] auspressen und träumen gleichzeitig können. Sie haben in Ihnen eine Person gesehen mit genug Einsicht, Erfahrung und Hartnäckigkeit, um die konfliktierenden Bedürfnisse kurz- und langfristiger Ergebnisse auszubalancieren. Jeden Tag Balanceakte auszuführen ist Führung.“

[Übersetzung des Autors]

Warum Manager Value-based Management lieben sollten

Value-based Management harmonisiert die Ziele der Eigentümer und Manager, im Idealfall auch die der Belegschaft in ihrer Breite. Richtig konzipiert, stellt dies eine Win-win-Situation dar, die das oben angesprochene *Prinzipal-Agent-Problem* an der Wurzel anpackt. Nachdem *wertorientierte* Ziele festgelegt sind und eine entsprechende Strategie formuliert wurde, geht es an die Umsetzung. Das Ziel der *Unternehmenswert-Steigerung* muss intern und allenfalls auch extern erkennbar und messbar verankert werden. Die *Wertorientierung* ermöglicht es, *erfolgskritische* Faktoren eines Unternehmens explizit zu akzentuieren und in eine langfristige Anreizstruktur einzubetten. Der *strategische Werttreiber* Führungs- und Anreizsysteme wurde bereits oben besprochen. Dass die Incentivierung von Topmanagern primär am Ziel der *Unternehmenswert-Steigerung* als oberster Zielsetzung ausgerichtet werden muss, versteht sich von selbst. Es ist unbedingt zu beachten, dass verschiedene Positionen im Unternehmen unterschiedlich direkte Einflussmöglichkeiten auf

die *Unternehmenswert-Steigerung* haben. Dies erfordert, wie schon ausführlich erläutert, ein differenziertes Anreizsystem, das jedoch immer auch den *Unternehmenswert* und damit das Globalziel im Blick behält.

Eine zentrale Herausforderung ist, dass *Unternehmenswert-Steigerung* eine Langfristorientierung erfordert, Anreizsysteme jedoch auch periodische *Erfolgserfassung* und darauf aufbauende Bonifikationen – wie immer diese ausgestaltet sein mögen – voraussetzen. Hier gilt es, einen Spagat zu vollziehen. Mit Jack Welch könnte man sagen: *Keep squeezing the lemon and dreaming big ...*

Die *Erfolgsmessung* könnte direkt an der *Steigerung des Unternehmenswerts* ansetzen. Zu diesem Zweck kann eine jährliche Unternehmensbewertung stattfinden und die jährliche Differenz im Sinne eines *Shareholder-Value-Ansatzes* Grundlage der Incentivierung sein. Das hierdurch entstehende Problem ist jedoch ein doppeltes: Langfristige Zukunftsprognosen im Sinne eines *DCF* sind mit beträchtlicher *Unsicherheit* behaftet und zudem sehr manipulationsgefährdet. *Mark-to-market-Bewertungen* mittels *Multiple-Verfahren* schwanken

hingegen stark mit der allgemeinen Kapitalmarktstimmung und sind vom Management in diesem Punkt nicht unmittelbar beeinflussbar. Vorteil einer direkten Incentivierung am *Unternehmenswert* ist jedoch der Langfristaspekt, der mit keinem anderen Verfahren in diesem Ausmaß erreicht werden kann.

Ein alternativer Weg der jährlichen *Erfolgsmessung* sind sogenannte *wertorientierte* operative und strategische Controlling-Systeme. In der DACH-Region besonders verbreitet, wenngleich eher bei größeren Unternehmen im Einsatz, ist der *Economic Value Added (EVA)*. Es handelt sich dabei um eine Messgröße aus der Finanzwirtschaft, die auf den sogenannten Übergewinn nach Abzug der Kapitalkosten für das eingesetzte Gesamtkapital abstellt. Entwickelt wurde dieses Konzept von Stern Stewart & Co in den 1990er Jahren. *EVA* ist relativ leicht zu verstehen und kommunizieren: Er basiert zunächst auf den Zahlen des Rechnungswesens und wird über zahlreiche Anpassungen (*Conversions*) in eine *wertorientierte*, betriebswirtschaftlich relevante Größe überführt. *EVA* ist vor allem ein geeignetes Instrument der *Periodenerfolgsmessung* im Sinne der *Unternehmenswert-Steigerung*. Das

ist auch sein zentraler Vorteil, wenn ein *wertorientiertes* Anreizsystem im Unternehmen zum Einsatz kommt.

Sinnvollerweise werden bei einem Anreizsystem nun die langfristige *Steigerung des Unternehmenswerts* mit darauf ausgerichteten *Periodenerfolgen* kombiniert. Die Einrichtung eines *wertorientierten* Controlling-Systems (beispielsweise *EVA*) sowie eine routinierend vorgenommene Unternehmensbewertung (die, einmal aufgesetzt, mit überschaubarem Aufwand und geringem Fehlerpotenzial umzusetzen ist) ergänzen einander daher perfekt. Werden dann auch noch operationale Kennzahlen, wie sie bereits vielerorts im Einsatz sind (Stichworte: *Kennzahlencockpit*, *Balanced Scorecard* etc.) maßgeschneidert für verschiedene Leistungsträger zur Anwendung gebracht, dann ist eine konsistente Basis für ein unternehmensweites Anreizsystem geschaffen.

Wesentlich ist jedoch, dass nicht nur monetäre Anreize, sondern auch das Etablieren von Karrierepfaden, wertschätzender Umgang, transparente Kommunikation, Coaching und Mentoring sowie explizite Talentförderung im

Mittelpunkt von Führungs- und Anreizsystemen stehen sollten.

Wenn nun Eigentümer, Manager und Mitarbeiter gemeinsame Ziele verfolgen und von einer gemeinsamen Zielerreichung profitieren, dann werden zahlreiche Konflikte, die heute noch oft den Unternehmensalltag prägen, entschärft. Manager werden darauf verzichten, Investitionen durchzuführen und Finanzmittel anzufordern, wenn dies nicht zur *Wertsteigerung* führt, weil es sich negativ auf ihre Entlohnung auswirkt. Eigentümer können sich darauf verlassen, dass höhere Kapitalbindung nur im erforderlichen Ausmaß, nicht aber als Reserve und Ruhekissen benutzt wird. Ein Lamentieren über die Wettbewerbsbedingungen oder das schwierige Umfeld nützt als Rechtfertigung für wenig ambitionierte Ziele nichts. Der Dauerkonflikt über niedrige Budgets, die dann im Sinne der Zielerreichung dennoch überschritten werden, sollte sich entschärfen, weil nicht mehr die Budgeterreichung, sondern der *Wertzuwachs* entscheidend wird. Jeder Euro, der vom Management über die Kapitalkosten hinaus verdient wird, stellt einen zu honorierenden *Wertzuwachs* dar. Und die langfristige Wachstumsperspek-

tive wird zulasten einer kurzfristigen *Ergebnismaximierung* betont, wenn dadurch die Zukunftsperspektive gestärkt und der *Unternehmenswert gesteigert* wird.

Fallstudie einer Unternehmenswert-Steigerung

Im Frühjahr 2007 traf ich einen Freund, den ich seit Jahren nicht mehr gesehen hatte. Er erzählte, dass ihm und seinem Bruder von seinem Vater, einem *Unternehmer* aus Südtirol, *nachfolgebefugt* ein Unternehmen mit Sitz in Deutschland übergeben worden sei und er nun nicht so wirklich wisse, was er damit anfangen solle. Er selbst war Landarzt, sein Bruder Biologe. Ich arbeitete in meinem heutigen Unternehmen *Alpine Equity*[®] als Manager und Partner eines *Private-Equity-Fonds*, der dabei war, sich nach interessanten Investitionsmöglichkeiten umzusehen (was angesichts der dazumal zyklusbedingt hohen Unternehmensbewertungen schwierig war). So erklärte ich ihm, dass die Unternehmensbewertungen zum damaligen Zeitpunkt (Frühjahr 2007) gerade durch die Decke gehen und dies ein günstiger Zeitpunkt für den *Verkauf* des Unternehmens sei. Auf Basis rudimentärer Informationen führte ich überschlagsmäßig eine faire Unternehmensbewertung durch. Auf dieser Basis konnte er zusammen mit seinem Bruder überlegen, welche Handlungsoptionen sie ins

Auge fassen wollten. Als ich die Rückmeldung bekam, dass der Wert überraschend hoch sei und sie gerne *verkaufen* würden, sagte ich, wir würden uns das Unternehmen für den Fonds gerne näher ansehen und wenn es für uns interessant wäre, würde ich womöglich auch ein Angebot legen.

Bei der Feintechnik GmbH handelte es sich um einen ostdeutschen Produzenten von Nasrasursystemen im *Private-Label-Bereich*. Das Unternehmen war von der Produktionstechnologie her sehr gut aufgestellt, hatte jedoch Investitionsbedarf, keine ausreichende Vertriebsstruktur und kein attraktives Produktdesign. Darüber hinaus war es von einem Großkunden abhängig, der ca. die Hälfte des Umsatzes abnahm. Feintechnik verfügte über eine versierte, engagierte Belegschaft und hatte nach dem Fall der Berliner Mauer kulturelle Wandlungsfähigkeit bewiesen. Der Vorbesitzer, besagter Südtiroler *Familienunternehmer*, hatte den ehemals *volkseigenen* DDR-Betrieb, welcher im Zuge der Übernahme von der deutschen Treuhandanstalt in eine schwierige Lage geraten war, mit viel *unternehmerischer* Energie und der Hilfe *motivierter* und *loyaler Mitarbeiter* quasi neu

aufgebaut. Aber nun war der nächste Entwicklungsschritt überfällig. Die Übernahme durch Finanzinvestoren mit damit einhergehender Internationalisierung bedeutete eine neue kulturelle Herausforderung.

Im Dezember 2007 erwarb der Fonds, für den ich tätig war, gemeinsam mit einem Schweizer Finanzinvestor die Feintechnik GmbH mit Sitz in Eisfeld im deutschen Thüringen. Am Preis hatte sich seit der ersten Indikation nichts geändert. Es war ein fairer Deal, der *Verkaufszeitpunkt* war für den *Verkäufer* goldrichtig. Da sich seit dem Sommer 2007 die Finanzierungsbedingungen infolge des Platzens der Immobilienblase in den USA auch in Europa sukzessive verschlechtert hatten, war es retrospektiv betrachtet auch der letztmögliche Zeitpunkt, um einen *Leveraged Buy-out* (so die umgesetzte Deal-Struktur) mit einem derart hohen *Fremdkapitalhebel* durchzuführen. Im Herbst 2007 war noch von einem *soft landing* der Konjunktur in den USA die Rede, ein Überschwappen auf Europa wurde als eher unwahrscheinlich betrachtet. Wir *kauften* Ende Dezember 2007, im Frühjahr 2008 verschlechterten sich die Kapitalmarktverhältnisse noch einmal massiv, die Unternehmensbewertun-

gen sanken und mit ihnen sank die Finanzierungsbereitschaft auch der europäischen Banken, weil diese von der Krise erfasst worden waren.

Aber wir hatten das Unternehmen vor dem *Kauf* während eines halben Jahres analysiert und daher ein klares *Wertsteigerungsprogramm* vor Augen, das auf einen Zeitraum von etwa fünf Jahren ausgelegt war. Dieses *Wertsteigerungsprogramm* musste dem Aspekt Rechnung tragen, dass wir natürlich wussten, dass der *Kauf* kein Schnäppchen war. Den Kern des *Wertsteigerungsprogramms* machten Wachstum über Internationalisierung und *Deleveraging* über konstant hohe Cash-flows aus. Die Umsetzung war in der Folge nicht einfach, weil die Wirtschaftskrise mit voller Wucht einsetzte, ein Investitionsprogramm unbedingt notwendig war und die bereits anlässlich der Übernahme vereinbarte Finanzierungsstruktur trotz klarer Verträge bankenseitig nicht zur Gänze eingehalten wurde. In turbulenten Zeiten treten darüber hinaus immer unvorhergesehene Ereignisse ein, die ein *flexibles* Agieren verlangen. Wir entwickelten also das Unternehmen im Sinne des projektierten *Wertsteigerungsprogramms*.

Anlässlich der späteren *Exit-Vorbereitungen* mussten wir zum wiederholten Mal erfahren, dass bei einem Technologieunternehmen eine Patentrechtsklage gegen das Unternehmen vor dem *Verkauf* langwierig und teuer werden kann. Ein derartiger Querschuss aus dem Wettbewerbsumfeld verzögerte den *Verkauf* und konnte schließlich nach Abarbeitung einer Klage im Vergleichsweg erledigt werden.

Im Herbst 2013 wurde die Feintechnik GmbH schließlich vertraglich *verkauft* (*Signing*), die Abwicklung (*Closing*) folgte im Januar 2014. Es gelang uns, trotz widriger Umstände eine wesentliche *Wertsteigerung* zu erzielen. *Käufer* war ein US-Internet-Start-up namens *Harry's*, finanziert durch den New Yorker *Hedgefonds Tiger Global*. Das stellte die Belegschaft vor die nächste kulturelle Herausforderung – sie bewältigte auch diese wiederum grandios.

Im Folgenden wird im Zeitraffer dargestellt, wie unser *Wertsteigerungsprogramm* aufgesetzt wurde und schließlich zur Umsetzung gelangt ist. Zunächst galt es, das *Geschäftsmodell* zu verstehen. Sayan Chatterjee (Weatherhead School of Management, Case Western Reserve University, IMP-Gastprofessor an der

Universität Innsbruck 2010) formulierte den Grundtyp des konsumorientierten *Geschäftsmodells* (vermutlich ohne die Feintechnik GmbH zu kennen) einmal so:

„Unternehmen des Typus ‚Installed Base‘ oder auch ‚Razor Blade Business‘ verdienen hauptsächlich am Kauf von teurem Zubehör, wie z.B. an teuren Rasierklingen für günstige Rasierer. Allgemeiner formuliert: Eine bestehende Kundenbasis erlaubt es diesen Unternehmen, laufende Erträge über Folgeeinnahmen zu erzielen. Microsoft ist vielleicht das bekannteste Beispiel für ein ‚Installed Base-Geschäftsmodell – und natürlich Gillette.“⁹

Ein weiteres Beispiel für dieses *Geschäftsmodell* ist Nespresso. Feintechnik verfolgt demgegenüber eine klare *Private-Label-Strategie* (auch *White-Label-Strategie* genannt) im Windschatten des Marktführers *Gillette*. Nassrasur-Systeme werden kundenspezifisch produziert und als Handelsmarken verpackt ausgeliefert. Die Produkte müssen qualitativ

⁹ Innovative Management Partner (Herausgeber): Wachstum durch Differenzierung. Printausgabe 06.

vergleichbar, aber deutlich günstiger sein als jene des Markenartiklers. Dies erfordert eine Strategie als *Fast Follower*, was bedeutet, dass nach Markteinführung eines neuen Produkts des Marktführers mit Zeitverzögerung ein vergleichbares Produkt von Feintechnik auf den Markt kommen sollte. Diese *Vorgangsweise* erfordert hohe Technologiekompetenz, kurze Produktentwicklungszyklen und ein besonderes Geschick, um keine fremden Patente zu verletzen. Man muss sich vor Augen halten, dass ein Produkt wie *Gillette Fusion* von Hunderten Patenten geschützt ist, was ein Konkurrenzprodukt vor besondere Herausforderungen stellt.

Das *Geschäftsmodell Private Label* lässt sich anschaulich im Preisvergleich mit dem Vergleichsprodukt des führenden Markenartiklers im Bereich Nassrasur darstellen.

Der *Private-Label-Markt* hat durch gezielte Eigenmarkenpolitik der großen Handelsketten während der letzten Jahrzehnte deutlich an Volumen zugelegt. Praktisch jede Handelskette hat neben einem *Private-Label-Produkt* auch zumindest ein Produkt eines bekannten Markenartiklers im Sortiment. Es handelt

SCHLECKER			
UST-ID-Nr.: DE 145218247			
SCHLEUSINGEN			
JAEGERHAUSSTR 7			
46858	14.05.2009		
GILLETTE FUSION APPARA 11,99			
ZW-SUMME 11,99			
TOTAL 11,99			

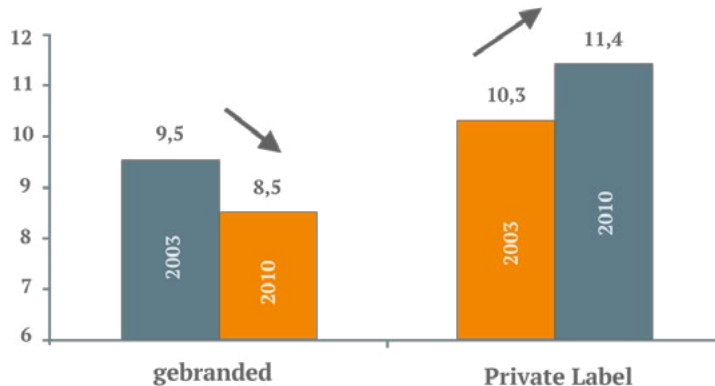
Lidl			
Suhler Straße			
98553 Schleusingen *			
MO-SA 8-20 Uhr SO geschlossen			
		EUR	
5-Klingenrasierer		4.99	B
Summe	1 Pos.	4.99	
Geg		5.00	
Rueck		0.01	
B	19% MwSt von	4.99	0.80

VIELEN DANK FÜR IHREN EINKAUF!			
LIDL LÖHNT SICH.			

3338	208299/05/03	14.05.09	12:25
UST-ID-NR: DEB13388903			

sich hierbei um Koexistenz, weil der (teurere) Markenartikel für den Händler einen höheren Deckungsbeitrag pro Produkt bedeutet, das (günstigere) *Private-Label-Produkt* aber aus Wettbewerbsgründen unverzichtbar ist. Die besseren Wachstumsaussichten der *Private-Label-Anbieter* schlagen sich auch auf den Kapitalmärkten in einem gegenüber dem Markenartikler relativ und absolut gestiegenen Bewertungsniveau auf EBITDA-Basis nieder.

EBITDA-Multiples gebrandeter sowie von Private-Label-Produkten zur Körperpflege



Quelle: William Blair & Company

Die Highlights dieses Investments anlässlich unseres *Einstiegs* waren:

- » stabil wachsender *Private-Label-Markt*
- » hohe Kundenbindung, bedingt durch *Geschäftsmodell*
- » global konsolidierte Wettbewerbssituation

- » hohe Markteintrittsbarrieren infolge technologischer Herausforderungen
- » besondere Technologiekompetenz durch Klingen für medizinische Anwendungen
- » hohe Fertigungskompetenz, „Made in Germany“
- » stabile Cash-flows ermöglichen hohen *Leverage*

Dem standen die folgenden Herausforderungen für unser *Wertsteigerungsprogramm* gegenüber:

- » Klumpenrisiko, das darin bestand, dass Lidl ein Großabnehmer war, darüber hinaus aber nur wenige Kunden vorhanden waren
- » *de facto* kein Vertrieb
- » Einführung eines Neuprodukts erforderte *erfolgreiche* Produktentwicklung

- » einmalig hohes Investitionserfordernis
- » *Fashion-Upgrade* der Produktpalette
- » erforderlicher kultureller Wandel
- » *Leveraged-Buy-out-Markt* gerade noch intakt
- » *Einstiegszeitpunkt* am Höhepunkt der Unternehmensbewertungen

Daher waren die Eckpunkte der von uns eingeschlagenen Strategie im Jahr 2008:

- » Aufbau eines Vertriebs
- » Neukundengewinnung
- » Upgrade und Erweiterung des *Produktportfolios*
- » Intensivierung der Forschung und Entwicklung

- » Wachstum der bestehenden Medizinsparte und späterer *Verkauf*
- » Internationalisierung und Entwicklung einer Markteintrittsstrategie für die USA
- » Managementincentivierung durch Unternehmensbeteiligung
- » *Wertsteigerungsziel*: Verdreifachung des *Equity Value* in fünf Jahren

Anzahl der internationalen Kunden durch Fokus auf Internationalisierung deutlich gesteigert



January 28, 2014, 10:07 pm

A Start-Up Run by Friends Takes on Shaving Giants

By MICHAEL J. DE LA MERED

EISFELD, Germany — For more than 95 years, the Feinotech factory in this small German town an hour north of Sharmberg has produced billions of razors, its machinery transforming steel by the ton into the mathematically precise blades that end up in low-end safety blades and the hardest-to-manufacture five-blade razors.

But as of Monday, the sprawling factory now belongs to Harry's, an Internet shaving start-up that was not even open for business 11 months ago.

Few companies contemplate striding *hundreds of millions of dollars* before their first birthday. But Harry's is wagering that owning its own factory will help it better compete against Gillette and Schick, the titans that together control nearly 85 percent of the market.

Betriebsgelände der Feintechnik in Eisfeld



Zwar wurde das anlässlich des *Einstiegs* angestrebte Wachstum nicht ganz erreicht, aber es ist gelungen, ein angesichts des konjunkturellen Umfelds ansprechendes Wachstum zu erzielen. Das EBITDA konnte signifikant gesteigert werden, weil vor allem die Produktivität deutlich verbessert werden konnte. Der Mitarbeiterstand blieb annähernd gleich, obwohl der Umsatz deutlich zugenommen hatte. Der Einstieg in den US-Markt konnte trotz mehrerer Anläufe erst im Zuge des *Exits* realisiert werden. Die EBITDA-Margen konnten während der Behaltdauer der Beteiligung auf konstant hohem Niveau gehalten werden, was den Abbau der anlässlich des *Unternehmenskaufs* aufgenommenen *Akquisitionskredite* erlaubt hat. Die *Sicherstellung* einer ausreichenden *Working-Capital-Finanzierung* stellte angesichts des Unternehmenswachstums und

der *akquisitionsbedingt* hohen Basisverschuldung eine besondere Herausforderung dar, ist aber geglückt. Trotz der beim *Einstieg* so nicht absehbaren widrigen makroökonomischen Rahmenbedingungen konnte das angestrebte *Wertsteigerungsziel* (Verdreifachung des *Equity Value* in fünf Jahren) beinahe erreicht werden.

Der *Equity Value* des Unternehmens hat sich zwischen *Einstieg* und *Verkauf* innerhalb von sechs Jahren *auf das Zweieinhalbfache* der (zyklusbedingt hohen) *Einstiegsbewertung* erhöht. Der *Erfolg* der *Wertsteigerungsstrategie* lag damit etwas unter den Erwartungen, ist angesichts des besonders schwierigen Timings des *Einstiegs* aber sehr beachtlich. In einem turbulenten Umfeld waren immer wieder Anpassungen der Strategie notwendig, das umsichtig agierende Management hat jedoch in enger Abstimmung mit den Eigentümern gute Arbeit geleistet.

Die kulturellen Wahrnehmungen aus Sicht der Belegschaft wurden schließlich in einem Buch dokumentiert.¹⁰



¹⁰ Alpine Equity Holding GmbH (Herausgeber): Wir sind die Nr. 1 – im Kongo. Alpine Equity und das Wachstum. BUCHER (Hohenems – Wien – Vaduz), 2015.

Werte verändern sich, während Wert bleibt.

Das Konzept des wertsteigernden Unternehmertums stellt den Unternehmer ins Zentrum. Als vitale und komplexe Persönlichkeit lässt er sich nicht auf eine emotionslose Gewinnmaximierungsmaschine reduzieren. Er wird mitsamt seiner Persönlichkeit, Präferenzstrukturen und Einbettung in ein gesellschaftliches Umfeld zum Unternehmen in Beziehung gesetzt. – Wertsteigerndes Unternehmertum ist die Antwort auf den gesellschaftlichen Wandel im 21. Jahrhundert und die damit verbundenen unternehmerischen Herausforderungen.

Über den Autor

Univ.-Lekt. Mag. Dr. Harald Pöttinger ist Experte für Unternehmenswert-Steigerung und selbst erfolgreicher Entrepreneur. Seit 30 Jahren richtet sich sein Angebot an Unternehmer, Manager und Investoren, die sich wie er nicht mit dem Mittelmaß zufriedengeben, sondern in einer Zeit globaler Umwälzungen Chancen von nie dagewesener Größe nutzen wollen. Harald Pöttinger steht für faires Verhalten gegenüber Geschäftspartnern, pragmatisches Agieren und den Einsatz seiner ganzen Persönlichkeit zur Zielerreichung.