

# Management (Equity) in Private-Equity-Transaktionen

Finanzinvestoren verfolgen das Ziel, etablierte, cashflowstarke Unternehmen zu erwerben, weiterzuentwickeln und mit Gewinn zu verkaufen. Sie benötigen dazu ein qualifiziertes und hochmotiviertes Management. VON **DR. BENEDIKT HOHAUS** UND **PROF. DR. ALEXANDER GÖTZ**

**D**as Ziel von Managementbeteiligungen ist die Bewältigung bestehender Interessenkonflikte zwischen Finanzinvestoren und Managern, indem durch Teilhabe an Wertsteigerungen divergierende Interessen zusammengeführt werden. Hierfür müssen die Manager zwingend zu Unternehmen werden. Dies wird erreicht, indem

sie in das Eigenkapital des Unternehmens investieren („skin in the game“).

## **Interessenharmonisierung: Mache Manager zu Unternehmern**

Das Leitmotiv für die Investition des Managers lautet: „Sie soll ihm wehtun, aber ihn nicht ruinieren.“ Dahinter steht die Absicht, dass sein Adrenalinpegel durch die Beteiligung steigt. Da er aber gleichzeitig noch zum Treffen risikobehafteter Zukunftsentscheidungen bereit sein muss, darf das Risiko auch nicht zu hoch sein. Häufig weist die Investition der Manager dennoch sogar ein höheres Risikoprofil als das der Investoren auf. Im Gegenzug können die Manager bei einem erfolgreichen Verkauf des Unternehmens oft auch mit einer höheren Rendite auf das eingesetzte Kapital rechnen.

Managementbeteiligungen stellen daneben auch eine Kompensation dafür dar, dass entgegen dem regelmäßig langfristig orientierten und auf eigene Sicherheit bedachten Denken der Manager ein eher kurzer Investitionshorizont verfolgt wird. Zudem muss das Management für Arbeitsmarktnachteile kompensiert werden. Diese Nachteile werden offenbar, wenn man die größere Risikoneigung eines Finanzinvestors und die durch

ihn veranlasste engere Führung des Managements mit den Risikoneigungen eines eigentümergeführten mittelständischen Unternehmens beziehungsweise einer börsennotierten Gesellschaft mit weit verteiltem Eigenkapital und entsprechenden Managementfrei-räumen vergleicht.

Die Überwindung der vorgenannten Interessendivergenzen, die eine Anreizstruktur wie oben ausgeführt erfordert, ist aus Kapitalgebersicht notwendig, um das zentrale Ziel zu erreichen, nämlich die größtmögliche Steigerung des Unternehmenswerts. Welche Veränderungen bringt ein Finanzinvestor für das Management?

Das Ziel von Finanzinvestoren ist es, den Unternehmenswert zu erhöhen und das Unternehmen mit erheblichen Gewinnen zu veräußern. Das Management des Unternehmens muss letztendlich diese Wertsteigerung generieren. Daraus ergeben sich spezifische Anforderungen an und Herausforderungen für das Management, aber auch Chancen, unternehmerisch tätig zu werden.

Hervorzuheben ist die Fokussierung auf „cash is king“. Aufgrund der hohen Fremdkapitalfinanzierung und der damit verbundenen Tilgungs- und Zinsbelastungen ist es für einen Buy-



## **ZU DEN PERSONEN**

**Dr. Benedikt Hohaus** ist als Partner bei P+P Pöllath + Partners ein erfahrener Transaktionsanwalt (M&A, PE) und auf die rechtliche und steuerliche Beratung bei Managementbeteiligungen, Management Buy-outs beziehungsweise Management Buy-ins spezialisiert.  
[www.pplaw.com](http://www.pplaw.com)

**Prof. Dr. Alexander Götz** ist Partner bei der Blättchen & Partner GmbH und auf die ökonomische Beratung von Managementbeteiligungen sowie auf Vorstands- und Top-Managementvergütung spezialisiert.  
[www.blaettchen.de](http://www.blaettchen.de)



Finanzinvestoren suchen Manager, die neben einer klaren strategischen Sicht vor allem über finanzielle Kennzahlen führen.

out essentiell, dass der Cashflow stabil und mindestens wie im Business-Plan den Banken vorgelegt generiert werden kann. Demnach muss sich das Management deutlich stärker als im Konzernumfeld oder bei Familienunternehmen um Cash und Working-Capital-Themen kümmern. Auch Investitionen werden deutlich stärker auf ihren Beitrag zur Wertgenerierung geprüft. Hinzu kommen erhebliche Reportinganforderungen der Banken.

### **Unternehmensstrategie auf dem Prüfstand**

Aber auch die Bereitschaft, existierende Manager und Managementteams auszutauschen, darf nicht unerwähnt bleiben. Dies liegt im Wesentlichen daran, dass dem Finanzinvestor nur ein kurzer Zeitraum verbleibt, um die intendierte Wertsteigerung zu generieren. Sobald der Eindruck entsteht, dass mit einem oder mehreren Managern diesbezüglich Schwierigkeiten bestehen, werden zügig Konsequenzen gezogen. Insbesondere in den ersten Monaten wird der Finanzinvestor mit Unterstützung einer Vielzahl von Beratern versuchen, die in der Due Dilligence gewonnenen Erkenntnisse zu erhärten, die Unternehmensstrategie kritisch zu überdenken und ein

vertieftes Assessment der einzelnen Mitglieder des Managementteams vorzunehmen.

### **Ein maximales Maß an Transparenz und Kommunikation ist gefordert**

Finanzinvestoren suchen Manager, die neben einer klaren strategischen Sicht vor allem über finanzielle Kennzahlen führen. Dies ergibt sich bereits als Folge der hohen Fremdfinanzierung. Häufig wird in Familienunternehmen, aber auch in Konzernen, eine strittige Diskussion über Unternehmensziele und Unternehmensstrategien vermieden. Genau dies sind aber Anforderungen, die ein Finanzinvestor an seine Manager stellt. Während das operative Management in anderen Situationen häufig nur einen Bruchteil der zur Verfügung stehenden Informationen an die Kontrollgremien weitergibt, ist genau dies bei Finanzinvestoren nicht erwünscht. Ein maximales Maß an Transparenz und Kommunikation ist gefordert. Der Vorteil von Finanzinvestoren liegt insbesondere darin, dass sie eine klare Zielorientierung haben. Während in anderen Eigentümerstrukturen durchaus auch politische Überlegungen eine Rolle spielen können, sind Finanzinvestoren ausschließlich auf die Wertsteigerung des Unternehmens fokussiert.

Alle Entscheidungen werden an diesem Prinzip gemessen. Hinzu kommt, dass das Unternehmen immer ein Kernasset des Finanzinvestors ist. Diejenigen Private-Equity-Manager, die die Transaktion durchgeführt haben, sind in einem hohen Maße persönlich daran interessiert und auch incentiviert, das Unternehmen zum Erfolg zu führen. Demnach werden dem Unternehmen und dem Managementteam die volle Aufmerksamkeit und auch die vollen Ressourcen des Finanzinvestors gewidmet. Dies ist insbesondere bei Konzernunternehmen, die nicht mehr zum Kernbereich der Unternehmenstätigkeit gehören, nicht immer der Fall.

### **FAZIT**

Insgesamt ist festzuhalten, dass das Managementteam deutlich kritischer überprüft und herausgefordert wird. Andererseits bestehen aber durch die Professionalisierung der Unternehmenskontrolle und -steuerung sowie durch den Fokus des Finanzinvestors auf das Unternehmen erhebliche Chancen für das Management. Unterlegt mit einer echten Beteiligung am Eigenkapital, wird der Manager zum Unternehmer, dessen Gestaltungsspielraum im Private-Equity-Umfeld regelmäßig zunimmt. ■