

Veröffentlicht in

Controlling

Heft 7/2005

“Betriebswirtschaftliche Instrumente für
Kapitalbeteiligungsgesellschaften und Beteiligungscontrolling“

S. 411-422

Mit freundlicher Genehmigung der
Der Controlling-Redaktion, Verlage C.H. Beck Vahlen, München

(www.zeitschrift-controlling.ch)

Betriebswirtschaftliche Instrumente für Kapitalbeteiligungsgesellschaften und Beteiligungscontrolling

Werner Gleißner



Dr. Werner Gleißner,
Vorstand FutureValue-
Group AG und Ge-
schäftsführer RMCE
RiskCon GmbH &
Co.KG, Leinfelden-
Echterdingen,
E-mail: w.gleissner@
futurevalue.de

Gerade durch die Veränderung der Finanzierungsbedingungen im Mittelstand (durch das „Basel II-Abkommen“) werden Private-Equity und Venture-Capital für den deutschen Mittelstand eine immer größere strategische Bedeutung gewinnen. Eigentlich sollten davon die Kapitalbeteiligungsgesellschaften (Venture Capital-Gesellschaften und Private-Equity-Gesellschaften) profitieren. Doch gerade die letzten Jahre zeigten (bedingt durch die gravierenden Wertverluste infolge der Baisse an der Börse) eine Krise fast der gesamten Branche. Nach dieser schweren Krise stellt sich die Frage: Welche Fähigkeiten zeichnen die erfolgreichen Unternehmen der Branche aus? Wie können betriebswirtschaftliche Systeme und Steuerungsinstrumente weiterentwickelt werden? Und mit welchen Hilfsmitteln kann zukünftig besser als bisher ein Abwägen der Ertragschancen und der eingegangenen Risiken unterstützt werden, um die Wahrscheinlichkeit von Fehlinvestitionen und Krisen zu reduzieren. Im folgenden Fachbeitrag werden zunächst die maßgeblichen Erfolgsfaktoren von Kapitalbeteiligungsgesellschaften betrachtet, um auf dieser Grundlage die Möglichkeiten für den Ausbau des Controllings und der betriebswirtschaftlichen Managementsysteme aufzuzeigen. In Anbetracht der besonderen Bedeutung der Risikobewertung bei Beteiligungen wird dabei ein Fokus auf die Risikomanagementsysteme und das damit eng verknüpften Portfoliomanagement gelegt.

Die hier zusammengefasste Überlegung und die vorgestellten Methoden können weitestgehend auf das Beteiligungscontrolling von Konzernen übertragen werden, sofern primär Finanzbeteiligungen betrachtet werden.

1. Die Erfolgsfaktoren einer Private-Equity- oder Venture-Capital-Gesellschaft

Der Erfolg einer Kapitalbeteiligungsgesellschaft wird maßgeblich durch die Kompetenzen seiner Mitarbeiter und durch die Qualität seiner Managementsysteme begründet. Wichtig ist speziell die Fähigkeit, Geschäftsideen und Geschäftspläne, aber auch Unternehmer-Persönlichkeiten bezüglich ihrer Erfolgsaussichten bewerten zu können. Dies erfordert neben betriebswirtschaftlichen Fachkenntnissen auch Menschenkenntnis, Intuition und selbstverständlich umfangreiche Kenntnisse über die Märkte und die dort maßgeblichen Zukunftstrends. Bei *Achleitner*

u. a. (2004) werden (gestützt auf eine Meta-Studie) insbesondere folgende Erfolgsfaktoren von Buy-Out-Transaktionen angegeben:

- die Qualität der Bewertung und Strukturierung der Transaktionen.
- fachliche Qualifikation der Portfoliomanager (v.a. die intrinsische Selbstmotivation).
- die Fähigkeit, die Mitarbeiter von der neuen Ausrichtung des Unternehmens nach der Übernahme zu überzeugen.

Strukturell sind vor allem die im folgenden erläuterten Erfolgsfaktoren für Kapitalbeteiligungsgesellschaften maßgeblich (vgl. *Nelles/Klusemann*, 2004):

Identifikation attraktiver Beteiligungen

Eine Kapitalbeteiligungsgesellschaft muss überhaupt Zugang zu potenziellen Beteiligungen haben, um aus einer großen „Grundgesamtheit“ attraktive Beteiligungen auswählen zu können. Dies setzt eine ausreichende Bekanntheit, ein gutes Kontaktnetzwerk und gute Reputation voraus. Sofern die Kapitalbeteiligungsgesellschaft nicht bereits über das insgesamt angestrebte Kapital verfügt, ist natürlich auch die Bekanntheit und die Reputation bei potenziellen Kapitalgebern als Erfolgsfaktor zu erwähnen.

Fähigkeit zur effizienten Vorauswahl von Beteiligungen

Auf Grund der hohen Anzahl potenzieller Möglichkeiten, das Kapital eines Unternehmens anzulegen, muss durch geeignete, nachvollziehbare und damit auch möglichst strukturierte Verfahren eine Vorauswahl getroffen werden („Filter“), um den Aufwand für die Analyse potenziell interessanter Beteiligungen zu reduzieren. Nur diejenigen potenziellen Beteiligungen, die bestimmte Kriterien erfüllen und damit ausreichend attraktiv sind, werden einer arbeitsaufwendigeren, detaillierten Analyse unterzogen. Wichtig ist es den Filter so zu gestalten, dass er – mit wenig Arbeitsaufwand – möglichst viele „unattraktive Beteiligungsideen“ ausfiltert, aber dennoch die „aussichtsreichen Beteiligungsideen“ passieren lässt (also einen geringen Fehler erster und zweiter Art aufweist, wobei natürlich nicht beide Fehler zugleich minimiert werden können). Die statistische Beurteilung der Güte eines solchen Filters erfolgt prinzipiell ähnlich derjenigen von Ratingverfahren (z. B. mittels Brier-Faktor)

Quantitative Bewertung von Unternehmenskonzeptionen und Businessplänen

Für diejenigen potenziellen Beteiligungen, die in die engere Auswahl kommen, muss eine detailliertere Analyse durchgeführt werden. Bei dieser Analyse müssen sowohl die erwarteten

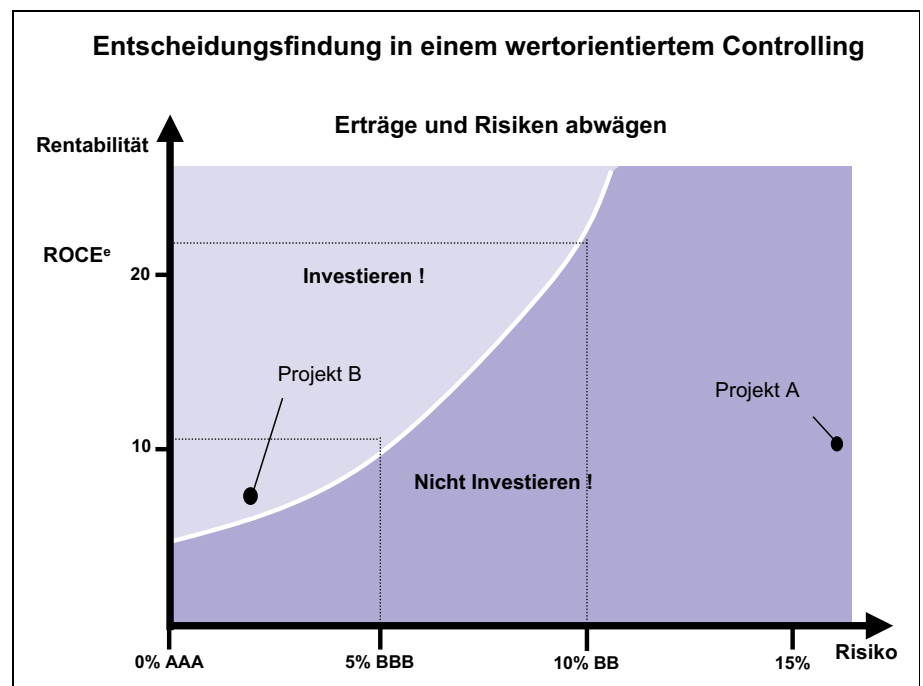
Ertragsaussichten als auch die damit verbundenen Risiken eingehend analysiert und quantifiziert werden. Neben einer strategisch orientierten Analyse der Zukunftsperspektiven (Prüfung von Bedarf bezüglich der angebotenen Güter, Kompetenzen und Wettbewerbsvorteilen) tritt die quantitative Analyse des Businessplans. Optimale Zielgröße ist hierbei die Betrachtung des geschaffenen Unternehmenswerts: Wäre der (potenzielle) Wert der Beteiligung größer als das einzubringende Eigenkapital?

In Abhängigkeit des jeweiligen Risikoumfangs einer Beteiligung (z. B. durch Kapitalkostensatz oder auch durch Rating beschriebenen) ist die erwartete Rentabilität zu beurteilen (vgl. Abb. 1). Dies erfordert wiederum eine strukturierte und fundierte Identifikation und quantitative Bewertung einzelner Risiken. Zudem ist es möglich die einzelnen bewerteten Risiken (z. B. Fehleinschätzung der Absatzmenge oder der erforderlichen Kosten für Forschung & Entwicklung) in den Businessplan zu integrieren und die Konsequenzen sämtlicher Risiken simultan mittels eines Risikoaggregationsverfahrens auszuwerten (vgl. Gleißner,

2004). Durch eine derartige risikoorientierte Analyse von Geschäftsplänen ist man in der Lage, die Erfolgswahrscheinlichkeit sowie den Eigen- und Fremdkapitalbedarf von Unternehmen fundierter zu bewerten und so die Entscheidungsgrundlage vor der Aufnahme potenzieller Beteiligungen in das Portfolio kritisch zu diskutieren. Ebenso wird es möglich, aus dem Eigenkapitalbedarf einen angemessenen Kapitalkostensatz (als erforderliche Mindestverzinsung) abzuleiten und so eine Unternehmensbewertung durchzuführen, die Rentabilität und Risiko gleichermaßen fundiert berücksichtigt (vgl. Gleißner, 2005).

Fähigkeit zur Überwachung und Steuerung der Beteiligungen

Nach der Entscheidung über die Aufnahme einer neuen Beteiligung hat deren laufende Überwachung, Steuerung und das Coaching des Management eine erhebliche Erfolgswirkung. Der Erfolg einer Kapitalbeteiligungsgesellschaft hängt maßgeblich davon ab, in wie weit geeignete Systeme (und die zugehörigen Mitarbeiter) verfügbar sind, um möglichst effizient eine Steuerung ihrer Beteiligungen vorneh-



Quelle: FutureValue Group.

Abb. 1: Bewertung des Rendite-Risiko-Profiles von Beteiligungen

men zu können. Die Besonderheiten des Controllings in Private Equity-Gesellschaften ergeben sich insbesondere aus der zeitlichen Beschränkung des Engagements sowie der Notwendigkeit einer konsequenten Wertorientierung (vgl. *Achleitner* u.a., 2004). Als Steuerungsinstrument des Beteiligungscontrollings kann z. B. eine spezifische, auf Erfolgsfaktoren basierende Version einer Balanced Scorecard eingesetzt werden (vgl. *Achleitner* u. a., 2004). Ihre Spitzenkennzahl ist der Unternehmenswert.

Markt- und Technologie-Know-how

Investitionsentscheidungen bezüglich potenzieller Beteiligungen benötigen neben den genannten betriebswirtschaftlichen Instrumenten und Methoden auch Kenntnisse bezüglich der Charakteristika und Zukunftsaussichten der Märkte potenzieller Beteiligungen sowie der maßgeblichen technologischen Trends, die jedoch teilweise von externen Experten zugekauft werden können. Die Qualität unternehmerischer Entscheidungen und deren erwarteter Erfolg hängt letztendlich von der Qualität der verarbeiteten Informationen und der Qualität der verwendeten Methoden der Informationsauswertung ab.

Fähigkeit zum Portfolio-Management

Die Optimierung des Gesamtportfolios einer Kapitalbeteiligungsgesellschaft unter Ertrags- und Risikogesichtspunkten wird oft als „Königdisziplin“ der Private-Equity- und Venture Capital-Branche aufgefasst. Durch eine geeignete Diversifikation von Risiken in realen (nicht vollkommenen) Märkten kann eine Kapitalbeteiligungsgesellschaft ihren eigenen Kapitalkostensatz – als Mindestverzinsungserwartung ihrer Gesellschafter – senken und so den eigenen Unternehmenswert steigern (zum Wertbeitrag eines solchen Risikomanagements vgl. *Froot/Scharfstein/Stein*, 1994). Der Eigenkapitalbedarf der Gesellschaft ist niedriger als die Summe der Eigenkapitalbedarfe sämtlicher Beteiligungen. Entscheidend für die Ermittlung der Diversifi-

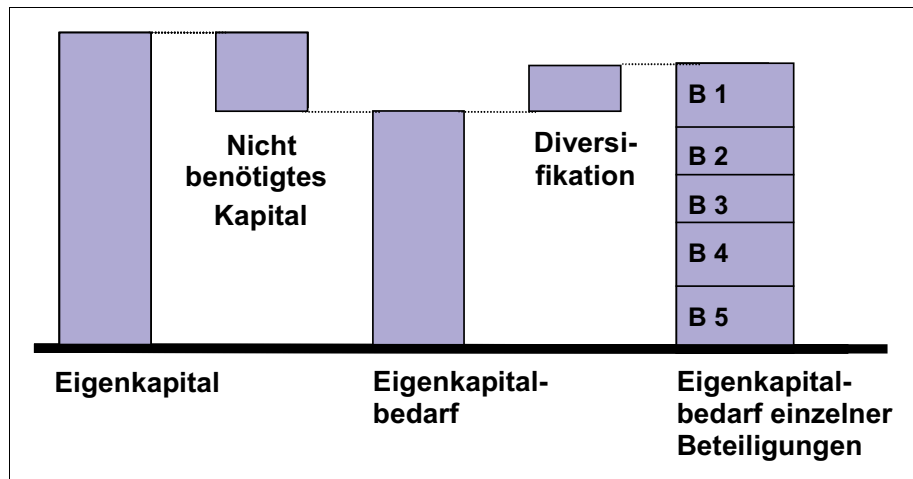


Abb. 2: Diversifikationseffekt beim Eigenkapitalbedarf (vgl. *Gleißner/Lienhard* 2001, S. 276)

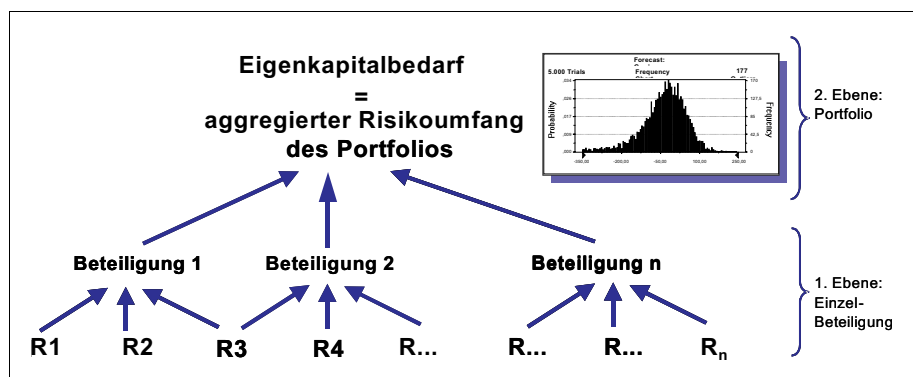


Abb. 3: Eigenkapitalbedarf der Risiken R1...Rn als Maß für den Risikogesamtumfang

kationseffekte ist die Identifikation, quantitative Bewertung und Aggregation von Risikofaktoren, die systematischer Natur sind, also viele Beteiligungen betreffen. Derartige systematischen Risikofaktoren können beispielsweise Zinsänderungen, konjunkturelle Schwankungen oder Rohstoffpreise sein.

Genauso wie man in der Lage ist, die individuellen Risikofaktoren einer einzelnen Beteiligung zu aggregieren, und damit Aussagen über den Gesamtrisikoumfang dieser Beteiligung zu treffen, können in einer zweiten Stufe die Risikoprofile der einzelnen Beteiligungen zu einem „Gesamtrisikoumfang“ (und damit Eigenkapitalbedarf) des gesamten Portfolios zusammengefasst werden. Mit einem solchen Portfoliomodell können zudem Szenarioberechnungen angestellt werden, die beispielsweise zeigen, wie sich der Gesamtrisikoumfang des Unternehmens – unter Berück-

sichtigung sämtlicher Diversifikationseffekte – verändert, wenn eine potenzielle Beteiligung neu aufgenommen würde.

Kompetenz zur Stabilisierung und Absicherung der Arbeitsprozesse

Der Erfolg einer Kapitalbeteiligungsgesellschaft wird nicht nur von der grundsätzlichen Verfügbarkeit der genannten Kompetenzen abhängen, sondern zudem von der Konsequenz, mit der die jeweils zugehörigen Prozesse durchgeführt werden. Die zu Grunde liegenden Prozesse müssen soweit standardisiert und dokumentiert sein, dass sie möglichst jeweils in der gleichen Weise und Qualität durchgeführt werden. Auch aus Perspektive des Risikomanagements, insbesondere durch die Anforderungen des KonTraG (Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich von 1998) hat eine derartige Transparenz bezüglich

der Entscheidungs- und Steuerungsprozesse einen hohen Stellenwert. Erfahrungsgemäß ist es durchaus möglich, eine adäquate Standardisierung und Dokumentation derartiger Prozesse zu gewährleisten, ohne dabei übermäßigen bürokratischen Aufwand zu verursachen.

Die hier umrissenen Kompetenzfelder und Erfolgsfaktoren zeigen die wesentlichen Determinanten für den zukünftig erwarteten Erfolg einer Beteiligungskapitalgesellschaft.

Durch das Wirksamwerden (teilweise nicht beeinflussbarer) Risiken kann es zu Abweichungen von den geplanten bzw. erwarteten Ergebnissen kommen. Im folgenden werden deshalb diejenigen Risiken dargestellt, die für Kapitalbeteiligungsgesellschaften eine besondere Relevanz aufweisen. Die Schaffung von Transparenz über diese Risiken und der adäquate Umgang mit ihnen ist für einen nachhaltigen Erfolg, d.h. eine nachhaltig positive Wertentwicklung wesentlich und muss durch die eingesetzten betriebswirtschaftlichen Instrumente gewährleistet werden.

2. Das Risiko-Profil von Private-Equity- und Venture-Capital-Unternehmen

Struktur und Umfang der Risiken einer Kapitalbeteiligungsgesellschaft sind im wesentlichen durch die Risiken aus dem Beteiligungsportfolio bestimmt. Darüber hinaus sind Risiken aus der Finanzierung und den organisatorischen Ablaufprozessen (insbesondere der Prozesse bei der Entscheidung über neue Investments) zu beachten. Nachfolgend werden die wichtigsten Risikofelder näher erläutert, um darauf aufbauend im folgenden Abschnitt auf spezifische Anforderungen für Beteiligungscontrolling, Portfoliomanagement und Risikomanagement und die dort eingesetzten Instrumente einzugehen.

Beteiligungsrisiken

Bei der Betrachtung der Risiken einer Private-Equity- oder Venture-Capital-

Gesellschaft sollte der Fokus auf die Vermögensrisiken, also die Schwankungen des Werts des Eigenkapitals, gelegt werden. Ertragsrisiken, also temporäre Schwankungen von Gewinn oder Cashflow, haben eine zweitrangige Bedeutung. Allerdings ist zumindest die Liquidität der Gesellschaft grundsätzlich zu gewährleisten.

Risiken im Sinne von (quantifizierter) Unsicherheit bezüglich der Entwicklung des Unternehmenswerts können dabei entweder durch mögliche Schwankungen der Beteiligungswerte (Aktiva) oder des Werts des Fremdkapitals verursacht werden, wobei erstgenannte bei weitem überwiegen.

Grundsätzlich kann man die Portfolio-Risiken einer Kapitalbeteiligungsgesellschaft mit den üblichen Methoden des Portfoliomanagements analysieren (Ansatz von *Markowitz*). Auf einer hochaggregierten Ebene ist es dabei möglich, jede Beteiligung durch eine erwartete Rendite sowie deren Standardabweichung – als Risikomaß – zu beschreiben.

(Anmerkung: Sofern Risiken nicht näherungsweise normalverteilt sind oder eine wenig plausible quadratische Risikonutzenfunktion unterstellt wird, sind weitere Kennzahlen zur Beschreibung des Risikos sinnvoll (z. B. Schiefe oder Value-at-Risk); vgl. zur Anwendbarkeit des *Bernoulli-Prinzips Eisenführ/Weber*, 2003, S. 211–248.)

Mit dieser Information kann das Portfoliorisiko $\sigma_{\text{Portfolio}}$ abgeleitet werden:

$$\sigma_{\text{Portfolio}} = \sqrt{\sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n a_i * a_j * \sigma_i * \sigma_j * r_{ij}}$$

Dabei ist n die Anzahl der Beteiligungen, a_i der Anteil der Beteiligung i am Portfoliowert und σ_i die Standardabweichung ihrer Rendite. Die stochastische Abhängigkeit der Beteiligungsrenditen wird durch die Korrelation r_{ij} ausgedrückt. Ein „gut diversifiziertes Portfolio“ und damit eine vergleichsweise niedrige Risikoposition ergibt sich immer dann, wenn die Risiken verschiedener Beteiligungen eine niedrige Korrelation aufweisen. Dies ist meist dann der Fall, wenn die Gesellschaften (z. B. bezüglich der von ihnen bearbeiteten Absatzmärkte) eine sehr unterschiedliche Struktur aufweisen (vgl. *Abb. 4*).

Die Analyse sämtlicher statistischen Abhängigkeiten (Korrelationen) zwischen allen Beteiligungen ist sehr aufwendig. Eine einfache Betrachtung ist möglich, wenn man zunächst nur zwischen „systematischen“ und „systematischen“ Risiken der Beteiligungen unterscheidet, wie dies beim Capital-Asset-Pricing-Modell geschieht (vgl. z. B. *Perridon/Steiner*, 2002, S. 276).

Systematische Risiken sind dabei jene, die sich auf alle, zumindest jedoch auf die größten Beteiligungen auswirken und die Kovarianz der Beteiligungsrenditen (cov_{ij}) beeinflussen. Systematische Risikofaktoren sind beispielsweise die Zinsentwicklung, die allgemeine Konjunktur oder der Außenwert des Euro. (Anmerkung: Auch gemäß der sog. Arbitrage-Pricing-Theorie lässt sich die erwartete Rendite in Abhängigkeit der Sensitivität gegebener systematischer Risikofaktoren beschreiben. Empirische Untersuchungen las-

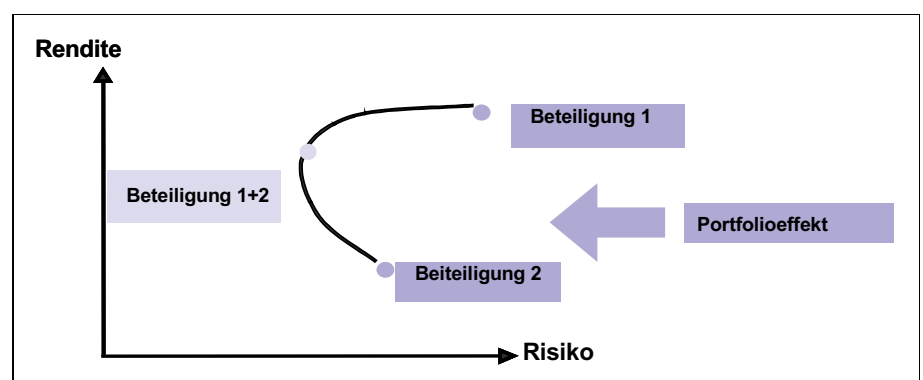


Abb. 4: Risikodiversifikation im Portfolio

sen jedoch daran zweifeln, ob so eine Prognose zukünftig zu erwartender Renditen möglich ist, was an der Ineffizienz der Kapitalmärkte liegen kann. *Fama/French* (1992) finden z. B. Unternehmensgröße und Buchwert-Kurs-Verhältnis als relevante Erklärungsfaktoren für die erwartete Rendite und interpretieren diese als Risikofaktoren.) Unsystematische Risiken sind die unternehmensspezifischen Risiken einer Beteiligung. Dies könnte dabei die Abhängigkeit von Schlüsselpersonen, von einzelnen Kunden und Lieferanten sowie Risiken aus F & E-Projekten sein. Da systematische Risiken (mit unterschiedlicher Stärke) mehr oder minder alle Beteiligungen betreffen, lassen sich diese durch eine Erhöhung der Anzahl der Beteiligungen in einem Portfolio im allgemeinen nicht reduzieren. Die unsystematischen Risiken werden durch den Diversifikationseffekt jedoch auf Portfolioebene reduziert: Mit einer zunehmenden Anzahl von Beteiligungen spielt das „zufällige“ Wirksamwerden des Risikos bei einer einzelnen Beteiligung für die Kapitalbeteiligungsgesellschaft insgesamt keine bedeutsame Rolle mehr. Durch diesen Diversifikations- oder Portfolioeffekt bei den unsystematischen Risiken sinkt der (relative) Gesamtrisikoumfang tendenziell mit der Anzahl der Beteiligungen.

Finanzrisiken

Der Gesamtrisikoumfang einer Kapitalbeteiligungsgesellschaft würde weitgehend dem Risiko seines Beteiligungsportfolio entsprechen, wenn dieses vollständig durch Eigenkapital finanziert wäre. Da viele Kapitalbeteiligungsgesellschaften jedoch auch Fremdkapital für die Finanzierung einsetzen, ergibt sich ein „Financial Leverage-Effekt“.

$$\sigma_{\text{Portfolio}}^{\text{verschuldet}} = \sigma_{\text{Portfolio}}^{\text{unverschuldet}} * \left(1 + \frac{FK}{EK}\right)$$

Die Variable $\sigma_{\text{Portfolio}}^{\text{verschuldet}}$ steht für die Standardabweichung von Eigenkapitalrendite (oder Wert) der verschuldeten, $\sigma_{\text{Portfolio}}^{\text{unverschuldet}}$ für die Standardabweichung der unverschuldeten Kapitalbeteiligungsgesellschaft. *FK* entspricht dem Fremd-, *EK* dem Eigenkapital der Unternehmung. Je höher der

Verschuldungsgrad $\left(\frac{FK}{EK}\right)$ der Beteiligungskapitalgesellschaft, desto höher ceteris paribus die Standardabweichung der Eigenkapitalrendite. Setzt eine Kapitalbeteiligungsgesellschaft beispielsweise zur Finanzierung 50 % Eigenkapital und 50 % Fremdkapital ein, so verdoppelt sich das Risiko des Eigenkapitals (Standardabweichung der Eigenkapitalrendite) im Vergleich zu einem entsprechenden unverschuldeten Unternehmen solange das Fremdkapital risikofrei bleibt (vgl. *Perridon/Steiner*, 2002, S. 479).

Zu den Finanzrisiken zählen die Risiken durch Zinsänderungen. Hierbei muss klar zwischen Ertrags- und Vermögenswerttrisiken durch Zinsänderungen unterschieden werden. Ein Unternehmen, das seine Bankverbindlichkeiten variabel verzinst, ist bei Zinsänderungen einem Ertragsrisiko ausgesetzt, weil Zinsänderungen zu Veränderungen von Gewinn und Cashflow führen (das Vermögensrisiko durch Veränderungen des Marktwerts der Verbindlichkeiten ist jedoch null). Bei einer vollständigen Zinsfestschreibung ist das Ertragsrisiko aus den Zinsänderungen null; es besteht aber ein Vermögenswertisiko. Der Marktwert der Bankverbindlichkeiten ändert sich (genau wie auch der Marktwert einer Anleihe) mit jeder Zinsänderung. Steigen die Zinsen am Kapitalmarkt an, so sinkt der Marktwert von Verbindlichkeiten mit einem fixierten Zinssatz, was sich eigenkapitalerhöhend auswirkt. Der Umfang dieser Veränderung ist unmittelbar abhängig von der mittleren Kapitalbindungsdauer (DURATION).

Prozess-Risiken (Leistungsrisiken)

Wie bei jedem anderen Unternehmen auch, bestehen in Kapitalbeteiligungsgesellschaften Risiken, weil möglicherweise Arbeitsvorgänge nicht so ablaufen, wie sie eigentlich betriebswirtschaftlich sinnvoll wären (Leistungsrisiken). Welche Prozesse sind nun für die Risikosituation einer Beteiligungsgesellschaft besonders maßgeblich? In der Regel sind dies der

- Prozess der Identifikation und Be-

wertung neuer potenzieller Beteiligungen und der

- Prozess der laufenden Überwachung bestehender Beteiligungen.

Da sich die Ertragsaussichten und die Risikosituation von Beteiligungen schnell verändern kann, benötigt man geeignete und stabile Prozesse zur laufenden Überwachung. Denkbar ist hier der Aufbau von Balanced Scorecards für die Beteiligungen, die insbesondere wieder Kennzahlen zu den identifizierten Risiko- und Ertragsfaktoren umfassen.

Neben diesen beiden primären Prozessen haben selbstverständlich auch Risiken aus Unterstützungsprozessen (z. B. IT, Steuern und Recht oder Personalwirtschaft) eine mehr oder weniger große Bedeutung für den Gesamtrisikoumfang.

3. Anforderungen an das Portfolio- und Risikomanagement – Ansatzpunkte für den Ausbau der Managementsysteme

Natürlich haben viele der Kapitalbeteiligungsgesellschaften bereits Instrumente für das Portfoliomanagement und befassen sich mit den Risiken ihrer Beteiligungen. Dennoch zeigt die Praxis, dass hier in der Regel noch längst nicht alle heute verfügbaren Möglichkeiten ausgeschöpft sind, was in Anbetracht der herausragenden Bedeutung der Einschätzung von Risiken noch erhebliche Potenziale für die Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit bietet. Bei der Weiterentwicklung des Portfolio- und Risikomanagements sind hierbei in der Branche einige Besonderheiten zu beachten, die im folgenden erläutert werden.

Optimierung der Verfahren für die Bewertung potenzieller neuer Beteiligungen

Die meisten Kapitalbeteiligungsgesellschaften haben regelmäßig zu entscheiden, in welche potenzielle Beteiligungen sie ihre Finanzmittel investie-

ren. Grundsätzlich kann man von einem hohen Risiko ausgehen, wenn die hier angewendeten Entscheidungsverfahren keine ausreichende Systematik, Verbindlichkeit und Transparenz aufweisen.

Daher sollte der Gesamtprozess von der Identifikation einer potenziell interessanten Beteiligung bis hin zur Entscheidung über ein Investment in seinen wesentlichen Arbeitsschritten beschrieben werden. Dabei ist insbesondere festzuhalten, welche Informationen in den einzelnen Prozessschritten erhoben und ausgewertet werden. Eine detaillierte Betrachtung ist bei dem eigentlichen Bewertungsverfahren (z. B. Discounted-Cashflow-Verfahren) erforderlich. Hierbei ist insbesondere zu prüfen, ob bzw. wie bei einer potenziellen neuen Beteiligung ein Abwägen von Ertragschancen und Gefahren (Risiken) vorgenommen wird. Außerdem ist zu prüfen, wie die Veränderung der Gesamtrisikoposition der Beteiligungskapitalgesellschaft durch die Aufnahme einer neuen Beteiligung bewertet wird (vgl. *Bousek/Ehringer*, 2001, S. 102).

Entscheidend ist hierbei zunächst, welche Arten von Informationen über eine potenzielle Beteiligung erhoben und wie diese ausgewertet werden. Eine derartige Bewertung basiert auf einer kritische Beurteilung von Strategie und Geschäftsplan. Eine qualitative Analyse eines solchen Geschäftsplans befasst sich insbesondere mit den folgenden drei Fragen:

- **Bedarf:** Wieso wird die angebotene Leistung bzw. das Produkt im gewählten Markt (bei der relevanten Zielgruppe) überhaupt benötigt?
- **Kompetenz:** Hat das Unternehmen alle Fähigkeiten, diese Leistung bzw. dieses Produkt auch zu produzieren und im relevanten Markt zu vertreiben?
- **Wettbewerbsvorteil:** Wieso kann das Unternehmen die Leistung besser oder günstiger anbieten als die (etablierten) Wettbewerber?

Letztlich sollten die eingesetzten Verfahren zur Vorbereitung von Investi-

tionsentscheidungen aufzeigen, ob für die Beteiligungsgesellschaft durch das Investment in eine neue Beteiligung ein Mehrwert entsteht, d.h. der Wert der eingegangenen Beteiligung höher ist als das zunächst einzusetzende Eigenkapital (vgl. *Bousek/Ehringer*, 2001, S.100). Für eine solche quantitative Analyse der Ertragsaussichten und der Risiken kommen Verfahren der Risikoanalyse und Risikoaggregation im Kontext von Geschäftsplänen zur Anwendung, weil nur so risikoadäquate Diskontierungszinssätze (Kapitalkosten) für die Bewertung abgeleitet werden können (vgl. *Gleißner/Sautter*, 2001).

Wertermittlung und Risikoquantifizierung der Beteiligungen

Für eine wertorientierte Steuerung der Beteiligungen benötigt man einheitliche Bewertungsverfahren, die mittels Risikoquantifizierung die relevanten Diskontierungszinsen bestimmen.

Da die Risikopositionen einer Beteiligungskapitalgesellschaft im wesentlichen durch die Risiken seiner Beteiligungen bestimmt wird, ist es auch für das Risikomanagement erforderlich, alle Beteiligungen orientiert an einem gemeinsamen Kriteriensystem unter Risikogesichtspunkten zu bewerten.

Die Ableitung von Risikofaktoren kann dabei unmittelbar aus den Bewertungsmodellen (Unternehmenswertmodellen) für die Beteiligungen erfolgen. Dabei wird zunächst ein einheitliches Bewertungsverfahren für die Beteiligungen festgelegt, bei der der Unternehmenswert (UW) in Abhängigkeit von einzelnen Werttreibern wie z. B. Umsatz (U), Kapitalumschlag (KU), Eigenkapitalquote (EKQ), nachhaltig erwarteter EBIT-Marge (EBITM), Kapitalkostensatz (WACC), erwartete Umsatzwachstumsrate (w) oder Wachstumdauer bis Gleichgewicht (T) beschrieben wird. Solche einfache, auf Werttreiber basierenden Bewertungsmodelle sind oft Spezialfälle der Discounted-Cash-Flow-Verfahren, die den Unternehmenswert als Summe der risikoadäquat diskontierten zukünftig erwarteten Cashflows

oder – näherungsweise – Erträge (EBIT) beschreiben:

$$UW = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EBIT^e_t (1-s)}{(1+WACC)^t} - Fremdkapital_M$$

Für den Spezialfall eines im Mittel konstanten erwarteten EBIT (Wachstum $w = 0$) vereinfacht

sich die Bewertungsformel wie folgt:

$$UW_{w=0} = \frac{EBIT^e (1-s)}{WACC} - Fremdkapital_M$$

Ein mögliches einfaches, aus diesem Ansatz ableitbares Unternehmensbewertungsmodell, das die relevanten Werttreiber zeigt, könnte damit wie folgt aussehen (vgl. *Gleißner*, 2004, S.124 f.):

$$UW \approx U^* \left(\frac{(1+w)}{(1+WACC)} \right)^T * \left(\frac{EBITM^e (1-s)}{WACC} + \frac{EKQ - 1}{KU} \right)$$

Aus den Werttreibern lassen sich unmittelbar Risikofaktoren ableiten. Jeder risikobehaftete Werttreiber ist nämlich unmittelbar als Risikofaktor zu interpretieren. In einem zweiten Schritt kann es sinnvoll sein, diese (primären) Risikofaktoren (z. B. mögliche Umsatzenschwankung) wiederum auf ihre Ursachen (sekundäre) Risikofaktoren zurückzuführen. Beispielsweise lässt sich die Umsatzenschwankung eines Unternehmens (teilweise) durch Schwankungen der volkswirtschaftlichen Nachfrage erklären, was die Verbindung zu einem volkswirtschaftlichen (und damit systematischen) Risikofaktor ermöglicht. Die Risikofaktoren und die Werttreiber (Ertragsfaktoren) werden somit konsistent aus den Bewertungsmodellen für den Unternehmenswert der Beteiligungen abgeleitet.

Anschließend sind alle (wesentlichen) Beteiligungen bezüglich dieses Bewertungsrasters von Werttreibern und Risikofaktoren zu beurteilen. Damit ist die Grundlage geschaffen, um mittels einer Aggregation der Risiken, Aussagen über den Gesamtrisikoumfang

IT-Unterstützung: Simulation und Bewertung der Strategie

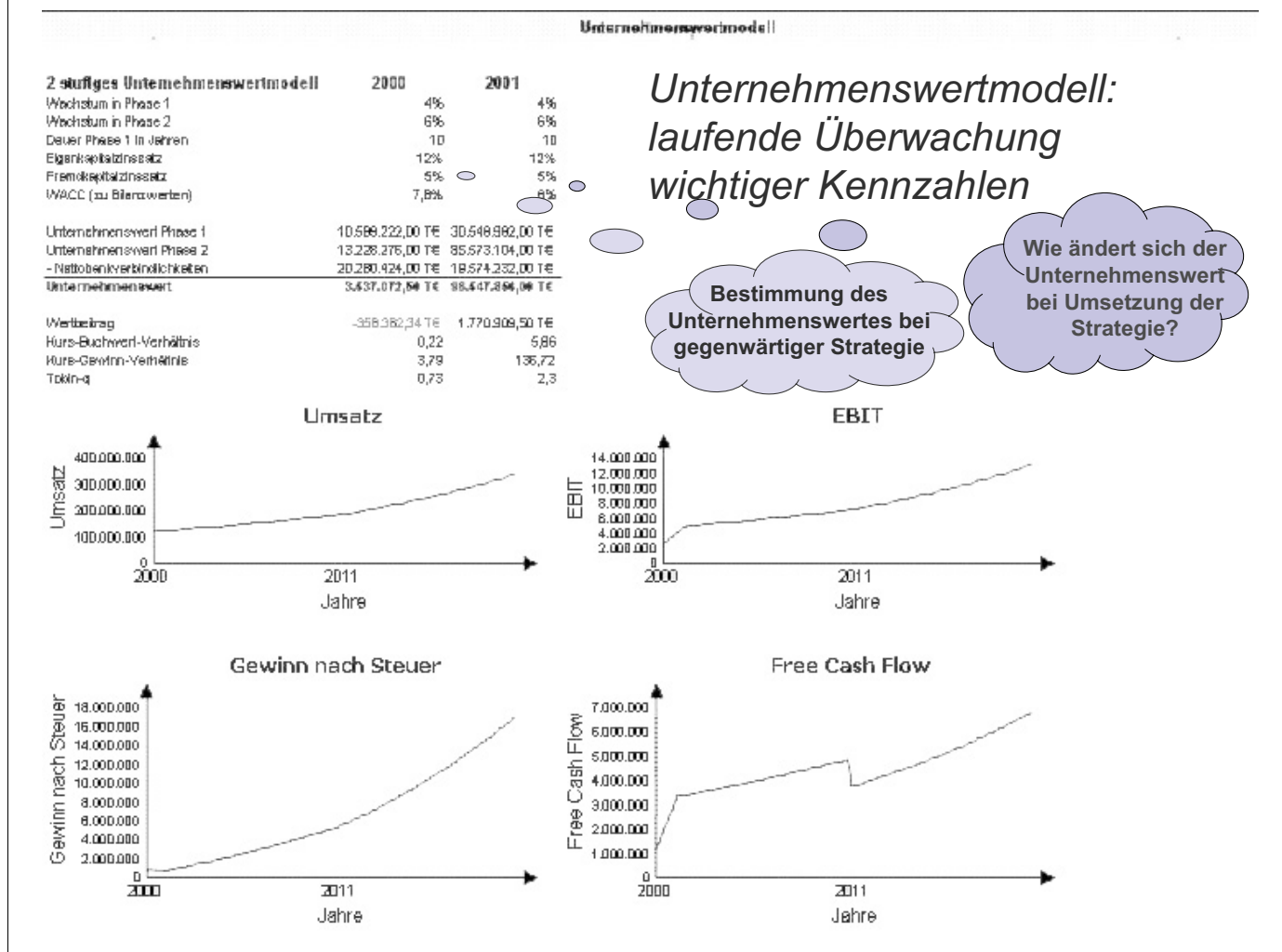


Abb. 5: Ertragsprognose und Bewertung einer Beteiligung

einer Private-Equity- oder Venture-Capital-Gesellschaft aus seinen Beteiligungen zu treffen. Zudem lässt sich (mit dem Werttreibermodell) eine Bewertung sämtlicher Beteiligungen mit einem einheitlichen Verfahren vornehmen und jede Beteiligung analog dem Markowitz-Ansatz in einem Ertrags-Risiko-Portfolio positionieren.

Unter Anwendung eines (in der Regel softwaregestützten) einheitlichen Planungs- und Bewertungsverfahrens der Beteiligungen kann eine regelmäßige Überwachung der Wertentwicklung der Beteiligungen vorgenommen werden (vgl. Abb. 5: Bewertung einer Beteiligung am Beispiel der Software „FutureValue™ Strategie-Navigator“).

Im abgebildeten Beispiel wird nach einer Detailplanungs-Phase mit Fortschreibungsregeln (für zwei getrennte Folgephasen) gerechnet, auf deren Grundlage die zukünftige Entwicklung von Erfolgskenngrößen (wie Gewinn, EBIT oder Free-Cash-flow) prognostiziert werden kann. Aus diesen Prognoseserien wird dann unmittelbar der Ertragswert (DCF) einer Beteiligung abgeleitet, der mit dem erforderlichen Investment verglichen werden kann.

Anzumerken ist ergänzend, dass durch die Aggregation der Risiken einer Beteiligung auf deren Eigenkapitalbedarf und damit auf einen dem Risiko angemessenen Kapitalkostensatz (Diskontierungszinssatz, WACC) geschlossen

werden kann (vgl. zu diesem Modell für unvollkommene Märkte z. B. Gleißner, 2005).

$$WACC = k_{EK} \times \frac{\text{Eigenkapitalbedarf}}{\text{Gesamtkapital}} + k_{FK} \times \frac{\text{Gesamtkapital} - \text{Eigenkapitalbedarf}}{\text{Gesamtkapital}} * (1 - s)$$

Dabei steht k_{EK} und k_{FK} für die Eigen- bzw. Fremdkapitalkostensätze und s für den Steuersatz.

Neben dem Vergleich des erwarteten Ertragswerts einer potenziellen neuen Beteiligung mit dem dafür erforder-

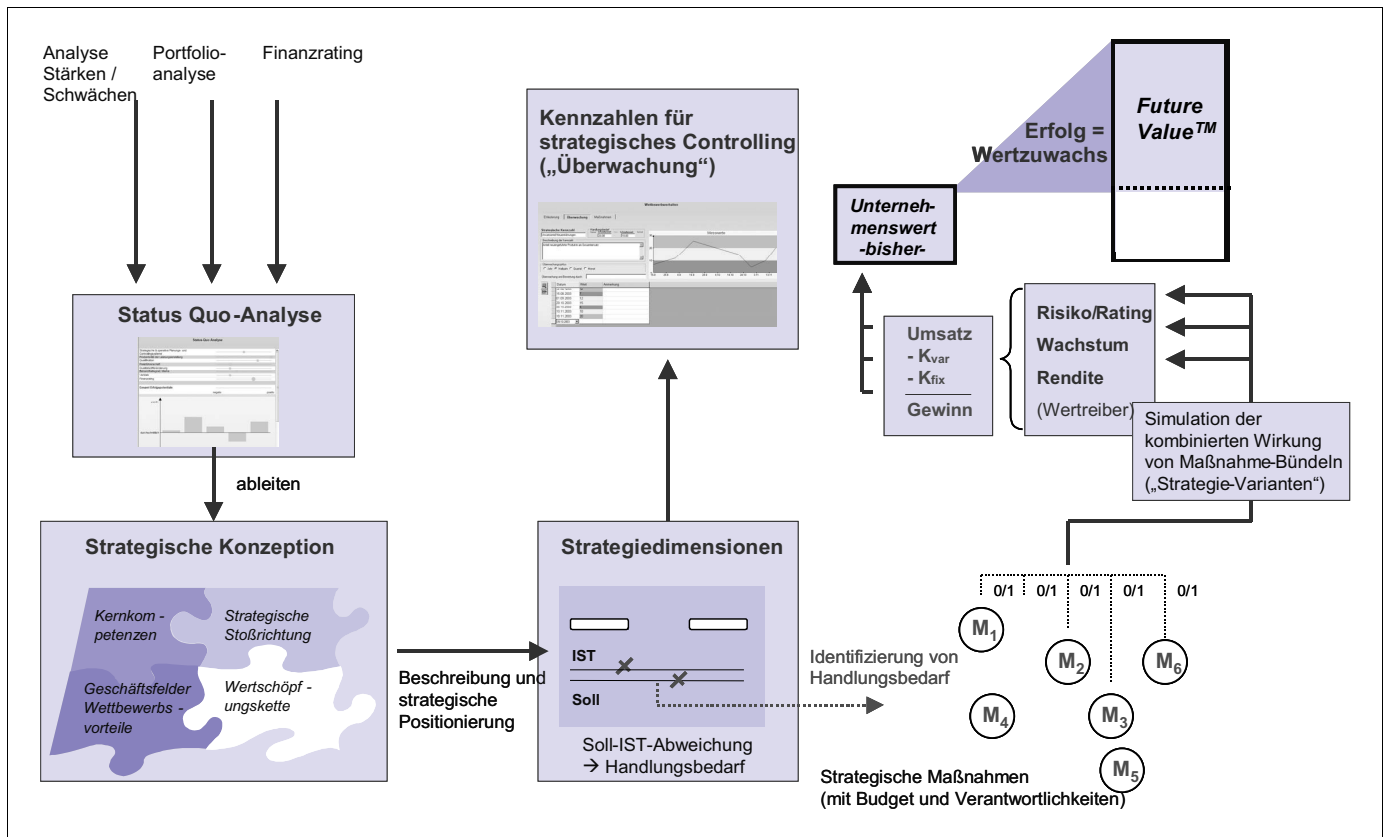


Abb. 6: Bewertung strategischer Optionen

lichen Investment bietet sich eine solche kontinuierliche Bewertung natürlich auch für bereits bestehende Beteiligungen an. Insbesondere besteht hierbei die Möglichkeit, strategische Handlungsalternativen hinsichtlich ihres Wertbeitrags zu vergleichen, was die Qualität der Abstimmung zwischen der Unternehmensführung einer Beteiligung und den Verantwortlichen der Kapitalbeteiligungsgesellschaft erheblich fördert (vgl. Gleißner, 2004b).

Aufbau eines integrierten risiko-orientierten Portfoliomodells

Ein integriertes Portfoliomodell für die Kapitalbeteiligungsgesellschaft, das auch die aggregierte Gesamtrisikoposition erfasst, sollte insbesondere die möglichen Schwankungen des gesamten Unternehmenswerts einschätzen können.

Der Unternehmenswert einer Kapitalbeteiligungsgesellschaft (Marktwert des Eigenkapitals) ergibt sich definitonisch als Marktwert aller seiner Beteiligungen (ggf. zuzüglich vorhandener li-

quider Mittel und Wertpapiere des Umlaufvermögens) abzüglich des Fremdkapitals (insbesondere Bankverbindlichkeiten). Die Grundstruktur eines solchen Modells ist die „ökonomische Bilanz“, bei der die wesentlichen Beteiligungen als Positionen der Aktivseite geführt werden, während die (Marktwerte der) Verbindlichkeiten die Passivseite bilden. Die Bestimmung der Werte aller Beteiligungen und ihrer (risikoabhängigen) Schwankungen werden durch Bewertungsmodelle abgebildet, die auf den Werttreibern und Risikofaktoren basieren. Zudem sollten Ertragsrisiken (risikobedingte Schwankungen von Gewinn und Cashflow) durch eine ergänzende Erfolgsrechnung abgebildet werden. In dieser Erfolgsrechnung werden unerwartete Schwankungen der Verwaltungskosten der Kapitalbeteiligungsgesellschaft selbst ebenso erfasst, wie Änderungen der Zinsaufwendungen sowie der Erträge aus den Beteiligungen. Die Bestimmung der realistischen Schwankungsbreiten des Unternehmenswertes und damit des Gesamtrisikoumfanges

erfolgt durch eine Monte-Carlo-Simulation mittels derer eine große repräsentative Anzahl möglicher, durch die Risikofaktoren bedingter Zukunftsszenarien berechnet und analysiert wird (vgl. Gleißner, 2004).

Alle Risiken führen letztlich zu Schwankungen der Wertansätze der verschiedenen Positionen auf der Aktiv- und der Passivseite der Bilanzen. Da sich definitonisch der (Markt-) Wert des Eigenkapitals als Differenz der Summe aller Aktivwerte abzüglich der Summe aller Verbindlichkeiten ergibt, werden so alle Risiken letztlich aggregiert in einer Schwankung des Unternehmenswerts ($\sigma_{\text{verschuldet Portfolium}}$) zusammengefasst. Da das hier beschriebene Modell detaillierte Informationen über Ertragsperspektiven, Risiken und Wertansätze der Beteiligungen umfasst, integriert es zwangsläufig einen Portfolio-Management- und Risikoaggregationsansatz. Ohne große Probleme kann zudem das Kredit- bzw. Finanzierungsmanagement sowie eine Ratingprognose mit einbezogen werden.

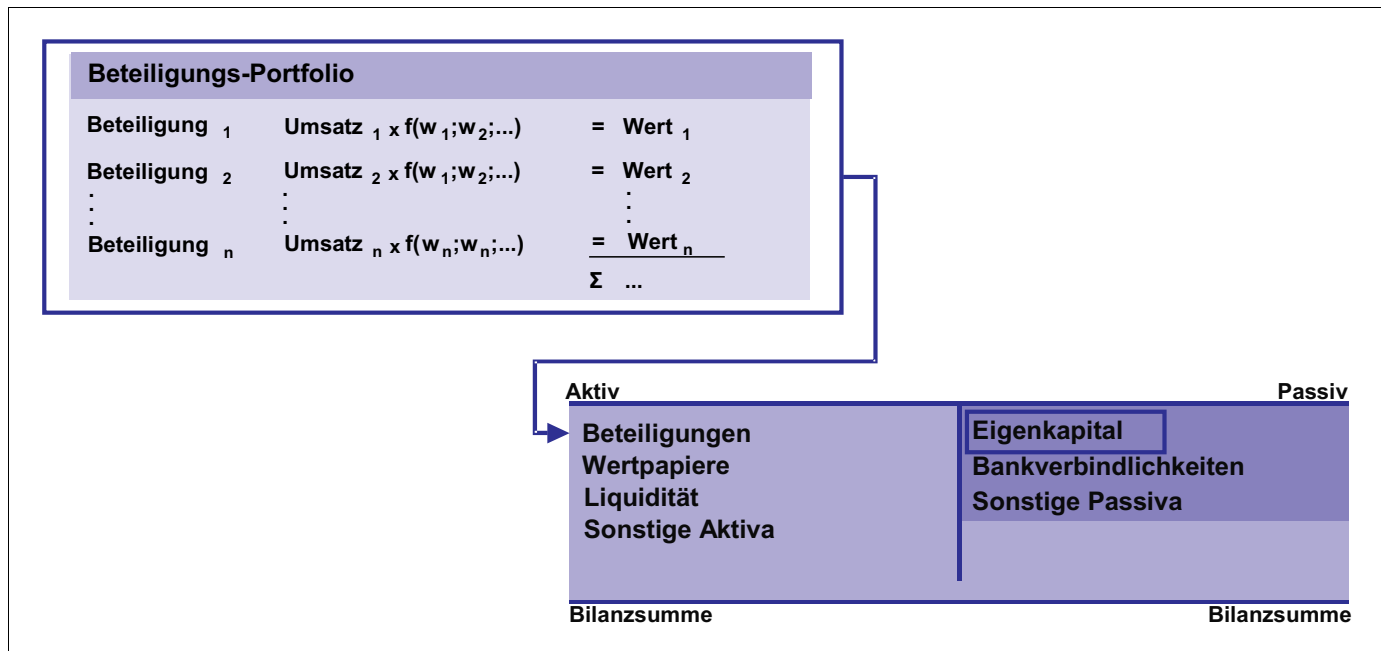


Abb. 7: Portfoliomodell als „ökonomische Bilanz“

Die auf *Merton* zurückgehenden Asset-Value-Ansätze im Rating leiten ähnlich der hier gezeigten Methode die Ausfallwahrscheinlichkeit (PD) eines Unternehmens auf Grundlage des Marktwertes der Aktiva, der Höhe des Fremdkapitals und des Unternehmensrisikos (σ_{Aktiva}) her. Entsprechend kann unmittelbar mit einem hier erläuterten Portfoliosteuerungsmodell auf das angemessene Rating geschlossen werden. Somit wird insgesamt eine Betrachtung der Perspektive der Eigentümer (Unternehmenswert) und der Gläubiger (Rating) möglich.

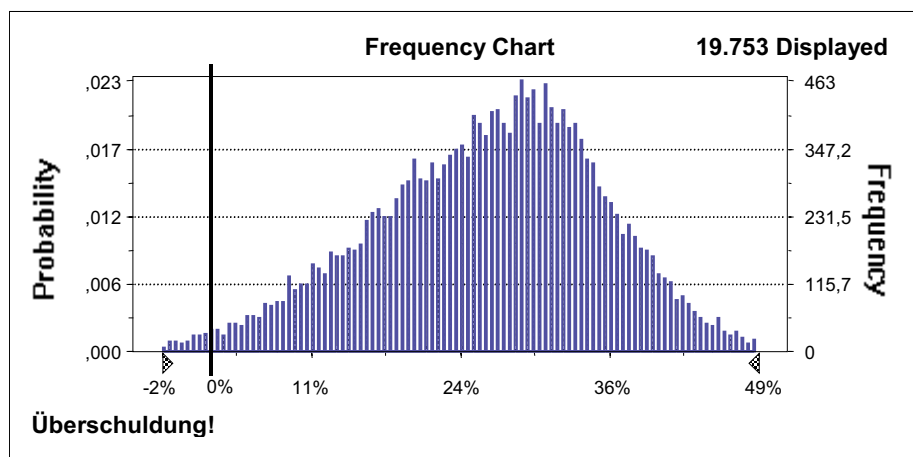


Abb. 8: Dichtefunktion der Eigenkapitalquote zeigt Überschuldungswahrscheinlichkeit

Organisatorische Gestaltung von Risikomanagement, Überwachungs- und Berichtswesen

Bei der KonTraG-konformen organisatorischen Gestaltung des Risikomanagementsystem einer Kapitalbeteiligungsgesellschaft ist neben den üblichen Anforderungen (z. B. Zuordnung von Verantwortlichkeiten, Dokumentation der Richtlinien für die Risikoüberwachung etc.) ein besonderer Schwerpunkt auf die regelmäßige Bewertung und das Reporting der Risiken aus den Beteiligungen zu legen (vgl. *Mott*, 2001). Für die jeweilige Beteiligung ist explizit ein individueller Risikobericht festzulegen, der turnusmäßig

an die Kapitalbeteiligungsgesellschaft weiter zu reichen ist und hier im Rahmen des Portfoliomodells ausgewertet wird. Soweit sinnvoll möglich, sollten die Berichte der einzelnen Beteiligungen standardisiert sein und insbesondere Informationen zu den maßgeblichen Risikofaktoren umfassen.

Für den organisatorischen Aufbau des Risikomanagements einer Kapitalbeteiligungsgesellschaft ist vor allem die Aufgabenverteilung zwischen dem zentralen Risikomanagement in dieser Gesellschaft selbst und dem dezentralen Risikomanagement in den Beteiligungen zu regeln. Normalerweise werden die quantitativen Teile (Risikoag-

gregation) zentral von der Kapitalbeteiligungsgesellschaft wahrgenommen, während die Identifikation neuer Risiken und die laufende Überwachung und Bewertung der wichtigsten Risiken dezentral vorgenommen wird. In jeder Kapitalbeteiligungsgesellschaft ist dabei ein für die jeweiligen spezifischen Teilsysteme verantwortlicher Risikocontroller zu benennen und bezüglich seines Aufgaben- und Kompetenzprofils zu instruieren. Für die laufende Überwachung – wie die strategische Selbststeuerung – haben sich Balanced Scorecards bewährt (vgl. *Achleitner* u.a., 2004). Diese „strategischen Kennzahlensysteme“, die neben finanziellen Kennzahlen auch Kennzahlen

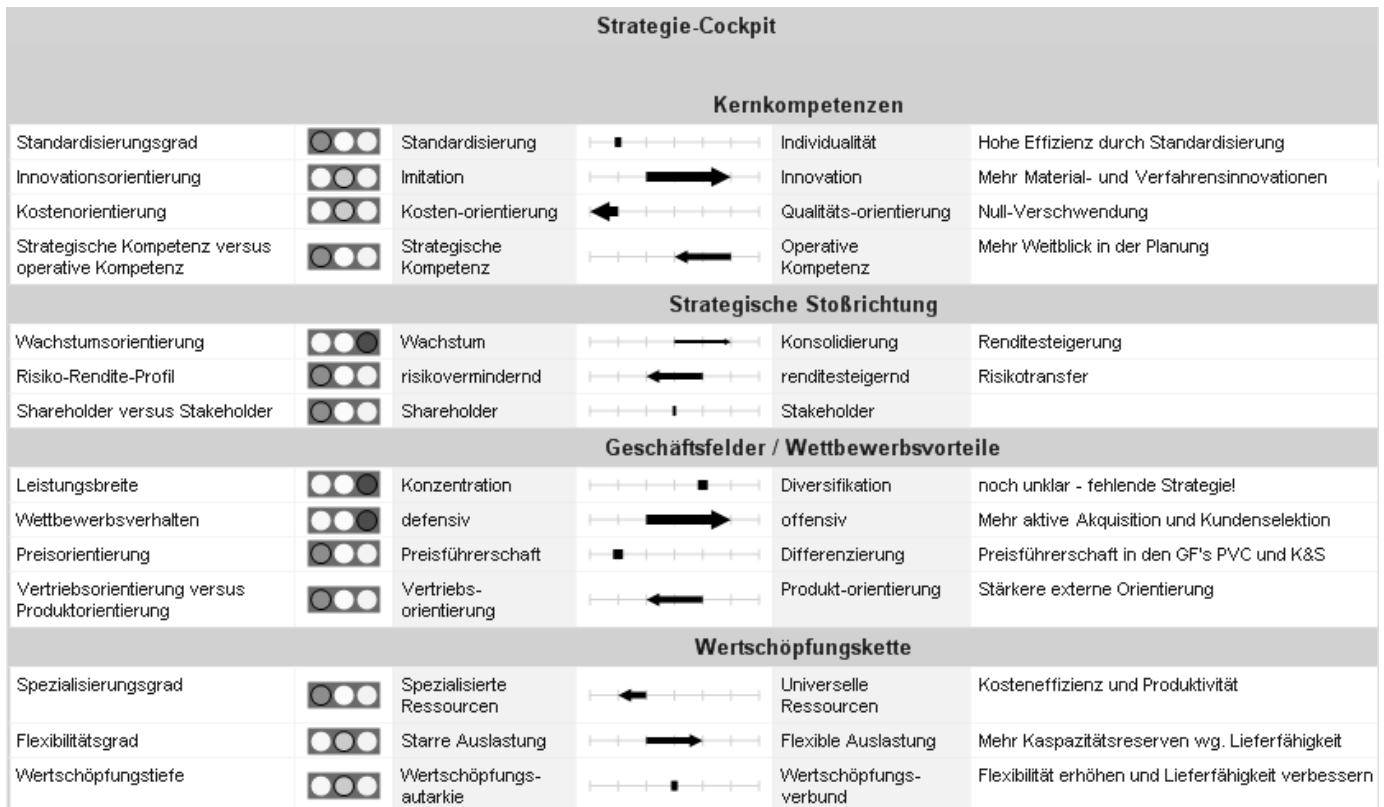


Abb. 9: Strategie-Cockpit und Scorecard-Übersicht am Beispiel der Software „Strategie-Navigator“.

zur Marktposition oder der Prozesseffizienz erfassen, bilden die Strategie eines Unternehmens ab und unterstützen durch die Zuordnung von Maßnahmen und Verantwortlichkeiten deren konsequente Umsetzung. Fehlentwicklungen werden bei dieser Art „strategische Frühaufklärungssystem“ frühzeitig erkennbar. Schon bei der Analyse des Geschäftsplans einer potenziellen Beteiligung – der zwingend Erfolgsfaktoren und Strategien enthalten muss – können als „Nebenprodukt“ die strategischen Ziele und Kennzahlen einer Balanced Scorecard abgeleitet werden.

Mit Hilfe einer derartigen Balanced Scorecard kann der Stand der Umsetzung der gewählten Unternehmensstrategie transparent (und über alle Beteiligungen in einer gleichen Form) übersichtlich dargestellt werden. Abb. 9 zeigt beispielhaft eine Bewertung der aktuellen und geplanten strategischen Positionierung einer Beteiligung anhand eines einheitlichen Bewertungsschemas, der „Strategiedimensionen“ (vgl. Gleißner, 2004). Alle Strategien von Beteiligungen wer-

den dabei hinsichtlich 14 klar operationalisierten Kriterien beschrieben, was Vergleiche und Abweichungsanalysen möglich macht. Beispielsweise werden Strategien bewertet in den Dimensionen

- Kostenorientierung vs. Qualitätsorientierung
- Wachstum vs. Konsolidierung und
- Innovation vs. Imitation.

Für die kontinuierliche Überwachung der einzelnen Beteiligungen (und speziell auch für die Interpretation von Planabweichungen) ist es hier von besonderer Wichtigkeit, dass jedem strategischen Ziel (jeder Kennzahl) diejenigen Risiken zugeordnet werden können, die dort Planabweichungen verursachen könnten (vgl. Abb. 10). Mit Hilfe eines derartigen Ansatzes ist die Integration des (strategischen) Risikomanagements im Kontext einer beteiligungsspezifischen Balanced Scorecard gewährleistet. Mögliche Ursachen für Planabweichungen werden explizit erfasst, was zu einer Frühaufklärungsfähigkeit der Scorecard führt und zudem

eingetretene Planabweichungen auch im Nachhinein besser interpretieren lässt. Speziell wird es durch eine derartige, um Risiken erweiterte Balanced Scorecard (der „FutureValue™ Scorecard“, vgl. Gleißner, 2004) unmittelbar möglich, Planabweichungen zu unterscheiden, die von der Unternehmensführung einer Beteiligung zu verantworten sind und solche, die durch „exogene Störungen“ (z. B. Rohstoffpreisanstieg) ausgelöst wurden.

4. Zusammenfassung

Risikomanagement und Controlling von Private-Equity- und Venture-Capital-Gesellschaften und damit die notwendigen Instrumente weisen wesentliche Besonderheiten im Vergleich zu den meisten anderen Branchen auf. Abgesehen von den Hauptprozessen der Bewertung und Überwachung von Beteiligungsgesellschaften haben Leistungs- bzw. Prozessrisiken einen relativ niedrigen Stellenwert. Wertschwankungen der Beteiligungen im

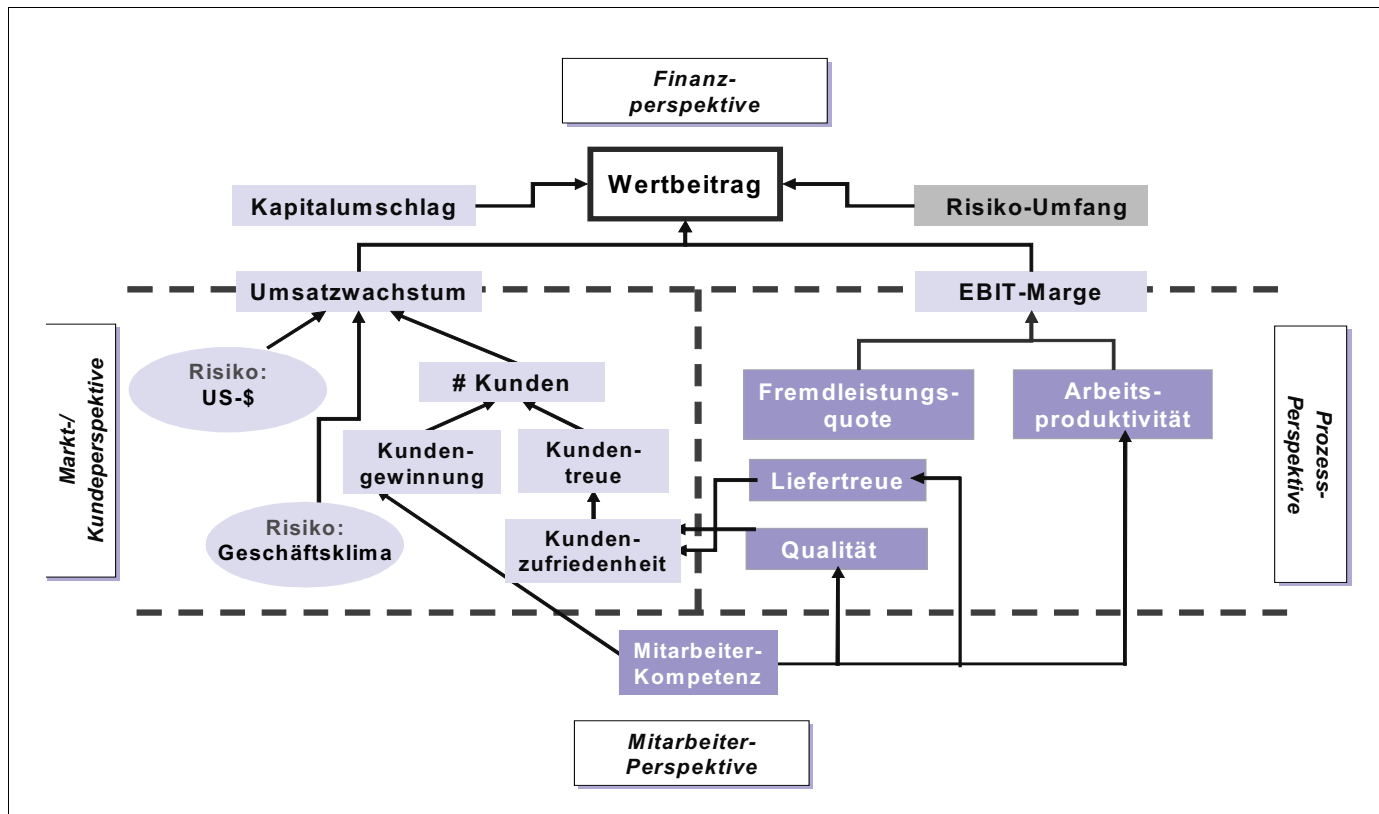


Abb. 10: FutureValue Scorecard: Balanced Scorecard mit Risiken zu den Kennzahlen

Stichwörter

- Beteiligungscontrolling
- Portfoliomanagement
- Private Equity
- Risikomanagement
- Venture Capital

Summary

Efficient controlling and management systems are part of the essential success factors for the management of investments in general and equity capital companies in particular. In the contribution of Dr. Gleißner controlling methods and business management instruments are particularly introduced for the risk management and portfolio management of equity capital companies as well as the valuation and (strategic) monitoring of several investments by using a modified (risk-oriented) Balanced Scorecard approach. Because of the dominating relevance of the ability for the analysis and control of risks, the fundamental risks and the required methods to fulfil these

tasks are presented in detail. Especially methods for the risk aggregation are explained. The risk aggregation allows one to determine the risk adjusted capital, the adequate rating and the degree of planning accuracy as well as the derivation of risk adjusted cost of capital rates for the valuation of investments. An alternative approach to the commonly used valuation models (e.g. based on the CAP-model) is set out, which has its advantages especially by taking into account inefficient markets and leads to a well-funded valuation of the investments based on information about the individual risks of an investments.

Keywords

- Portfolio Controlling
- Portfolio Management
- Private Equity
- Risk Management
- Venture Capital

Portfolio dominieren den Gesamtrisikoumfang und damit den Eigenkapitalbedarf. Es ist sinnvoll mit einem möglichst einheitlichen Ansatz von Risikofaktoren alle Beteiligungen systematisch bezüglich des Risikoumfangs zu bewerten, dabei auf die Unterscheidung zwischen unternehmensspezifischen (unsystematischen) und systematischen Risiken zu achten und diese Erkenntnisse über die individuelle Risikosituation und die gemeinsamen Risikofaktoren bei der Risikoaggregation (der Berechnung des Gesamtrisikoumfangs) zu berücksichtigen. So wird die Grundlage für eine risikoadäquate Bewertung der Beteiligungen geschaffen. Die laufende Überwachung der Strategieumsetzung, der Risiken und damit des Beteiligungswerts kann durch einen Balanced Scorecard-Ansatz erleichtert werden, der um Risiken erweitert ist (*FutureValue™ Scorecard*).

Insgesamt bietet die Weiterentwicklung der Managementsysteme – speziell von Risiko- und Portfoliomanagement – für die Kapitalbeteiligungsgesellschaft einen wesentlichen Hebel,

um langfristig erfolgreich und wertschaffend zu agieren. In kaum einer anderen Branche ist die Fähigkeit zur Abschätzung und zur Bewältigung von Risiken ein so zentraler Erfolgsfaktor wie bei Kapitalbeteiligungsgesellschaften. In die Weiterentwicklung neuer Instrumente (wie Risikoaggregationsverfahren) und hilfreicher Managementsysteme zu investieren heißt, den zentralen Kompetenzbereich auszubauen und so die Unternehmensentwicklung abzusichern.

Literatur

Achleitner, A./Bassen, A./Jais, S./Nietzer, P., Controlling von Buyout-Transaktionen durch Private-Equity-Gesellschaften, in: Controlling&Management, Sonderheft 1, 2004, S. 37.

Bousek, H./Ehringer, G., Wertsteigerung durch Private Equity, in: Stadler, W. (Hrsg.), Venture Capital und Private Equity, Dt. Wirtschaftsdienst, 2001.

Eisenführ, F./Weber, M., Rationales Entscheiden, Heidelberg 2003.

Gleißner, W., Future Value™. 12 Module für eine wertorientierte strategische Unternehmensführung, Wiesbaden 2004.

Gleißner, W., Bewertung alternativer Strategien und ihre Auswirkungen auf den Unternehmenswert. Ein Fallbeispiel, UM 07/2004b.

Gleißner, W., Kapitalkostensätze: Der Schwachpunkt bei der Unternehmensbewertung und im wertorientierten Management, in: FINANZ BETRIEB, Heft 4/2005, S. 217-229.

Gleißner, W./Lienhard, H., Wertorientierte Kapitalallokation – ein Schlüssel zum Unternehmenserfolg, in: Gleißner, W./Günter, M., Wertorientiertes Risiko-Management für Industrie und Handel, Wiesbaden 2001.

Gleißner, W./Sautter, D., Risikoorientierte Analyse von Geschäftsplänen, in: Gleißner, W./Meier, G. (Hrsg.), Wertorientiertes Risiko-Management für Industrie und Handel, Wiesbaden 2001, S.289-307.

Fama, E./French, K.R., The Cross-Section of Expected Security Returns, in: Journal of Finance, Vol. 47 (1992), No. 2, S.427-465.

Froot, K./Scharfstein, D./Stein, J., A Framework for Risk Management, in: Harvard Business Review, Nov.-Dez. 1994, S. 91-102.

Haugen, R., The inefficient Stock Market. What pays off and why?, 2002.

Kaserer, C./Diller, C., Cash-flows und Performance von europäischen Private Equity-Fonds, in: FINANZ BETRIEB 5/2004, S. 400-407.

Mott, B., Organisatorische Gestaltung von Risiko-Managementsystemen, in: Gleißner, W./Meier, G., Wertorientiertes Risiko-Management für Industrie und Handel, Wiesbaden 2001, S. 199-232.

Nelles, M./Klusemann, M., Erfolgsfaktoren und Entwicklungstendenzen im deutschen Private Equity-Markt, in: FINANZ BETRIEB 5/2004, S. 354-360, 2004.

Perridon, L./Steiner, M., Finanzwirtschaft der Unternehmung, 11. Auflage, München 2002.



Von Dr. Werner Gleißner und
Dr. Karsten Füser, Stuttgart
**2., überarbeitete und erweiterte
Auflage. 2003. XXII, 410 Seiten.
Gebunden mit CD-ROM € 45,-
ISBN 3-8006-2946-1**

»Wie verbessere ich mein Rating?«

Für viele Mittelständler stellt sich zur Zeit diese Frage, wenn sie auch noch zukünftig, nach dem Inkrafttreten des Baseler Konsultationspapiers im Jahre 2006, im Wettbewerb um Fremdkapital bestehen wollen.

Die Autoren setzen sich in ihrer betriebswirtschaftlich gut fundierten Schrift ausführlich mit der Entwicklung von Rating-Strategien für den Mittelstand auseinander. Sie zeigen den Unternehmern, durch welche Maßnahmen sie ihr Rating sukzessive verbessern können, da ein „gutes“ Rating der Schlüssel zu attraktiven Fremdkapitalzinsen ist.

Viele **Check-Listen, Bewertungstabellen und Tipps** im Buch erleichtern dem Unternehmer eine reale Einschätzung seiner Situation, eine Verbesserung des Ratings und damit auch dessen Bestand durch die Analyse von Agenturen oder Kreditinstituten. Darüber hinaus eignet sich das Buch auch für Leser, die an Hintergründen interessiert sind.

Bitte bestellen Sie
bei Ihrem Buchhändler
oder beim:

**VERLAG
VAHLEN**
80791 MÜNCHEN
Fax: (089) 3 81 89-402
Internet: www.vahlen.de
E-Mail: bestellung@vahlen.de

Preis inkl. MwSt./129784