LOY&CO CORPORATE FINANCE

M&A WISSEN

MANAGEMENT DES (ANGESTELLTEN) MANAGEMENTS IM UNTERNEHMENSVERKAUF

Unternehmensverkäufer sollten Rahmen und Anreize setzen, aber richtig!

www.loy-cf.de



EINLEITUNG

Wenn wir als M&A-Berater ein Unternehmen im Auftrag des Verkäufers veräußern, verhandeln wir mit potenziellen Erwerbern über Kaufpreis und Vertragsbedingungen – mit dem Ziel, beides für unseren Mandanten zu optimieren. Ob dieses Ziel am Ende erreicht wird, entscheidet sich jedoch nicht allein am Verhandlungstisch. Maßgeblich mitbestimmt wird es von einer Personengruppe, die an den Verhandlungen selbst gar nicht oder erst sehr spät teilnimmt: dem angestellten Management.

Damit aus Betroffenen rechtzeitig Beteiligte im Wortsinn werden, steht eine Reihe von Instrumenten zur Verfügung, die sich je nach Situation gezielt einsetzen lassen. Welche davon passen, wie sie ausgestaltet werden und wann das Management ins Vertrauen gezogen wird, diskutieren wir bei Loy & Co intensiv mit dem Verkäufer: frühzeitig, diskret und als fester Bestandteil der Prozessplanung.

> *Ein Unternehmensverkauf wird von einer Personengruppe mitbestimmt, die an den Verhandlungen selbst gar nicht oder erst sehr spät teilnimmt: dem angestellten Management.*



01

KAPITEL 01

Angestelltes Management: Der übersehene Dritte am Verhandlungstisch

Bei der Vorbereitung und Durchführung eines Unternehmensverkaufs richtet sich die Aufmerksamkeit aller Beteiligten zunächst auf zwei Parteien: den Gesellschafter als Verkäufer und den oder die potenziellen Erwerber. Eine dritte Partei gerät dabei leicht aus dem Blick.

Eine erfolgskritische Personengruppe

Das angestellte Management, in der Regel die angestellte Geschäftsführung und die zweite Führungsebene, bleibt mit seinen eigenen Interessen oft (zu) lange außen vor. Dabei prägt gerade dieser Personenkreis den Verlauf und den Erfolg des Verkaufsprozesses ebenso wie die Integration nach dem Closing in erheblichem Maße. Obwohl das Management in mehrfacher Hinsicht erfolgskritisch ist, unterschätzen viele Verkäufer, dass es in der sensiblen Situation eines M&A-Prozesses einer bewussten Steuerung bedarf.

Wann das Thema Priorität hat

Besonders wichtig ist diese Steuerung, wenn das Unternehmen nach dem Verkauf nicht mehr vom bisherigen Gesellschafter, sondern von angestellten Führungskräften geführt werden soll – unabhängig davon, ob diese bereits an der Spitze stehen, aus der zweiten Ebene nachrücken oder neu hinzukommen. In unseren Mandaten setzen wir das Thema deshalb bereits in der Vorbereitungsphase auf die Agenda. Die Priorität stufen wir nach folgendem Schema ein:

	Angestrebte Rollenveränderung bei Gesellschafterwechsel		**Bedeutung angestelltes Management je nach Investor**				
Situation Führung	Alt-Gesellschafter	Angestelltes Management	Sicher Strategie	Eher Strategie	50:50	Eher FI	Sicher FI
Kontinuität	bleibt mittel-/langfristig GF	unverändert	0	0	+	++	++
Nachfolge von innen	geht kurzfristig als GF	rückt auf	+	++	++	+++	+++
Nur Eigentümerwechsel	kein GF	bereits in GF-Position	++	++	++	+++	+++
Nachfolge von außen	GF geht	neu von außen	*n. a.*	*n. a.*	*n. a.*	*n. a.*	*n. a.*

Bedeutung: 0 gering | + mittel | ++ hoch | +++ sehr hoch | GF = Geschäftsführung | FI = Finanzinvestor

02

KAPITEL 02

Warum für Käufer Management-kontinuität so entscheidend ist

Ob strategischer Käufer oder Finanzinvestor: Potenzielle Erwerber wollen das Risiko eines Unternehmenskaufs so gering wie möglich halten. Dem angestellten Management kommt dabei eine Schlüsselrolle zu.

Kontinuität senkt das Risiko

Das Risiko eines Kaufs erscheint Erwerbern immer dann deutlich geringer, wenn das Unternehmen von Personen weitergeführt wird, die bereits heute Verantwortung tragen und das Geschäft, die Kunden und die Mitarbeiter kennen. Da der bisherige geschäftsführende Gesellschafter diese Rolle häufig nicht mehr langfristig ausfüllen kann oder will, rückt das angestellte Management umso stärker in den Blick.

Fälschungssichere Belege

Finanzinvestoren legen zusätzlich großen Wert auf einen zweiten Aspekt: Sie möchten einen möglichst fälschungssicheren Beleg dafür erhalten, dass die handelnden Manager wirklich zu ihren positiven Aussagen über das Unternehmen stehen, die sie im Verkaufsprozess getroffen haben.

Diesen Beleg sehen sie vor allem in einer finanziellen Beteiligung des Managements am Unternehmen. Höhe und Risikostruktur dieses Beitrags sind aus Sicht der Investoren in der Regel so bemessen, dass ein Ausfall den Manager empfindlich, aber nicht existenziell treffen würde. Im Gegenzug ermöglichen sie dem Management, in besonderem Maße an künftigen Wertzuwächsen teilzuhaben.

Woran Erwerber das Management messen

Erwerber betrachten Kompetenz, Engagement, Ambition und nicht zuletzt die Loyalität der Führungsebene als wesentlichen Teil dessen, was sie mit dem Unternehmen erwerben und wofür sie einen entsprechenden Kaufpreis zahlen. Entsprechend genau prüfen sie, ob die künftige Führung aus ihrer Perspektive belastbar ist.

Sie wollen wissen, ob das Management bereits über längere Zeit glaubhaft und erfolgreich Verantwortung getragen hat und ob es die Unternehmensplanung überzeugend vertritt. Ebenso wichtig ist ihnen, dass die Führungskräfte auch nach dem Closing an Bord bleiben und bereit sind, sich finanziell an der Zukunft des Unternehmens zu beteiligen.

Erfüllt das angestellte Management diese Kriterien, bietet der Verkäufer ein Unternehmen an, dessen Fortführungsperspektive ein Erwerber deutlich weniger hinterfragt. Das geringere wahrgenommene Führungsrisiko verbessert nicht nur die Bewertung, in vielen, wenn nicht den meisten Fällen ermöglicht es eine M&A-Transaktion überhaupt erst.

> *Das geringere wahrgenommene Führungsrisiko verbessert nicht nur die Bewertung, in vielen Fällen ermöglicht es eine M&A-Transaktion überhaupt erst.*

Was Zweifel am Management den Verkäufer kosten

Umgekehrt gilt: Entstehen beim Käufer Zweifel daran, dass die Führungsebene die Transaktion mitträgt, sichert er sich ab, und zwar mit Maßnahmen, die unmittelbar zulasten des Verkäufers gehen. Am naheliegendsten ist ein deutlicher Abschlag auf die Bewertung. Ebenso kann der Käufer einen höheren Earn-out-Anteil verlangen, also einen größeren Teil des Kaufpreises vom künftigen Erfolg abhängig machen, oder ein Verkäuferdarlehen fordern.

Möglich ist auch, dass er die Transaktion an eine verpflichtende Eigenkapitalbeteiligung des angestellten Managements knüpft. Im Extremfall bricht er die Transaktion ab.



Blinde Flecken der Käufer

Allerdings gehen auch Käufer mit dem Management nicht immer geschickt um. Strategische Erwerber versäumen häufig, dem Management schon in der Bietungsphase eine wirklich attraktive Perspektive als künftiger Arbeitgeber aufzuzeigen. Finanzinvestoren setzen dagegen oft ausschließlich auf finanzielle Anreize und übersehen, dass Manager auch nicht-monetäre Interessen und Ziele verfolgen, etwa Gestaltungsspielraum, Verantwortung oder eine überzeugende Entwicklungsperspektive für das Unternehmen. Als M&A-Berater bringen wir uns auch in die Steuerung des Käufers ein und unterstützen ihn dabei, dem Management die richtigen Anreizstrukturen zu bieten.



03

KAPITEL 03

Warum Gesellschafter ihre angestellten Manager im sensiblen M&A-Prozess nach klaren Grundsätzen führen sollten

Verkäufer stellen im Verkaufsprozess hohe Erwartungen an ihr angestelltes Management. Dass diese Erwartungen erfüllt werden, ist jedoch keineswegs selbstverständlich.

Was Verkäufer vom Management erwarten

An erster Stelle erwartet der Gesellschafter Loyalität und Kontinuität, und zwar unabhängig davon, wie der M&A-Prozess ausgeht. Kommt die Transaktion nicht oder erst später als geplant zustande, will er seine Führungskräfte keinesfalls verlieren.

Gegenüber den Kaufinteressenten soll sich das Management kompetent, ambitioniert und engagiert sowie loyal zum Unternehmen zeigen. Vor allem soll es den Businessplan „unterschreiben“ und ihn den Interessenten glaubwürdig präsentieren. Zugleich erwartet der Verkäufer, dass das Management die erhöhte Belastung eines Verkaufsprozesses reibungslos mitträgt.

Ebenso wichtig ist ihm, dass die Manager im Prozess keine eigenen Interessen aktiv verfolgen, die denen der Altgesellschafter widersprechen, etwa wenn die Optimierung der eigenen Karriere mit der Optimierung des Kaufpreises kollidiert. Vor unangemessenem Druck durch das Management muss sich der Verkäufer schützen können.

Schließlich setzt der Verkäufer auf die Bereitschaft der Manager, eigene Mittel einzusetzen, wenn Käufer dies mehr oder weniger nachdrücklich zur Transaktionsbedingung machen. Es gehört zur Voraussetzung eines Vertragsabschlusses mit Finanzinvestoren, dass das Management samt Eigenkapitalbeteiligung aus eigenen Mitteln zum neuen Gesellschafter mitwechselt. Manchmal wird diese Beteiligung sogar als Vorbedingung des eigentlichen Kaufvertrags vertraglich mit den Managern festgeschrieben.

Wie Loyalität im Prozess verloren gehen kann

Die Loyalität des Managements über den gesamten Verkaufsprozess hinweg ist keine Selbstverständlichkeit. Mit zunehmender Dauer des Prozesses verschiebt sich die Perspektive: Ab einem gewissen Punkt sitzen Verkäufer und Management nicht mehr uneingeschränkt auf derselben Seite des Tisches. Das Management orientiert sich, bewusst oder unbewusst, zunehmend an dem Gesellschafter, mit dem es tatsächlich oder vermeintlich seine berufliche Zukunft verbindet. Die Loyalität gegenüber dem bisherigen Eigentümer kann dabei schleichend abnehmen, und zwar umso deutlicher, je länger sich der Prozess hinzieht.

Möglich sind dann auch Versuche des Managements, den Prozess in Richtung eines bevorzugten Bieters zu lenken oder ihn sogar ganz zu verhindern. Das muss keineswegs offen geschehen. Es kann eine Management-Präsentation genügen, die bei einem Interessenten spürbar engagierter ausfällt als bei einem anderen, eine unterschiedlich bereitwillige Beantwortung von Fragen oder ein informeller Kontakt vorbei an der offiziellen Prozesskommunikation über den M&A-Berater.

> *Ab einem gewissen Punkt sitzen Verkäufer und Management nicht mehr uneingeschränkt auf derselben Seite des Tisches.*

Wenn das Management seine Verhandlungsmacht erkennt

Je wichtiger das Management für die Fortführung des Unternehmens ist, desto mehr Gewicht erhält es im Prozess, gegenüber den Bietern und damit auch gegenüber dem Verkäufer. Problematisch wird es, wenn sich das Management dieser Bedeutung in einer Projektphase bewusst wird, die dem Verkäufer nur noch wenig Handlungsspielraum lässt. Wir haben Fälle erlebt, in denen Führungskräfte der Versuchung erlegen sind, diese Position zum eigenen Vorteil zu nutzen und erheblichen Druck auf den Verkäufer auszuüben.

Blinde Flecken der Verkäufer

Viele Verkäufer antizipieren die Interessenkonflikte, in die ihr Management im Prozess geraten kann, nicht ausreichend. Zudem unterschätzen sie häufig, welche Bedeutung die angestellten Manager für die Bieter und für den M&A-Prozess insgesamt haben. Ebenso wird oft verkannt, wie groß die Handlungsspielräume der Manager im Prozess sind, im positiven wie im negativen Sinne.



04

KAPITEL 04

Warum ein M&A-Prozess angestellte Manager regelmäßig in Interessenkonflikte bringt

Dass die Loyalität des Managements im Verkaufsprozess unter Druck gerät, ist weniger eine Frage des Charakters. Eine M&A-Transaktion bringt angestellte Führungskräfte vielmehr unvermeidlich in eine Lage, in der unterschiedliche und teils widersprüchliche Erwartungen aufeinandertreffen.

Interessenkonflikte mit dem Alteigentümer

Der Verkäufer erwartet, dass das Management seine Interessen im Prozess engagiert vertritt, obwohl über die berufliche und finanzielle Zukunft der handelnden Personen künftig vor allem der Käufer entscheiden wird.

So wird der Verkäufer erwarten, dass das Management eine anspruchsvolle Unternehmensplanung für die kommenden Jahre entwickelt, weil diese unmittelbar in die Bewertung einfließt. Das Management mag dagegen eher zu einer zurückhaltenden Planung neigen, weil es sich nach dem Verkauf an diesen Zahlen messen lassen muss. In ungünstigen Fällen entsteht so entweder eine Planung, die das Management nicht überzeugend vertritt, weil es nicht dahintersteht, oder eine überambitionierte Planung, die einer Due Diligence nicht standhält. In beiden Fällen leidet die Verhandlungsposition des Verkäufers.

Unterschiedliche finanzielle Erwartungen und Ziele

Auch finanziell verfolgen Verkäufer und Management unterschiedliche Ziele. Der Verkäufer möchte in der Regel einen möglichst hohen Erlös für sich erzielen. Für die Manager bedeutet der Prozess dagegen zunächst vor allem zusätzliche Arbeit, die Verpflichtung auf einen anspruchsvollen Businessplan und neue Risiken, etwa durch veränderte Anforderungen oder das noch unbekannte Verhalten eines neuen Eigentümers.

Wird zudem eine Beteiligung in nennenswerter Höhe gefordert, kommen erhebliche finanzielle Risiken hinzu.

Es liegt nahe, dass Manager für diese Belastungen einen Ausgleich erwarten. In manchen Fällen versuchen sie jedoch, die Situation zu nutzen, um unangemessenen Druck auszuüben und finanzielle Vorteile durchzusetzen, sei es beim Gehalt, bei Bonusregelungen oder bei Transaktionsboni.

Eigene Karriereerwartungen und Karrieresorgen

Für angestellte Führungskräfte kann der Einstieg eines neuen Gesellschafters persönliche Unsicherheiten mit sich bringen, auch wenn sich nicht jede Befürchtung bewahrheiten muss.

So ist es möglich, dass bisherige Entscheidungsspielräume enger werden, wenn der neue Eigentümer über engmaschigere Zielvorgaben und zusätzliche Reportingpflichten stärker auf die operative Führung Einfluss nimmt. Ebenso können Erfolgsdruck und erwarteter Arbeitseinsatz steigen, wenn der Erwerber ambitionierte Ziele innerhalb eines begrenzten Zeitraums verfolgt.

Zudem tauscht der Manager unter Umständen die vertraute Sicherheit eingespielter Abläufe gegen ein Umfeld mit mehr Unbekannten. Nicht selten gehen Transaktionen mit einer Veränderung oder Erweiterung des Geschäftsmodells einher, und auch personelle Umbesetzungen im Führungsteam sind denkbar. Die eigene Position ist dann nicht mehr selbstverständlich gesichert.

Wird vom Management schließlich erwartet, sich mit eigenen Mitteln am Unternehmen zu beteiligen, verschiebt sich das persönliche Risiko spürbar: Neben dem Arbeitsplatz steht dann auch ein Teil des privaten Vermögens auf dem Spiel, was die Entscheidung über eine Beteiligung zu einer sehr persönlichen Abwägung macht.

Loyalitätskonflikte mit Mitarbeitern

Eine weitere Belastung ergibt sich aus der Vertraulichkeit des Prozesses. Ein Unternehmensverkauf soll gegenüber der Belegschaft häufig über lange Zeit vertraulich bleiben. Wer täglich vertrauensvoll mit seinen Mitarbeitern zusammenarbeitet, die in aller Regel feine Antennen für Veränderungen haben, erlebt diese Situation als persönliche Gratwanderung zwischen der Verschwiegenheit gegenüber dem Gesellschafter und der Offenheit gegenüber dem eigenen Team.

Mehrarbeit während des M&A-Prozesses

Für die Geschäftsführung und die zweite Führungsebene bedeutet ein Verkaufsprozess zudem erhebliche Mehrarbeit. Das Tagesgeschäft läuft unverändert weiter, häufig sogar unter größerem Druck als sonst, schließlich gilt es, ambitionierte Zahlen zu erreichen. Über mehrere Monate kommen Aufgaben wie die Aufbereitung von Informationen für den Datenraum, die Fragerunden der Due Diligence, Management-Präsentationen und Standortbesichtigungen hinzu.

Bleibt diese Zusatzbelastung unberücksichtigt, leidet im ungünstigsten Fall genau das, was der Erwerber kaufen möchte: die operative Entwicklung des Unternehmens.



Blinde Flecken der Manager

So berechtigt viele dieser Sorgen sind, so häufig unterschätzen Manager umgekehrt die Chancen, die ihnen eine Unternehmensbeteiligung bietet. Die Beteiligungskonstruktionen, insbesondere bei Finanzinvestoren, sind zwar etwas komplex, können aber außerordentlich lukrativ sein: Kaum ein Beteiligter profitiert mit einem höheren Hebel von einer erfolgreichen Wertsteigerung des Unternehmens als das Management.

> *Bleibt die Zusatzbelastung unberücksichtigt, leidet im ungünstigsten Fall genau das, was der Erwerber kaufen möchte: die operative Entwicklung des Unternehmens.*



05

KAPITEL 05

Unser Instrumentarium als M&A-Berater für den Umgang mit angestelltem Management im Verkaufsprozess

Aus den beschriebenen möglichen Konflikten folgt keinesfalls, dass das Management nur als Risikofaktor zu bewerten ist, den es möglichst klein zu halten gilt. Richtig eingebunden wird es vielmehr zu einem der wichtigsten Unterstützer des Verkaufserfolgs.

Wer den M&A-Prozess führt, kennt Bieter, Planung und Management und kann deshalb einschätzen, wo Führungsfragen den Kaufpreis gefährden können und wann welche Maßnahme greift.

Wir verfügen dafür über ein erprobtes Instrumentarium, aus dem wir je nach Konstellation die passenden Bausteine auswählen. Richtschnur ist das Schema aus Kapitel 01: Je größer die Bedeutung des angestellten Managements, desto mehr Bausteine setzen wir ein. In voller Breite kommt das Instrumentarium beim Verkauf an einen Finanzinvestor zum Einsatz, wenn das Unternehmen künftig ausschließlich von angestellten Managern geführt wird.

Worum es geht: Abhängigkeit von Schlüsselpersonen kostet Kaufpreis

Jeder Erwerber stellt sich dieselbe Frage: Was bleibt vom Unternehmen, wenn der bisherige Inhaber oder eine andere Schlüsselperson nicht mehr da ist?

Wird sie erst in der Due Diligence beantwortet, etwa weil sich dort zeigt, dass die wichtigsten Kunden nur mit dem Inhaber sprechen, ist der Zeitpunkt denkbar ungünstig. Die Exklusivität ist vergeben, der Wettbewerb unter den Bietern vorbei, und der Käufer verhandelt nach, mit den in Kapitel 02 beschriebenen Folgen für den Verkäufer: niedrigerer Multiplikator, größerer Earn-out oder Einbehalt, längere Bindung des Verkäufers.

Diese Folgen lassen sich beziffern. Man geht von rund 10 bis zu 25 Prozent Wertabschlag aus! Unser Ziel ist deshalb, dass der Käufer Abhängigkeiten und Gegenmaßnahmen bereits kennt, wenn er sein Angebot abgibt.

10–25 %

Wertabschlag bei Abhängigkeit von Schlüsselpersonen

Vorbereitung I: Konstellation klären und vertraulich einbinden

Wer wann eingeweiht wird, legen wir bereits in der Vorbereitungsphase mit dem Verkäufer fest, gemessen an der Bedeutung des jeweiligen Managers für die spezifische Transaktion.

Die relevanten Schlüsselpersonen werden rechtzeitig ins Vertrauen gezogen, der Kreis der Eingeweihten bleibt aber so klein wie möglich. Bei der späteren Kommunikation nach innen begleiten wir das Management.

Zugleich gleichen wir die Erwartungen von Eigentümer und Management ab und steuern sie aktiv. Als M&A-Berater werden wir dabei häufig als neutrale Instanz zwischen Eigentümer und Management wahrgenommen, was den Dialog erleichtert. Zeigen sich früh schwierige Kandidaten, bleibt so ausreichend Zeit, um gegenzusteuern, vom Bonus bis hin zur Trennung in extremen Fällen.

Vorbereitung II: Das Schlüsselpersonenrisiko systematisch bewerten

Bevor das Information Memorandum (IM) versandt wird, bewerten wir, wie stark das Unternehmen am Inhaber und an einzelnen Führungskräften hängt. Grundlage sind strukturierte Interviews mit dem Inhaber und dem Führungskreis, eine Auswertung von Verträgen und weiteren relevanten Dokumenten. Wir betrachten dabei in der Regel zehn Dimensionen:

Dimension	Was wir anschauen
Kundenbeziehungen	Konzentration des Umsatzes und persönliche Bindung wichtiger Kunden an den Inhaber
Preise und kaufmännisches Urteil	Wie Preise, Rabatte und Margen tatsächlich zustande kommen
Lieferanten und Partner	Absprachen, die nur mündlich und außerhalb der Verträge bestehen
Operatives Know-how	Prozess- und Technikwissen, das nirgends dokumentiert ist
Führungstiefe	Fähigkeiten der zweiten Ebene und tatsächlich gelebte Delegation
Dokumentation und Systeme	Was schriftlich vorliegt, aktuell ist und anderen zugänglich ist
Finanzierung und Sicherheiten	Bankbeziehungen und persönliche Bürgschaften des Inhabers
Genehmigungen und Qualifikationen	Erlaubnisse und Nachweise, die an die Person des Inhabers gebunden sind
Change-of-Control-Klauseln	Verträge, die beim Verkauf enden oder der Zustimmung bedürfen
Reputation und Netzwerk	Empfehlungen und Branchenstellung, die am Inhaber hängen

Jede Dimension bewerten wir danach, wie ausgeprägt die Abhängigkeit ist und wie leicht sie sich ersetzen lässt, und gewichten sie nach dem Anteil an Umsatz oder Ergebnis, der davon berührt ist. So entsteht ein Gesamtbild, das auf einen Blick zeigt, wo der Käufer ansetzen wird. Die Dimension Führungstiefe ist dabei der direkte Bezug zu diesem Beitrag: Sie zeigt, ob die zweite Ebene die Aufgaben des Inhabers tatsächlich übernehmen kann oder ob die Abhängigkeit nach dem Verkauf nur von einer Person auf die nächste wandert.

Vorbereitung III: Verantwortung auf das Führungsteam übertragen

Aus der Bewertung leiten wir in Abhängigkeit vom Zeitplan mit Verkäufer und Management einen Maßnahmenplan ab: für jede wesentliche Abhängigkeit eine Maßnahme, ein Verantwortlicher aus dem Führungsteam, eine Frist und ein Status. Typische Maßnahmen sind die Einführung des Vertriebsleiters bei den Einkaufsverantwortlichen der größten Kunden mit gemeinsam geführten Jahresgesprächen, die schriftliche Fassung von Preis- und Rabattregeln in einer Preisrichtlinie, die Delegation von Freigabegrenzen für größere Angebote, die Benennung eines zweiten verantwortlichen Leiters in behördlichen Genehmigungen und die Verhandlung über die Ablösung persönlicher Bürgschaften des Inhabers zum Closing.

Der Maßnahmenplan wirkt doppelt. Er reduziert das Risiko, das der Käufer sonst in den Preis einrechnen würde. Und er überträgt dem angestellten Management sichtbar genau die Verantwortung, an der Erwerber es messen (Kapitel 02).

Das ist zugleich ein nicht-monetärer Anreiz, der oft ebenso viel bewirkt wie eine Prämie: Gestaltungsspielraum und eine klare Rolle in der Zukunft des Unternehmens.

Vorbereitung IV: Planung gemeinsam erarbeiten

Den Zielkonflikt bei der Unternehmensplanung sprechen wir offen an, statt ihn zu übergehen. Wir moderieren die Abstimmung und erarbeiten gemeinsam mit Verkäufer und Management eine Planung, die ambitioniert ist, die das Management aber überzeugt vertreten kann und die der Due Diligence standhält. Dabei hilft der Hinweis, dass auch ein künftiger Eigentümer ein ambitioniertes Management in aller Regel eher honorieren wird als ein zurückhaltendes.

Vorbereitung V: Mit einem Transaktionsbonus Anreize setzen

Für die Zeit bis zum Closing ist in erster Linie der Verkäufer gefordert. Sein zentrales Instrument ist eine Prämie aus dem Kaufpreis, die je nach Ausgestaltung als Transaktions- oder Veräußerungsprämie bezeichnet und zum Closing oder gestaffelt bis dahin ausgezahlt wird. Üblich sind 50 bis 100 Prozent des Jahreszielgehalts.

50–100 %

des Jahreszielgehalts als üblicher Transaktionsbonus

Die Auszahlung sollte an den Vollzug der Transaktion und an den Verbleib im Unternehmen bis dahin geknüpft sein. Zudem ist die Prämie gegenüber dem Käufer in der Regel offenzulegen. Fällt sie übertrieben hoch aus, kann sie beim Käufer Zweifel wecken, ob das Management die Lage des Unternehmens unvoreingenommen darstellt. Höhe, Bedingungen und den richtigen Zeitpunkt für das Gespräch mit dem Management erarbeiten wir mit dem Verkäufer und begleiten dieses Gespräch auf Wunsch auch.

Vorbereitung VI: Managementbeteiligung früh klären

Verkauft der Gesellschafter an einen Finanzinvestor, wird eine Beteiligung des Managements nahezu immer gefordert; in der Regel ist sie eine Conditio sine qua non. Für den Investor ist sie der in Kapitel 02 beschriebene, möglichst fälschungssichere Beleg dafür, dass das Management hinter Planung und Unternehmen steht. Ohne ein beteiligungsbereites Management gibt es deshalb meist weder einen guten Kaufpreis noch überhaupt eine Transaktion. Für uns als Berater des Verkäufers ist die Managementbeteiligung daher kein Nebenthema, sondern eine Voraussetzung des Verkaufserfolgs, die wir von Beginn an mitdenken.

> *Ohne ein beteiligungsbereites Management gibt es meist weder einen guten Kaufpreis noch überhaupt eine Transaktion.*

Viele angestellte Manager sind einer solchen Beteiligung noch nie begegnet. Wir erklären ihnen deshalb frühzeitig, wie Managementbeteiligungen bei Finanzinvestoren üblicherweise funktionieren und welche Chancen sie bieten: Das Management investiert eigenes Geld, häufig zu günstigeren Konditionen als der Investor selbst, und nimmt über die Finanzierungsstruktur überproportional an einer erfolgreichen Wertsteigerung bis zum späteren Weiterverkauf teil (Kapitel 04).

Ebenso offen sprechen wir über die Risiken: Der Einsatz kann im ungünstigen Fall ganz verloren gehen, das Kapital ist über Jahre gebunden, und sogenannte Leaver-Regelungen legen fest, zu welchem Preis ein Manager seine Anteile abgeben muss, wenn er das Unternehmen vorzeitig verlässt. Erst wer beides kennt, kann eine belastbare Entscheidung treffen und sie gegenüber einem Investor überzeugend vertreten.

Die grundsätzliche Bereitschaft der Schlüsselpersonen, sich zu beteiligen, und eine realistische Größenordnung klären wir sehr früh im Prozess, noch bevor Finanzinvestoren angesprochen werden. Das konkrete Paket wird dagegen erst später mit dem ausgewählten Bieter verhandelt. Zeigt sich früh, dass ein wichtiger Manager nicht mitgehen will oder kann, bleibt Zeit gegenzusteuern: durch weitere Gespräche, eine veränderte Zusammensetzung des Führungsteams oder einen stärkeren Fokus auf strategische Käufer. Stellt sich dieselbe Frage erst nach Abgabe der Angebote, gerät der Verkäufer unter erheblichen Druck, oder die Transaktion scheitert.

Weil wir den Verkäufer vertreten, kann es sinnvoll sein, dem Management zusätzlich eine eigene Rechtsberatung zum Themenfeld Managementbeteiligung zur Seite zu stellen, etwa zu

Beteiligungsvertrag, Leaver-Regelungen und steuerlicher Behandlung. Das stärkt das Vertrauen des Managements und beschleunigt später die Verhandlungen mit dem Investor. Außerdem unterstützen wir das Management bei Gesprächen über die Finanzierung seines Eigenanteils, sei es aus eigenen Mitteln, über ein Bankdarlehen, über ein Darlehen des Investors oder durch die Reinvestition eines Teils des Transaktionsbonus.

Vermarktung I: Führung und Übergabe offen darstellen

Im IM widmen wir Führung und Übergabe einen eigenen Abschnitt. Er stellt das Führungsteam vor, fasst das Ergebnis der Bewertung zusammen, benennt die wesentlichen Abhängigkeiten mit ihrer Ausprägung und zeigt für jede einzelne, wie sie reduziert wird, durch wen und bis wann. Das widerspricht zunächst dem Instinkt, Schwächen nicht ins Schaufenster zu stellen. Doch ein Risiko, das der Käufer aus dem IM kennt, fließt bereits in sein Angebot ein und taugt später kaum noch als Argument für Nachverhandlungen. Entscheidend ist, dass der Abschnitt nicht nur Probleme beschreibt, sondern einen glaubwürdigen Weg und erste erledigte Maßnahmen zeigt.

Vermarktung II: Klare Rollen festlegen und Kanäle steuern

Die Prozessführung liegt von Beginn an beim Gesellschafter und dem M&A-Berater. Kontakte zu den Bietern laufen über diese offiziellen Kommunikationskanäle, und Gespräche über das konkrete künftige Vergütungs- oder Beteiligungspaket des Managements finden erst statt, wenn der Bieterkreis stark eingegrenzt ist.

Wir bereiten die Management-Präsentationen gemeinsam mit dem Management vor, legen mit dem Verkäufer fest, wann und in welchem Rahmen über die künftige Rolle des Managements gesprochen wird, und achten darauf, dass äußerst sensible Informationen, etwa zur Bietersituation oder zu Kaufpreisen, nicht zur Unzeit an das Management gelangen.

Vermarktung III: Die Perspektiven der Bieter für das Management bewerten

Für die Bindung nach dem Closing ist in erster Linie der Erwerber zuständig, der dafür auch in aller Regel die Kosten trägt. Für den Verkäufer bleibt das Thema dennoch relevant, denn eine überzeugende Perspektive für das Management erhöht die Sicherheit des Bieters und damit seine Bereitschaft, einen höheren Preis zu zahlen. Wir achten deshalb darauf, dass die Bieter rechtzeitig darlegen, welche Rolle und welche Eckpunkte einer Vergütung oder Beteiligung sie dem Management in Aussicht stellen, und beziehen dies in die Bewertung der Gebote ein. Wir begleiten dann auch das Management bei der Beurteilung, insbesondere der angebotenen Beteiligungsmodelle.

Due Diligence: Ein Inhaberleitfaden im Datenraum

In der Due Diligence richten sich viele Fragen des Käufers auf Inhaber und Führungsteam: Welche Beziehungen hängen am Inhaber persönlich? Beruhen Lieferkonditionen auf informellen Absprachen? Wie weit ist die Übergabe fortgeschritten? Für diese Fragen richten wir im Datenraum einen eigenen Ordner ein, den Inhaberleitfaden.

Jede Antwort verweist auf ihre Quelle, etwa die Umsatzstatistik nach Kunden, einen Vertragsnachtrag, ein Interviewprotokoll oder eine dokumentierte Entscheidung, und ein Quellenverzeichnis führt alle Belege auf. Jede Quelle hat der Inhaber freigegeben.

Das hat zwei Effekte. Die Due Diligence hängt weniger davon ab, dass der Inhaber selbst jederzeit verfügbar ist, und sie bestätigt, was der Käufer aus dem IM bereits kennt, statt ihm neue Argumente für Abschläge zu liefern. Vor dem Signing bewerten wir das Schlüsselpersonenrisiko erneut und legen dem Käufer den aktualisierten Stand jeder Maßnahme vor. Zugleich übernehmen wir einen Großteil der übrigen Prozessarbeit, von der Aufbereitung des Datenraums bis zur Koordination der Fragerunden, und verschaffen dem Management so den Freiraum, den das Tagesgeschäft braucht. Damit sorgen wir auch für eine gewisse Unabhängigkeit des Verkäufers von seinem eigenen Management.

Signing: Die Managementbeteiligung zum Abschluss bringen

Das konkrete Beteiligungspaket verhandelt das Management mit dem ausgewählten Investor selbst, gegebenenfalls mit Unterstützung seiner eigenen Rechtsberater. Wir behalten dabei stets im Blick, dass die Managementbeteiligung in der Regel Voraussetzung für einen guten Verkaufspreis und für das Zustandekommen der Transaktion insgesamt ist. Wir sorgen deshalb dafür, dass diese Gespräche rechtzeitig beginnen, mit den Verhandlungen über den Kaufvertrag Schritt halten und die Transaktion weder verzögern noch in letzter Minute gefährden. Nicht selten wird die Beteiligung des Managements sogar als Bedingung des Kaufvertrags festgeschrieben (Kapitel 03).

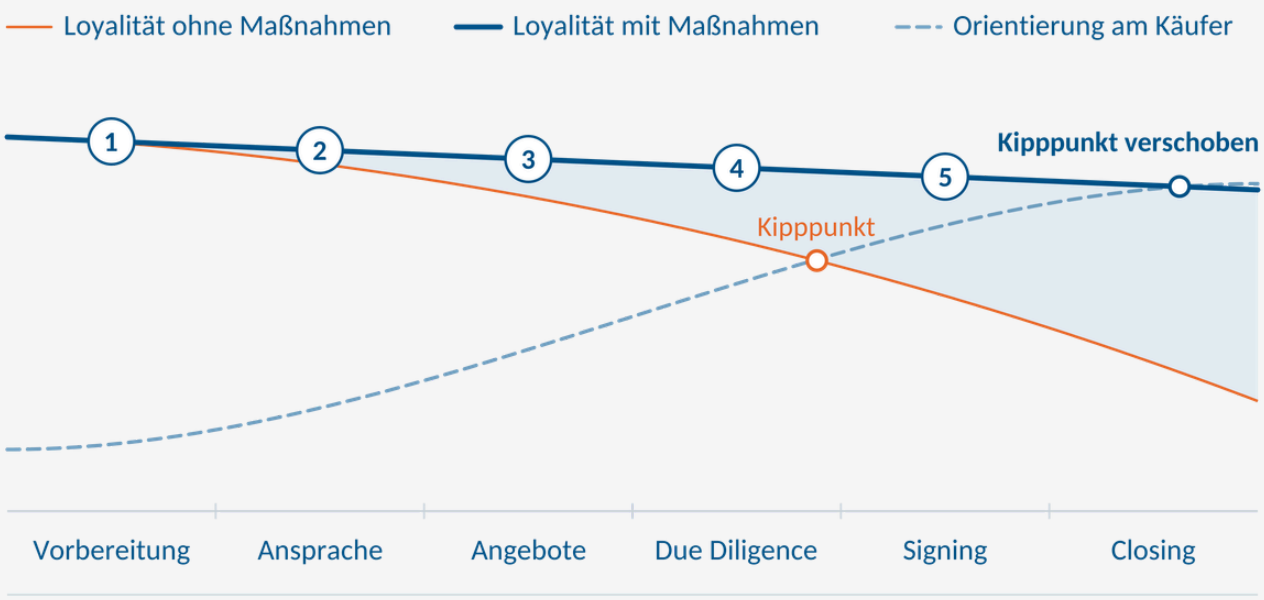


Übergabe: Vom ersten Tag an handlungsfähig

Vor dem Closing erstellen wir mit dem Management einen Übergabekalender für die ersten Monate. Er enthält alle wiederkehrenden Termine und Zusagen, die bisher der Inhaber persönlich wahrgenommen hat, von der jährlichen Preisrunde mit einem Großkunden über die Verlängerung von Rahmenverträgen bis zum Jahresgespräch mit dem wichtigsten Lieferanten, jeweils mit Quelle, Vorlauf und künftigem Verantwortlichen. Ebenso halten wir fest, welche Beziehungen des Inhabers bereits an das Management übergeben sind und welche noch ausstehen.

Davon profitiert auch der Verkäufer. Finanzinvestoren verlangen vom Verkäufer häufig eine Übergangsphase von 12 bis 24 Monaten, strategische Käufer eher 6 bis 12 Monate.[1] Je besser die Übergabe vorbereitet und belegt ist, desto besser lässt sich diese Phase begrenzen und mit klaren Aufgaben versehen.

[1] CT Acquisitions, „How Long Do You Stay After Selling Your Business?“ (2026); Certified Business Brokers, „Does a Seller Stay Involved After Selling Their Business?“.



1	**Frühzeitig einbinden**	Als neutrale Instanz	M&A-Berater
2	**Planung moderieren**	Ambitioniert, aber vertretbar	M&A-Berater
3	**Bieterperspektiven prüfen**	Managementangebote bewerten	M&A-Berater
4	**Entlasten und steuern**	Prozessarbeit, saubere Kanäle	M&A-Berater
5	**Transaktionsbonus**	An Vollzug gekoppelt	Verkäufer & Berater

Diese Grafik zeigt schematisch, wie sich die Loyalität des Managements im Prozessverlauf entwickelt, mit und ohne gezielte Steuerung.

Besonders gefordert: Verkauf an einen Finanzinvestor mit angestelltem Management

Am vollständigsten setzen wir das Instrumentarium ein, wenn ein Finanzinvestor kauft und sich der Inhaber zurückzieht. Ein Finanzinvestor hat in aller Regel keine eigene operative Organisation, die die Aufgaben des Inhabers übernehmen könnte. Er kauft das Führungsteam gewissermaßen mit, prüft es entsprechend genau und knüpft seine Zusage an Verbleib und Beteiligung des Managements; die Managementbeteiligung ist dabei in der Regel eine Conditio sine qua non. Hier entscheiden Bewertung, Maßnahmenplan, Managementbeteiligung und Übergabe unmittelbar über Kaufpreis, Kaufpreisstruktur und Abschlusssicherheit.

Die folgende Übersicht zeigt, welche Bausteine wir in welcher Konstellation einsetzen.

Baustein	Was wir konkret tun	Einsatz
Vorbereitung		
Konstellation klären, Eingeweihte festlegen	Bedeutung jedes Managers bestimmen, Eingeweihten-Kreis klein halten, Erwartungen von Eigentümer & Management abgleichen	immer
Planung gemeinsam erarbeiten	Zielkonflikt offen moderieren; Planung, die ambitioniert ist & die das Management überzeugt vertritt	immer
Schlüsselpersonenrisiko bewerten	Zehn Dimensionen nach Ausprägung & Ersetzbarkeit, gewichtet nach Umsatz- & Ergebnisanteil	+
Transaktionsbonus gestalten	Höhe, Bedingungen (Vollzug, Verbleib) & Zeitpunkt des Gesprächs festlegen	+
Beteiligungsbereitschaft klären	Chancen & Risiken erklären, Bereitschaft & Größenordnung vor Ansprache der Investoren klären, eigene Rechtsberatung & Finanzierung des Eigenanteils unterstützen	+++
Maßnahmenplan aufsetzen	Für jede wesentliche Abhängigkeit eine Maßnahme, ein Verantwortlicher aus dem Führungsteam, eine Frist	++
Vermarktung		
Rollen & Kanäle steuern	Bieterkontakte über den Prozess, Management-Präsentationen gemeinsam vorbereiten, sensible Informationen schützen	immer
Abschnitt im Information Memorandum	Führungsteam vorstellen, Abhängigkeiten mit Ausprägung offen benennen, Maßnahmen & Stand zeigen	++
Perspektiven der Bieter bewerten	Rolle, Vergütung & Beteiligung, die Bieter dem Management in Aussicht stellen, in die Gebotsbewertung einbeziehen	++
Due Diligence & Signing		
Inhaberleitfaden im Datenraum	Antworten zu Inhaber & Führung mit Quelle, Quellenverzeichnis; Management von Prozessarbeit entlasten	++
Neubewertung vor dem Signing	Aktualisiertes Bild & Stand jeder Maßnahme für den Käufer	++
Managementbeteiligung zum Abschluss bringen	Verhandlungen zw. Management & Investor mit Kaufvertrag synchronisieren, damit sie die Transaktion nicht verzögern	+++
Übergabe		
Übergabekalender	Alle Termine & Zusagen, die bisher der Inhaber persönlich wahrgenommen hat, mit Quelle & Verantwortlichem	+++

Einsatz ab Bedeutung des angestellten Managements gemäß Schema in Kapitel 01: immer in jedem Mandat | + mittel | ++ hoch | +++ sehr hoch

FAZIT

Aus dem übersehenen Dritten wird ein Mitstreiter

Wo das Unternehmen nach dem Verkauf nicht mehr vom bisherigen Gesellschafter geführt wird, ist ein Management ohne wirtschaftlichen Anteil an der Transaktion kein Unterstützer, gelegentlich ein Gegner und in einzelnen Fällen sogar ein echter „Deal-Breaker“.

Für die Frage, was ohne den Inhaber vom Unternehmen bleibt, holen sich manche Verkäufer eigens spezialisierte Berater neben dem M&A-Berater ins Haus.

Bei Loy & Co ist sie fester Bestandteil des Mandats: Wir bewerten die Abhängigkeiten früh, übertragen sie mit klaren Verantwortlichkeiten auf das Führungsteam, stellen beides offen und belegt im Prozess dar, setzen die richtigen Anreize, klären früh die Bereitschaft des Managements zur Beteiligung und behalten die Prozessführung dabei fest in der Hand. So wird aus dem übersehenen Dritten am Verhandlungstisch ein Mitstreiter für den Verkaufserfolg.



Über Loy & Co

Loy & Co ist ein unabhängiges, eigentümergeführtes Unternehmen mit internationaler Ausrichtung, das sich auf die M&A-Beratung im Mittelstand spezialisiert hat. Seit über zehn Jahren umfassen unsere Leistungen Unternehmensverkauf, Unternehmenskauf und Finanzierungsberatung.



Markus Loy

Partner, Geschäftsführer

DZ Bank, RWE, WestLB • London School of Economics, Universität Witten/Herdecke



Jacob Cramer

Partner, Geschäftsführer

Alvarez & Marsal, Deloitte, DKB • Rotterdam University, Hult International Business School

LOY&CO CORPORATE FINANCE

Loy & Co Corporate Finance GmbH
Bilker Straße 11 · 40213 Düsseldorf
Telefon: +49 211 20496000
E-Mail: loy@loy-cf.de