

Management und Unternehmenswert

Keine Alleingänge

Die klassische Unternehmensbewertung beschäftigt sich nach wie vor kaum mit der Bedeutung des Managements für die Unternehmensbewertung. Allgemein wird unterstellt, dass die Geschäftsführung mit dem Kauf eines Unternehmens auf den Käufer übergeht, der dann entscheidet, ob er Änderungen will, auch, indem er eigene Führungskräfte in die Geschäftsführung beruft, oder ob die alte Geschäftsführung weiterhin beschäftigt werden soll. Das Schrifttum weist allenfalls darauf hin, dass sich langfristige Anstellungsverträge mit Geschäftsführern negativ auf den Kaufpreis/Unternehmenswert auswirken

können, falls der Käufer die betreffenden Personen nicht braucht und abfinden muss. Solche Abfindungskosten mindern natürlich den ermittelten Unternehmenswert.

Völlig vernachlässigt wird bei dieser Betrachtung, dass es sich bei Übernahmen im Mittelstand meist um inhabergeführte Unternehmen handelt, bei denen das Problem mit dem Management ganz anders liegt: Die meisten Inhaber wollen nach dem Verkauf so bald wie möglich privatisieren. Dadurch entsteht eine erhebliche Managementlücke in den übernommenen Unternehmen, insbesondere bei Firmen, die weniger als 100 Mio. Euro Umsatz ma-

chen, da sie ja oft vom Inhaber als alleinigen Geschäftsführer verantwortet werden.

Egal aber, ob es sich um einen strategischen Käufer, also um einen Wettbewerber aus der eigenen oder aus einer angrenzenden

Branchen, oder um einen Finanzinvestor handelt, stellt die Nachfolgelösung des ausscheidewilligen Inhabers jeden Käufer zu mindest am kurzen Ende vor große Probleme. Vor allem ausländische strategische Käufer haben im eigenen Beritt nur selten einen geeigneten, wechselwilligen und zudem sprachkundigen Kandidaten parat. Bei Investoren ist das Problem eher noch gravierender. Die

meisten Käufer kommen aus dem Finanzbereich und stützen ihre Akquisitionen auf ein im Zielunternehmen vorhandenes, gut qualifiziertes Fremdmanagement, das sie anschließend am Unternehmenskapital beteiligen können (»Management Buy Out«). Dieses Involvement der Fremdgeschäftsführung ist aus Sicht eines Investors wichtig, da man aus den bisherigen Angestellten Unternehmer machen möchte. Die Erfahrung der vergangenen 20 Jahre zeigt, dass solche Managementbeteiligungen und die daraus erwachsende hohe Motivation der handelnden Menschen die Hauptwerttreiber vieler Unternehmenswertentwicklungen waren.



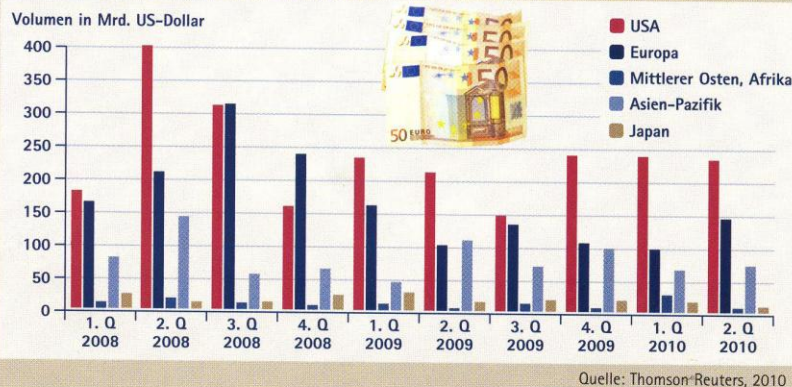
Xaver Zimmerer

Gibt es jedoch neben dem Inhaber keine qualifizierten Manager im Betrieb, die man beteiligen kann, erhöht sich das unternehmerische Risiko sowohl für strategische Käufer als auch für Investoren. Die dann von außen geholten Manager kennen das Unternehmen und häufig auch die Branche nicht und müssen daher eingearbeitet werden. Die Suche kostet Zeit und Geld und nicht jeder eingestellte Nachfolger erweist sich als glückliche Wahl. Dann geht die Suche von vorne los. Diese Unwägbarkeiten wollen die meisten Käufer im Preis berücksichtigt wissen. Liegt eine solche Managementlücke vor, mindert sich der Unternehmenswert in der Praxis durchaus um 10 bis 20 %. Vor diesem Hintergrund sind angehende Verkäufer gut beraten, sich vor dem Termin nach einem oder mehreren möglichen Nachfolgern umzuschauen und diese auch als Geschäftsführer zu installieren. Dabei sollte man kein Personal aus der zweiten Reihe als Verlegenheitslösung befördern. Professionelle Käufer erwarten in der Regel redegewandte, international erfahrene und des Englischen mächtige Führungskräfte mit sprübarem »drive«. Die Kosten für einen »Headhunter« und die kurzfristigen Mehrkosten einer Fremdgeschäftsführung sind gegenüber dem dadurch deutlich höheren Unternehmenswert/Kaufpreis gering.

Findet der verkaufswillige Unternehmer rechtzeitig, also spätestens zu Beginn der Verkaufsverhandlungen, keinen geeigneten Geschäftsführer mehr und ist er nicht bereit, die Firma entsprechend preiswerter zu veräußern, muss er bereit sein, dem Käufer eine dieser drei Kompromisslösungen zu bieten:

- ▶ Er bleibt noch zwei bis drei Jahre nach dem Verkauf als Geschäftsführer im Amt und hilft dem Käufer, einen oder mehrere Nachfolger einzuarbeiten.
- ▶ Er behält eine Minderheitsbeteiligung oder er beteiligt sich an der Übernahme-gesellschaft (NewCo) zumindest so lange, wie er geschäftsführend tätig bleibt. Diese Lösung wird von Beteiligungsgesellschaften und Finanzinvestoren präferiert, da sich ihr Risiko bei falscher Auswahl eines Nachfol-

Weltweite Transaktionsvolumina nach Regionen



▶ Fortsetzung auf Seite 51

► Fortsetzung von Seite 48

gers reduziert. Wichtig bei einer Minderheitsbeteiligung ist, dass der Minderheitsbeteiligte ein Mitverkaufsrecht zu denselben Konditionen hat (»Take along clause«), sobald der Mehrheitsgesellschafter aussteigt.

► Für strategische Käufer hat der Verbleib einer Minderheitsbeteiligung beim Altinhaber viel weniger Reiz, da dies die vollständige Integration des erworbenen Unternehmens in die Strukturen des Käufers eher behindert. Zudem will der Käufer Synergien meist nur ungern mit dem Minderheitsgesellschafter teilen. Deshalb versuchen strategische Käufer lieber, ihr höheres Risiko aufgrund des Fehlens eines leistungsfähigen Fremdmanagements durch variable Kaufpreisbestandteile zu lösen. Beliebt ist international die Vereinbarung von »Earn outs«. Dabei wird mit dem Verkäufer ein Drei-bis-Fünf-Jahresplan abgestimmt, in dem die Umsatz- und Gewinnziele einvernehmlich festgelegt werden. Erreicht das übernommene Unternehmen die Ziele, erhält der Verkäufer Nachzahlungen auf den Preis, die jährlich abgerechnet werden. Aus unserer

Erfahrung wissen wir, dass »Earn outs« bei jüngeren Verkäufern durchaus beliebt sind, während ältere Verkäufer sie häufig ablehnen. Damit vergeben sie freilich eine durchaus gute Chance, den Gesamtkaufpreis zu maximieren. Bei alledem macht die Vereinbarung eines solchen variablen Kaufpreisanteils in der Regel nur Sinn, wenn der Verkäufer auch mit dem fest vereinbarten Kaufpreisanteil allein auskommen kann.

Abschließend ist festzustellen, dass der Wert mittelständischer Unternehmen sehr von der Qualität ihrer Führungsmannschaft abhängig ist. Das ist auch der Grund dafür, warum Käufer prinzipiell höhere Preise für Unternehmen mit einem breit aufgestellten Managementteam zahlen als für inhabergeführte Unternehmen ohne Fremdmanagement. Wer also den Verkaufswert und die Verkaufsfähigkeit seines Betriebes steigern will, sollte bewusst und umsichtig in den Aufbau einer qualifizierten, hochmotivierten Fremdgeschäftsführung investieren. ■

*Xaver Zimmerer,
Geschäftsführender Gesellschafter,
InterFinanz GmbH, Düsseldorf*