

Betriebswirtschaftliche Blätter

12. Oktober 2018 - 08:30 | M&A-Beratung

Belohnung fürs Führungspersonal

Britt Niggemann, Prof. Dr. Diethard B. Simmert

Bei Unternehmensverkäufen muss vor allem sichergestellt werden, dass die Motivation des Managements erhalten bleibt. Käufer und Verkäufer können dazu verschiedene Formen von Incentivierung einsetzen. Ein beliebtes Mittel auf Verkäuferseite sind Boni. Aber auch der neue Besitzer kann etwa durch Beteiligungen für einen neuen Motivationsschub sorgen.

Eine Kurzzusammenfassung finden Sie [hier](#).



Bei erfolgreichem Verkauf winken Führungspersonal (Feodora/fotolia) sogar Prämien.

Kauf und Verkauf von Unternehmen haben für deren strategische Ausrichtung eine große Bedeutung. Auch die Unternehmensnachfolge lässt sich durch einen Unternehmensverkauf realisieren. Bei diesen M&A-Transaktionen übernimmt das Management eine wichtige Rolle, da sowohl Verkäufer als auch Käufer auf dessen Mitwirkung angewiesen sind. In der Praxis gibt es verschiedene Instrumente zur Incentivierung des Managements, die entweder vom Verkäufer oder Käufer eingesetzt werden können.

Incentivierung des Managements durch den Verkäufer

Der Verkäufer braucht während des Verkaufsprozesses die Unterstützung durch das Management und möchte sich dessen Loyalität sichern. Er möchte Anreize geben, damit die Manager seine Interessen vertreten und nicht durch ihr Verhalten den Verkaufsprozess gefährden. Im Allgemeinen ist das Management für die zeitnahe und vollständige Erstellung der für den Verkaufsprozess erforderlichen Unterlagen verantwortlich. In Gesprächen mit Kaufinteressenten werden vom Management Präsentationsgeschick und Verfügbarkeit bei gleichzeitiger Fortführung des Tagesgeschäfts verlangt. Gestaltungsspielräume sollen zugunsten des Verkäufers beispielweise genutzt werden bei:

- Darstellung von Potenzialen und Risiken der Zielgesellschaft und des Wettbewerbsumfelds
- Erstellung des Businessplans als regelmäßige Basis für die Kaufpreisfindung
- Umfang und Qualität der in der Due Diligence bereitgestellten Informationen
- Auftreten in Managementpräsentation und Kommunikation mit Kaufinteressenten.

Für die Incentivierung stehen dem Verkäufer verschiedene Instrumente zur Verfügung. Um dem Management eine größere Sicherheit und finanzielle Absicherung zu bieten, kann der Verkäufer vor dem Verkauf folgende Instrumente in Erwägung ziehen:

- Gehaltserhöhung/Tantieme
- lange Kündigungsfristen im Arbeitsvertrag
- Change-of-control-Zahlungen (für den Fall einer Kündigung während eines festgelegten Zeitraums ab Vollzug des Verkaufs)
- Abfindungszahlung.

Für eine Interessengleichheit zwischen Verkäufer und Management können folgende Instrumente sorgen:

- Transaktionsboni
 - Prämie nach Ermessen des Verkäufers
 - fixe Sonderzahlungen, ggf. gestaffelt nach Erreichen von Zwischenzielen im Verkaufsprozess
 - Beteiligung am Veräußerungserlös
- Optionen auf Geschäftsanteile des Unternehmens (die bei einem Unternehmensverkauf ausgeübt werden können)
- nachrangige oder zinsgünstige Darlehen sowie Darlehen mit tilgungsfreien Jahren (falls das Management sich am Unternehmenskauf beteiligen will).

Während vor dem Verkauf vereinbarte arbeitsvertragliche Regelungen und Gehalts- oder Tantiemenerhöhungen dem Management zu einer höheren Arbeitsplatzsicherheit und finanziellen Absicherung verhelfen, sorgen die während eines Verkaufsprozesses eingeräumten Transaktionsboni oder Optionen auf Geschäftsanteile für eine Interessengleichheit zwischen Verkäufer und Management. Darüber hinaus kann der Verkäufer die Loyalität des Managements erhöhen, wenn er bei einem geplanten Management-Buy-Out dem Managementteam Darlehen zu günstigen Konditionen zusagt.

ABBILDUNG 1

Managementincentivierung durch den Verkäufer

	Instrument	Zielsetzung
vor Verkauf	Gehaltserhöhung/Tantieme	Höhere Sicherheit für das Management in Bezug auf Arbeitsplatzhalt und finanzielle Absicherung
	Arbeitsvertragliche Regelungen <ul style="list-style-type: none"> • längere Kündigungsfrist • Change-of-Control-Zahlung • Abfindungsregelung 	
während/nach Verkauf	Transaktionsboni <ul style="list-style-type: none"> • fixe Sonderzahlung • Ermessensprämie • Beteiligung am Verkaufserlös 	Interessengleichheit: Management ist an hohem Verkaufspreis interessiert
	Option auf Geschäftsanteile zinsgünstiges und/oder nachrangiges Darlehen	Unterstützung MBO-Finanzierung

(BBL)

Abbildung 1 zeigt die Möglichkeiten einer Managementincentivierung durch den Verkäufer. Darauf hinzuweisen ist an dieser Stelle allerdings, dass die vorvertraglichen Aufklärungspflichten dem Verkäufer gebieten, dem Käufer die Existenz von Transaktionsanreizen offenzulegen.

Incentivierung des Managements durch den Käufer

Werden Unternehmen durch strategische Investoren bzw. Wettbewerber erworben, wird das Management oft im Zuge der Integration durch Personal des Käufers ersetzt. Diese Käufergruppe hat häufig kein Interesse daran, das Management zum Verbleib im Unternehmen zu motivieren. Dagegen sind Finanzinvestoren als Käufer daran interessiert, dass das vorhandene oder ein im Zuge der Transaktion hinzutretendes Management die Interessen des neuen Eigentümers bestmöglich wahrnimmt. Finanzinvestoren übernehmen meist nicht selbst die Geschäftsführung. Die klassische Form von Beteiligungen am Unternehmenserfolg sind Tantiemen und Bonusregelungen. Diese sind Bestandteil des Dienstvertrags und bleiben auch bei Private-Equity-Transaktionen bestehen.

Um das Management stärker zu motivieren und einen Gleichlauf der Interessen zu erreichen, bieten Finanzinvestoren dem Management Eigenkapitalbeteiligungen an. Auf diese Weise wird das Management zum Anteilseigner und profitiert von den Wertsteigerungen des Unternehmens. Folgende Instrumente kommen dabei zum Einsatz:

- Beteiligung am Kapital der Gesellschaft
 - sofortige Kapitalbeteiligung
 - Optionen auf einen späteren Anteilswerb
 - Ratchet
- virtuelle Beteiligung (Beteiligung an der Unternehmenswertsteigerung)
- Exitbonus.

Kapitalbeteiligung zu günstigen Konditionen

Da das Management in der Regel nur über ein begrenztes Kapital zum Kauf von Geschäftsanteilen verfügt, es gleichzeitig aber eine attraktive Beteiligungshöhe erreichen soll, wird bei Private-Equity-Transaktionen im Regelfall das Eigenkapital der Käufergesellschaft in verschiedene Kategorien unterteilt. Der überwiegende Teil des Eigenkapitals (meistens mehr als 80 Prozent) wird als Mezzaninekapital (etwa nachrangiges Gesellschafterdarlehen, stille Beteiligung, Vorzugskapital) zur Verfügung gestellt. Hiervon zeichnet der Finanzinvestor den größten Teil. Das verbleibende Eigenkapital wird als Stammkapital eingezahlt, wobei es auch hier unterschiedliche Tranchen mit spezifischen Gewinnbeteiligungen und Zahlungsmodalitäten geben kann.

Ziel ist es, das Stammkapital niedrig zu halten, damit das Management mit einem relativ geringen Kapitaleinsatz eine interessante Beteiligungshöhe erwerben kann. Üblich sind Beteiligungshöhen bis zu 20 Prozent. Finanzinvestoren kalkulieren dabei mit einer sogenannten „Envy-Ratio“, die den „Rabatt“ des Managements beim Anteilswerb ausdrückt. Eine Envy-Ratio von 3,0 bedeutet etwa, dass der Finanzinvestor für seinen Anteil am Unternehmen dreimal so viel zahlt beispielsweise das Management für seine Beteiligung.

Verfügt das Management nicht über ausreichendes Eigenkapital, kann es geförderte Existenzgründungsdarlehen oder Darlehen des Finanzinvestors zu marktüblichen Konditionen in Anspruch nehmen. Manche Finanzinvestoren vergeben sogar sogenannte Non-Recourse-Darlehen, die nur dann zurückzuführen sind, wenn bei einem späteren Verkauf der Geschäftsanteile ein ausreichender Erlös erzielt wird. Hierdurch reduziert sich das Kreditrisiko des Managements und ist deshalb besonders attraktiv.

Die Kapitalbeteiligung wird üblicherweise verbunden mit Vereinbarungen für den Fall des Ausscheidens des Managers (Leaver-Scheme) und seinen Mitverkaufsrechten und -pflichten (Drag-along/Tag-along). Ferner werden häufig zeit- und performanceabhängige Rückkaufregelungen vereinbart.

Optionen

Neben der anfänglichen Beteiligung können dem Management auch Optionen auf den Erwerb weiterer Geschäftsanteile eingeräumt werden. Die Ausübung wird regelmäßig an das Erreichen bestimmter Ziele (etwa Umsatz- oder Ertragsziele) oder gewisser Wartefristen geknüpft.

Ratchet

Beim Ratchet handelt es sich um eine performanceabhängige, Erlösverteilung an das Management, wenn bestimmte Renditeschwellen erreicht werden. Es werden zwei Formen unterschieden:

- *Positives Ratchet*: Das Management hat im Exit-Fall das Recht, weitere Anteile zu den ursprünglichen Anschaffungskosten zu erwerben, wenn ein bestimmtes Verkaufs-Multiples oder IRR erreicht wird.
- *Negatives Ratchet*: Das Management muss im Exit-Fall einige Anteile zu den ursprünglichen Anschaffungskosten wieder abgeben, wenn ein bestimmtes Verkaufs-Multiples oder IRR nicht erreicht wird.

Da der Managementanteil am Veräußerungserlös vom Erreichen eines bestimmten Verkaufspreises abhängt, ist das Management an der Erzielung eines hohen Erlöses interessiert. Insofern besteht Interessengleichheit mit dem Finanzinvestor, der einen hohen Wertzuwachs anstrebt.

Virtuelle Beteiligung

Durch das Einräumen virtueller Beteiligungen oder Virtual Stock Options/Phantom Stocks werden den Mitarbeitern keine Geschäftsanteile übertragen, sondern sie werden in finanzieller Hinsicht so gestellt, als wären sie Gesellschafter. Aus rechtlicher Sicht handelt es sich um partiarische Darlehen oder gewinnabhängige Zahlungen.

Virtual Stock Options räumen dem Management eine Beteiligung am Verkaufserlös für den Fall eines erfolgreichen Unternehmensverkaufs (realer Exit) ein. Virtual Stock Options unterscheiden sich von klassischen Mitarbeiterbeteiligungen, da sie nur geringe Informations- und Kontrollrechte und keine Mitspracherechte gewähren. Für die Mitarbeiter liegt der Vorteil der virtuellen Beteiligung darin, dass sie finanziell nicht belastet werden. Virtual Stock Options sind ein beliebtes Instrument der Mitarbeiterbindung bei Start-up-Unternehmen, da Mitarbeiter erst bei einem erfolgreichen Unternehmensverkauf eine Zahlung erhalten.

Ist die Beteiligung längerfristig und ohne ein Exit-Szenario angelegt, kann ein mittelfristiges Ziel (etwa Erreichen eines Umsatz- oder Ergebniszuwachses, Erschließung neuer Märkte) vereinbart und dadurch der Exit simuliert werden. Somit kann ein fingierter "Kaufpreis" errechnet und in Höhe der virtuellen Kapitalbeteiligung ausgeschüttet werden. Wird die Zielgröße nicht erreicht, fällt die Zahlung aus. Dieser "simulierte Exit" ermöglicht eine flexible und individuelle Gestaltung der Managementbeteiligung.

In der Regel wird die virtuelle Beteiligung des Managements in Form eines Vestings in Abhängigkeit von der Beschäftigungsdauer nach und nach aufgebaut.

Exitbonus

Beim Exitbonus wird dem Management als Incentive für den Fall eines erfolgreichen Verkaufs eine Sonderzahlung in Aussicht gestellt. Diese soll das Management motivieren, den Wert des Unternehmens im Hinblick auf einen künftigen Verkauf zu steigern. Der Exitbonus kann auch erst kurz vor einem geplanten Verkauf zugesichert werden.

ABBILDUNG 2

Managementincentivierung durch den Käufer

	Instrument	Zielsetzung
Mit Kapitaleinsatz	Kapitalbeteiligung zu günstigen Konditionen	<ul style="list-style-type: none"> • Angestellter Manager wird zum Unternehmer • Interessengleichheit von Management und Käufer
	Optionen zum Erwerb von Anteilen	<ul style="list-style-type: none"> • Höhere Partizipation des Managements an Steigerung des Unternehmenswertes
	Ratchet	<ul style="list-style-type: none"> • Durch die performanceabhängige Erlösverteilung an das Management im Exit-Fall ist es motiviert, einen hohen Wertzuwachs zu erreichen
Ohne Kapitaleinsatz	Virtuelle Beteiligung	<ul style="list-style-type: none"> • Beteiligung des Managements am Exterlös ohne Einräumung von Mitsprache- und Kontrollrechten
	Exitbonus	<ul style="list-style-type: none"> • Anreiz für das Management, eine Unternehmenswertsteigerung und einen hohen Verkaufserlös zu erzielen

(BBL)

Abbildung 2 zeigt die Instrumente zur Incentivierung des Managements durch den Käufer. Bei allen Beteiligungsmodellen ist es unbedingt ratsam, vorab die steuerlichen Folgen zu prüfen. Je nach Ausgestaltung kann die Beteiligung Arbeitslohn oder Veräußerungsgewinn sein. Auch der Zeitpunkt der Besteuerung ist modellabhängig.

Fazit

Managementincentivierungen sind heute bei M&A-Transaktionen üblich. Bei Transaktionen mit Beteiligung von Finanzinvestoren sind sie sogar fester Bestandteil. Aber auch mittelständische Unternehmer gewähren ihren führenden Mitarbeitern häufig Sonderzahlungen im Falle eines erfolgreichen Unternehmensverkaufs. Damit entschädigen sie die Manager nicht nur für die im Zusammenhang mit dem Verkauf erbrachte Mehrarbeit, sondern betrachten die Zahlung auch als Dank für gute Leistungen in der Vergangenheit.

Erwirbt ein Finanzinvestor ein Unternehmen, hat er ein großes Interesse an der Incentivierung des Managements. Dazu sind in der Praxis vielfältige Instrumente entwickelt worden, die einzeln oder kombiniert das Management motivieren sollen, auf eine Wertsteigerung hinzuarbeiten. Auch aus Sicht des Managements sind die Instrumente attraktiv, da es mit einem relativ geringen Kapitaleinsatz Anteilseigner wird. Bestimmte Modell ermöglichen sogar eine Beteiligung am Unternehmenswertzuwachs ohne eigenen Kapitaleinsatz.

Die Auswahl geeigneter Instrumente ist sehr unternehmens- und situationsspezifisch. Ein gutes, auch unter steuerlichen Aspekten, geprüfetes Modell kann die Loyalität und Motivation des Managements fördern.

Autoren

Britt Niggemann ist Partnerin des Instituts für Wirtschaftsberatung Niggemann & Partner GmbH (IfW) in Meinerzhagen.

Prof. Dr. Diethard B. Simmert ist Studiengangsleiter "Finance & Management" an der International School of Management (ISM) in Dortmund/Frankfurt/M.



Scannen Sie diesen Code mit Ihrem Smartphone und lesen Sie diesen und weitere Beiträge online