

Unternehmerische Beteiligung durch das Management

# Der Manager im Verkaufsprozess

Text: Prof. Dr. Wolfgang Blättchen und Dr. Stephan Mahn



Prof. Dr. Wolfgang Blättchen und Dr. Stephan Mahn sind geschäftsführende Gesellschafter der BLÄTTCHEN FINANCIAL ADVISORY GmbH ([www.Blaettchen-fa.de](http://www.Blaettchen-fa.de)), die Eigentümer und Manager in finanzstrategischen und kapitalmarktbezogenen Fragestellungen unterstützt. Das Team verfügt über eine einzigartige Kapitalmarkterfahrung und -historie, die bis in das Jahr 1985 zurückgeht. Ein Schwerpunkt ist die Begleitung bei der Auflage zahlreicher Managementbeteiligungsprogramme. Die Gesellschaft befindet sich in den Händen ihrer aktiven Partner und ist daher unabhängig und frei von Interessenskonflikten.

In Deutschland werden pro Jahr mehr als 1000 M&A Transaktionen angekündigt (Quelle: M&A Review). Selbst wenn die Aktivität in den letzten Jahren etwas nachgelassen hat, sind die Erwerber häufig auch Private Equity Gesellschaften. Der Vorgang scheint mittlerweile so alltäglich, dass man ihn nicht besonders erwähnen muss – und das, obwohl mit jedem neuen Eigentümer in einem Unternehmen der Grundstein gelegt wird für zahlreiche Veränderungen. So können beispielsweise Strategien, Strukturen, Investitionen oder Finanzierungen erheblich davon beeinflusst werden, ob der Großaktionär ein Konzern mit internationaler Ausrichtung ist oder eine Private-Equity-Gesellschaft mit der Möglichkeit, die bisherigen konzerninternen Vorgaben aufzuheben. Viele Beispiele ließen sich anführen. Damit können erhebliche Veränderungen für die Beschäftigten und das Management einhergehen. Nicht selten wird auch die Unternehmensführung zumindest teilweise ausgetauscht.

Gleichzeitig spielt das Top-Management im Verkaufsprozess eine tragende Rolle. Regelmäßig besteht die zentrale Absicht des Veräußerers darin, einen hohen Verkaufserlös zu erzielen. Das gelingt umso besser, je mehr die potenziellen Käufer von den Geschäftsaussichten überzeugt sind. Dafür sind neben dem üblichen Tagesgeschäft umfangreiche Vorarbeiten notwendig, die nur begrenzt an die eingebundene Investmentbank, beteiligte Anwälte oder Wirtschaftsprüfer delegierbar sind. Notwendig sind unter anderem eine strategische Mehrjahresplanung, eingebettet in ein umfangreiches Informationsmemorandum, ein umfangreicher Datenraum für die Due Diligence,

eine Unternehmenspräsentation, die dann in mehreren Terminen überzeugend vorzutragen sind, um letztlich den Verkauf zu guten Konditionen zu ermöglichen.

Da kann sich der betroffene Manager durchaus die Frage stellen: Wem nützt das? Der Nutzen des Veräußerers ist offensichtlich. Dieser versucht häufig, die Motivation des Managements im Verkaufsprozess durch Ausloben einer Transaktionsprämie zu erhöhen. In manchen Fällen wird diese sogar an die Höhe des Verkaufspreises gekoppelt.

Häufig zeichnen sich in dieser Phase bereits erste Loyalitätskonflikte ab. Der Veräußerer wird voraussichtlich bald nicht mehr Eigentümer sein. Unter den potenziellen Erwerbern gibt es vielleicht manche, die ein eigenes Management mitbringen. Andere scheinen wenig überzeugend in ihren strategischen Absichten, und diejenigen, mit denen man „kann“, bieten vielleicht nicht genug. Wieder andere, insbesondere Finanzinvestoren, erwarten, dass sich das Management selbst am Unternehmen mit einem nicht unerheblichen finanziellen Einsatz beteiligt.

Eigentlich obliegt dem Management in solchen Situationen eine „Neutralitätspflicht“, d.h. es darf keinen der Bieter etwa durch exklusive Informationen bevorzugen. Dabei kann sich manchmal die Frage stellen, ob ein hoher Kaufpreis aus Sicht des Managements unbedingt erstrebenswert ist, welche Erwartungen daran geknüpft werden und welche Haftungsrisiken das Management im Kaufvertrag unter Umständen eingeht. Dies gilt umso mehr, wenn erwartet wird, dass sich das Management selbst beteiligt. Diese Erwartung wird ein Finanzinvestor in aller Regel an das Management herantragen. Dahinter steht das Kalkül, dass sich dadurch eine Interessenangleichung zwischen Management und Eigentümern am besten herstellen lässt. Schließlich besteht das Ziel der Finanzinvestoren darin, das erworbene Unternehmen nach Ablauf einiger Jahre möglichst zu einem deutlich höheren Wert weiter zu veräußern. Bei der Zielrendite gelten 20 Prozent eher als Untergrenze. Werden die Erwartungen des Finanzinvestors erreicht, ist dieser in der Regel bereit, dem Management eine deutlich höhere Rendite zuzugestehen. Umgekehrt trägt das Management im Misserfolgsfall das Risiko, nicht nur die Anstellung, sondern auch das eingesetzte Kapital zu verlieren. In jedem Fall bleiben die Mittel bis zum Verkauf gebunden.

In dieser Ausgangssituation ist ein Investment für das Management aber nicht allein eine Frage des Preises. Es geht um das Gesamtpaket. Gibt es einen guten „strategischen Fit“ zwischen neuem Eigentümer und dem Management? Welche Unterstützung zur Umsetzung der Strategie kann der Kapitalgeber gewähren? Wie

sieht die Finanzierungsstruktur aus? Wie sind die Konditionen und die Laufzeit des Anstellungsvertrages? Und wie sehen die Konditionen des Führungskräftebeteiligungsprogramms aus? Kann man die eigenen Mitarbeiter guten Gewissens hier mit auffordern zu investieren? Was passiert, wenn der Businessplan nicht ganz erreicht wird?

Diese Fragen sind wichtig und beantworten sich nicht von selbst. Insbesondere in einer Phase, in der möglicherweise der Kaufvertrag noch ausverhandelt wird oder Gespräche mit den Banken dafür sorgen sollen, dass dem Unternehmen auch künftig die erforderliche Kapitalausstattung zur Verfügung steht. Und fast hätte man es vergessen: das operative Geschäft gibt es auch noch.

In solchen Situationen ist es von Vorteil, einen erfahrenen Berater an der Seite zu haben, der die unterschiedlichen Beteiligungsprogramme der Finanzinvestoren kennt und weiß, was üblich oder möglich ist, wo die „Haken und Ösen“ sind, und als externer Moderator potenzielle Interessendivergenzen zwischen dem neuen Eigentümer und dem Management „puffert“. Umgekehrt erweist sich ein externer Coach auch als hilfreich, wenn es darum geht, den eigenen Kollegen und Mitarbeitern das Programm mit allen Chancen und Risiken nahezubringen. Schließlich wird von der ersten und zweiten Führungsebene erwartet, dass sie sich mit einem aus ihrer Sicht erheblichen Investment an den Wertentwicklungschancen des eigenen Unternehmens beteiligen. Das darf nicht als „Clubbeitrag“ wahrgenommen werden. Nicht zuletzt sollte man beachten, dass es die Alternative „nicht investieren und weiterarbeiten“ in aller Regel nicht gibt. Umso wichtiger ist es, dass die Konditionen „passen“. Und: gemessen an den Transaktionsgebühren für den Verkauf handelt es sich für den Investor um vergleichsweise geringe Beträge. Für die Führungskräfte des Unternehmens hingegen geht es hingegen um viel. Dies gilt umso mehr, als heute im Unterschied zu der Zeit bis 2007 der „Rückenwind“ einer scheinbar pausenlos wachsenden Weltwirtschaft mit immer billiger werdendem, umfangreich zur Verfügung stehenden Fremdkapital der Vergangenheit angehört.

## KONTAKT

**Blättchen Financial Advisory GmbH**  
 Römerstraße 109  
 71229 Leonberg  
 Tel.: +49 (0) 71 52 - 61 01 94  
 E-Mail: [Info@blaettchen-fa.de](mailto:Info@blaettchen-fa.de)