

Interessenkonflikte im Mergers & Acquisitions-Prozess

Dr. Ronald Weihe ist Vice President im Bereich Corporate Finance/M&A des Bankhauses B. Metzler seel. Sohn & Co. in Frankfurt am Main. Prof. Dr. Rainer Elschen ist Inhaber des Lehrstuhls für Finanzwirtschaft und Banken an der Universität Duisburg-Essen am Campus Essen und Direktor des European Center for Financial Services (ecfs).

I. Einleitung

Mergers & Acquisitions (M&A) verändern merklich die Unternehmenslandschaft in Deutschland. Besonders spektakulär sind „feindliche“ Übernahmen, bei denen Aktionäre börsennotierter Gesellschaften ihre Verkaufsentscheidung als Reaktion auf ein öffentliches Übernahmeangebot treffen, das vom Management ihrer Gesellschaft abgelehnt wird. Interessen-

konflikte zwischen Aktionären und Management sind hier augenfällig.

M&A-Prozesse, bei denen die Unternehmensverkäufer keine Publikumsaktionäre börsennotierter Gesellschaften sind, werden in der Literatur weitaus weniger behandelt. Allerdings machen diese Prozesse den Großteil der Unternehmenstransaktionen in Deutschland aus. Noch seltener wird thematisiert, inwiefern es auch bei diesen „normalen“ M&A Interessenkonflikte zwischen dem Unternehmensverkäufer und dem eigenen Management gibt. Wenn überhaupt, werden solche Konflikte für den Spezialfall des Management Buy-Outs (MBO) diskutiert, bei dem das Management selbst als Kaufinteressent auftritt¹⁾.

Dennoch finden sich auch bei „normalen“ Übernahmen zahlreiche Konfliktfelder. Dieser Beitrag identifiziert und strukturiert in Abschn. II. zunächst mögliche Interessenkonflikte zwischen Unternehmensverkäufer und dem Management des Verkaufsunternehmens. Diese Konflikte können in M&A-Prozessen eine Reihe von Problemen bewirken: von Verzögerungen des Verkaufs über einen Preisverfall bis hin zur Obstruktion des gesamten Projekts. Die praktische Bedeutung der Konflikte wird in Abschn. III. anhand einer umfassenden empirischen Untersuchung belegt und erläutert. Anschließend werden in Abschn. IV. Instrumente zur Konfliktbehebung aus der Perspektive des Unternehmensverkäufers aufgezeigt. Abschn. V. fasst die Ergebnisse zusammen.

II. Konfliktformen

1. Überblick

Als Interessenkonflikt wird im Folgenden ein auf den Verkaufsprozess bezogener Interessengegensatz zwischen dem Unternehmensverkäufer und dem Management des Verkaufsunternehmens bezeichnet, der (zumindest) vom Management wahrgenommen wird und bei ihm zu opportunistischem Verhalten führt. Dann nimmt das Management eigennützig und eventuell unter Einsatz von Täuschung eine oder mehrere für den Unternehmensverkäufer nachteilige Handlung(en) vor oder unterlässt vorteilhafte Handlung(en), die es bei Fehlen oder mangelnder Wahrnehmung des Interessengegensatzes nicht vorgenommen bzw. nicht unterlassen hätte²⁾.

Abb. 1 auf S. 603 gibt einen Überblick über denkbare Formen von Interessenkonflikten zwischen dem Unternehmensverkäufer und dem Management. Unter „Management“ wird dabei die oberste Leitung des zu veräußernden Unternehmens bzw. Unternehmensteils verstanden.

Die Konflikte können zwischen Einzelpersonen, zwischen Personengruppen oder zwischen Einzelpersonen und Personengruppen auftreten. Sie sind somit interpersoneller Natur. Handelt es sich bei dem Unternehmensverkäufer oder bei dem Management um eine Personengruppe, wird im Folgenden von einer einheitlichen Interessenlage der jeweiligen Gruppe ausgegangen³⁾.

2. Preiskonflikt

Das vorrangige Interesse des Unternehmensverkäufers ist im Regelfall, einen möglichst hohen Kaufpreis zu erzielen⁴⁾. Der vom Verkäufer angestrebten Kaufpreismaximierung können jedoch die Interessen des Managements entgegenstehen. Hier sind die Fälle des geplanten Unternehmensverkaufs an Dritte (d. h. an industrielle Investoren bzw. Finanzinvestoren), des MBOs und der Börseneinführung zu unterscheiden.

Das Kaufpreisgebot eines Dritten orientiert sich meist an zukunftsorientierten Bewertungsmethoden, bei denen die erwarteten Unternehmenserfolge kapitalisiert werden – ggf. unter Einbeziehung von Synergieeffekten. Der so ermittelte Barwert stellt die Preisobergrenze des potenziellen Käufers dar. Sind die Unternehmenserfolge in der Zukunft nachhaltig niedriger als vom Unternehmenskäufer beim Erwerb erwartet und übersteigt daher der geleistete Kaufpreis den Barwert dieser Erfolge, war die Unternehmenstransaktion aus seiner Sicht nicht wirtschaftlich. Die Verantwortung dafür wird gewöhnlich beim Management gesucht. Denn unter dem neuen Eigentümer wird es daran gemessen, ob es dessen Renditeerwartung erfüllt oder besser noch übertrifft.

Die mangelnde Erfüllung der Renditeerwartung des Unternehmenskäufers hat für das Management daher u.U. Sanktionen zur Folge. Diese liegen vor allem dann nahe, wenn das Management die nicht erreichten Plandaten während des Verkaufsprozesses mit Nachdruck vertreten und verteidigt hat. Da die Renditeerwartung des Käufers im Regelfall umso höher ist, je mehr der

1) Vgl. z. B. Rhein, *Der Interessenkonflikt der Manager beim Management Buy-Out*, 1997, S. 14-19 und Tirpitz, *Die Pflichten der GmbH-Manager gegenüber den Altgesell-schaftern beim Management Buy-Out*, 2001, S. 34-41.

2) Zum Konfliktbegriff vgl. ausführlich Weihe, *Interessenkonflikte zwischen Unternehmensverkäufer und Management*, 2003, S. 106-108.

3) *Das Gruppeninteresse kann man durch das Interesse der Mehrheit repräsentiert sehen. Mehrheitsinteressen sind in der Praxis z.B. durch wiederholtes Abstimmen oder durch Schiedsspruch des Gruppenältesten festzustellen.*

4) Vgl. etwa Blumberg/Helling, *MAR* 1995 S. 537; Friedrich, *Erfolgreicher Unternehmensverkauf*, 1998, S. 35 und Reed/Lajoux, *The Art of M&A*, 3. Aufl. 1999, S. 486.

Unternehmensverkäufer erlöst hat, kann das Management aus Angst vor erhöhtem Leistungsdruck und Sanktionen unter dem neuen Eigentümer an einem möglichst niedrigen Kaufpreis interessiert sein.

Erwägt das Management selbst den Unternehmenskauf im Rahmen eines MBOs, kann das Interesse an einem günstigen Kaufpreis sogar unmittelbar zu einem Konflikt mit dem Unternehmensverkäufer führen. Niedrigere Preise sind hier die Regel: MBO-Manager erzielen ganz selten Synergien, da sie keine Geschäfte zusammenführen, sondern nur ein bereits bestehendes Geschäft weiterführen. Daher sind sie häufig nicht bereit oder in der Lage, den Kaufpreis zu entrichten, den ein industrieller Investor aufgrund von Synergiepotenzialen leisten kann⁵⁾.

Das Management kann auch die Börseneinführung des Verkaufsunternehmens favorisieren, weil es sich davon z.B. ein höheres Ansehen in der Öffentlichkeit oder ein höheres Gehalt verspricht. Eine Börseneinführung ist jedoch meist mit einem niedrigeren Kaufpreis verbunden als der Unternehmensverkauf⁶⁾. Die Ursache dafür liegt in Vorteilen beim Unternehmenskauf, für die industrielle Investoren bereit sind, Prämien zu zahlen: eine Prämie für die Erlangung der Unternehmenskontrolle (Kontrollprämie und eine Prämie für Synergiepotenziale (strategische Prämie)⁷⁾. Zudem ist bei Börsengängen häufig ein Kursanstieg unmittelbar nach der Erstnotierung zu beobachten, sodass der erzielte Börsenerlös unter dem späteren Marktpreis der platzierten Aktien liegt (Underpricing)⁸⁾. Überdies erwarten insbesondere institutionelle Anleger, dass bei einer Börseneinführung ein Teil des Emissionserlöses dem Unternehmen zufließt und nicht dem bisherigen Eigentümer⁹⁾.

Der Preiskonflikt bezieht sich bei gegebenem Umfang des Verkaufsobjekts (d.h. einer vom Verkäufer angebotenen Anteilshöhe im Fall des Share Deals bzw. einer bestimmten Anzahl Wirtschaftsgüter im Fall des Asset Deals) auf das „Preisgerüst“ des Unternehmensverkaufs. Den Umfang des Verkaufsobjekts, d.h. das „Mengengerüst“, betreffen hingegen der Vollständigkeits- und der Abschlusskonflikt.

3. Vollständigkeits- und Abschlusskonflikt

Der Verkäufer ist typischerweise daran interessiert, das Unternehmen bzw. den Unternehmens(an)teil möglichst vollständig zu veräußern¹⁰⁾. Es sollen keine Teile des Verkaufsobjekts – Wirtschaftsgüter beim Asset Deal und Anteile beim Share Deal – zurückbehalten werden. Dem gegenüber kann das Management wünschen, Teile des Verkaufsobjekts nicht in den M&A-Prozess einzubringen.

Ein solcher Interessenkonflikt, der sich auf einen Teil des Verkaufsobjekts bezieht, wird als Vollständigkeitskonflikt bezeichnet. Hier lassen sich wiederum mehrere Fälle unterscheiden.

Um die Einflussmöglichkeiten des neuen Eigentümers zu begrenzen, kann das Management sich dafür einsetzen, dass der Unternehmensverkäufer beim Share Deal nicht sämtliche Anteile an Dritte abgibt, sondern nur eine geringere

Form des Interessenkonflikts	Interessen des Unternehmensverkäufers	Interessen des Managements
Preiskonflikt	• Möglichst hoher Kaufpreis	• Möglichst niedriger Kaufpreis; Management Buy-Out oder Börseneinführung
Vollständigkeitskonflikt	• Möglichst vollständige Veräußerung	• Zurückbehalten von Teilen; Management Buy-Out oder Börseneinführung
Abschlusskonflikt	• Abschluss der Transaktion	• Kein Abschluss der Transaktion
Qualitätskonflikt	• Auswahl eines aus Verkäufersicht attraktiven Investors	• Präferenz für einen anderen Investor; Management Buy-Out oder Börseneinführung
Timingkonflikt	• Veräußerung bis zu einem bestimmten Zeitpunkt	• Veräußerung zu einem späteren Zeitpunkt

* Bei Unternehmensverkauf an Dritte.

Abb. 1: Mögliche Interessenkonflikte

Beteiligung. Beim Asset Deal könnte das Management den Verkäufer dazu drängen, Unternehmensteile auszugrenzen. Über diese kann es nach Überführung in eine separate rechtliche Einheit weiterhin Leitungsfunktionen ausüben und muss nicht unter dem neuen Eigentümer tätig werden. Als MBO-Anwärter kann das Management bestrebt sein, nur attraktive Wirtschaftsgüter zu erwerben und unattraktive vom Erwerb auszuschließen („Rosinenpicken“).

Bei einer Börseneinführung müsste der Eigentümer ohnehin Unternehmensanteile zurückbehalten. Das öffentlich kommunizierte Anliegen, sämtliche Unternehmensanteile sofort über die Börse zu platzieren, rief nämlich bei potenziellen Anlegern im Regelfall Zweifel an der Attraktivität des Investments hervor. Es wäre zumindest mit wesentlichen Preisabschlägen verbunden oder könnte die Platzierung sogar generell gefährden. Eine Platzierung von mehr als der Hälfte der Anteile im Zuge der Börseneinführung ist in der Praxis so gut wie nie anzutreffen, mit Ausnahme von Spin Offs, bei denen sich ein Unternehmensbereich nach Ausgliederung und Börsengang im Eigentum der Gesellschafter der bisherigen börsennotierten Obergesellschaft befindet¹¹⁾. Nach der Erstemission können suk-

5) Vgl. Sattler, *Kauf und Verkauf eines Unternehmens*, 1998, S. 18 und Wright/Robbie, *Long Range Planning* 1996 S. 697.

6) Aktienpakete mit einem sehr hohen Wert können in Ermangelung eines zahlungskräftigen industriellen Investors, aus kartellrechtlichen Gründen oder aufgrund strategischer Erwägungen teilweise jedoch nur über die Börse platziert werden. Überdies kann die Börseneinführung infolge von Spekulationsblasen am Aktienmarkt für Eigentümer temporär attraktiver sein.

7) Vgl. Damodaran, *Corporate Finance*, 2. Aufl. 2001, S. 844-853 und Gaughan, *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*, 3. Aufl. 2002, S. 520-523. Die Kontrollprämie wird bisweilen auch als „Paketzuschlag“ bezeichnet.

8) Vgl. Ross/Westerfield/Jaffe, *Corporate Finance*, 6. Aufl. 2002, S. 541-543; Stehle/Ehrhardt, *ZfB* 1999 S. 1397-1404 und Gerke/Fleischer, *ZfB* 2001 S. 832-836.

9) Vgl. auch Puhl, in: Achleitner/Thoma (Hrsg.), *Handbuch Corporate Finance*, 1998, S. 26.

10) Vgl. Müller/Pluznik, *Blick durch die Wirtschaft* 20. 9. 1995 S. 7.

11) Vgl. auch Achleitner, *Handbuch Investment Banking*, 3. Aufl. 2002, S. 205.

zessive weitere Anteile über die Börse abgegeben werden. Auch unter Berücksichtigung solcher Sekundärplatzierungen ist eine vollständige Abgabe von Unternehmensanteilen über die Börse jedoch selten.

Das Interesse einiger Unternehmenseigentümer ist in erster Linie auf den Abschluss der Transaktion gerichtet, d.h. auf die Realisierung der Veräußerung überhaupt. Möchte das Management den Abschluss des Unternehmensverkaufs gänzlich verhindern, ist ein Abschlusskonflikt gegeben. Das Management kann einen Abschluss verhindern wollen, weil es infolge des Verkaufs z.B. mit Kompetenzbeschränkungen, Gehaltseinbußen, erhöhtem Leistungsdruck, dem Verlust des Arbeitsplatzes oder ungewissen persönlichen Konsequenzen rechnet. Eventuell unterstützt das Management die Verkaufsbemühungen auch deshalb nicht, weil es befürchtet, dass während des M&A-Prozesses Fehlentscheidungen bzw. Missstände aufgedeckt werden, für die es verantwortlich ist.

Neben diesen selbstbezogenen Aspekten können auch soziale oder auf die Geschäftstätigkeit bezogene Aspekte aus Sicht des Managements dazu führen, dass es sich gegen den Abschluss des Unternehmensverkaufs stellt. Soziale Aspekte sind z.B. die Sorge um das Wohl der Mitarbeiter oder um die wirtschaftliche Zukunft der Bevölkerung in der Region¹²⁾. Zu den auf die Geschäftstätigkeit bezogenen Aspekten zählen „positive Erwartungen“¹³⁾ hinsichtlich der zukünftigen Entwicklung des Unternehmens. Diese können bewirken, dass sich das Management für die weitere Selbstständigkeit des Verkaufunternehmens einsetzt.

4. Qualitätskonflikt

Wenn der Unternehmensverkäufer einen potenziellen Erwerber attraktiv findet wegen dessen Reputation, dessen Bonität, dessen Vorstellungen zur Kaufpreisrichtung oder anderer eher qualitativer Kriterien und aufgrund des Niveaus seines (potenziellen) Kaufpreisgebots und wenn das Management diesen Erwerber aus irgendwelchen Gründen ablehnt oder einen anderen Investor vorzieht, liegt ein Qualitätskonflikt vor. So kann das Management den Vertragsabschluss mit einem industriellen Investor, der wegen seiner Geschäftstätigkeit und Finanzkraft der nahe liegende Erwerber ist, verhindern wollen, weil es mit negativen persönlichen Konsequenzen unter dem neuen Eigentümer rechnet. Das Management wird daher vielleicht den Verkauf an einen aus Verkäufersicht weniger qualifizierten Investor unterstützen oder einen Finanzinvestor befürworten, von dessen Engagement es eine geringere Einflussnahme auf die Leitungsfunktion erwartet. Analog sind auch Vorbehalte des Managements gegenüber spezifischen Finanzinvestoren oder gegenüber Finanzinvestoren im allgemeinen denkbar.

Strebt das Management selbst den Unternehmenserwerb an, tritt es ggf. auch dann für den MBO ein, wenn dem Unternehmensverkäufer andere Investoren aufgrund qualitativer Kriterien attraktiver erscheinen.

Das Management fordert eventuell auch die Realisierung der Börseneinführung anstelle des Unternehmensverkaufs, weil es sich von dem breit gestreuten Anteilsbesitz einer börsennotierten Gesellschaft mehr Unabhängigkeit, bessere Möglichkeiten zur Finanzierung des Unternehmenswachstums oder andere Vorteile verspricht.

Bei dem Qualitätskonflikt können ähnlich wie bei dem Abschlusskonflikt neben selbstbezogenen Aspekten auch soziale und auf die Unternehmenstätigkeit bezogene Aspekte dazu führen, dass das Management einen potenziellen Investor befürwortet, der vom Unternehmensverkäufer nicht präferiert wird. Tätigkeitsbezogen kann sich das Management etwa gegen den Verkauf an einen Investor einsetzen, wenn es erwartet, dass das Wachstumspotenzial des Unternehmens unter diesem Investor nicht ausgeschöpft wird.

5. Timingkonflikt

Hat sich der Unternehmenseigentümer zum Verkauf entschlossen, dann soll der Verkaufsvorgang im Regelfall zügig abgewickelt werden¹⁴⁾. Das Management kann den Unternehmensverkauf jedoch herauszögern wollen. Dies wird als Timingkonflikt bezeichnet.

Das Management kann einen solchen Konflikt provozieren:

- um möglichst lange ein garantiertes Einkommen und eine gesicherte Position unter dem bisherigen Eigentümer zu haben,
- um im Unternehmen die Voraussetzungen für eine Börseneinführung zu schaffen oder
- um den Eigentümer bei veränderten Rahmenbedingungen später zur Aufgabe seiner Verkaufsabsicht zu bewegen.

III. Praktische Bedeutung der Konflikte

1. Untersuchungsmethode

Um zu ermitteln, welchen Stellenwert Interessenkonflikte zwischen dem Unternehmensverkäufer und dem Management des Verkaufsunternehmens in der Praxis haben, hat der Lehrstuhl für Finanzwirtschaft und Banken der Universität Duisburg-Essen eine schriftliche Befragung von M&A-Beratern in Deutschland durchgeführt.

Im Rahmen der Befragung wurden 64 M&A-Berater kontaktiert, die nach Anzahl und Volumen der von ihnen begleiteten M&A zu den führenden Anbietern in Deutschland zählen. Bei den kontaktierten Beratern handelt es sich um Banken, M&A-Boutiquen, Unternehmensberatungs- und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften bzw. um Abteilungen, Geschäftsfelder, Niederlassungen, Schwestergesellschaften oder Tochtergesellschaften solcher Unternehmen. Von den 64 versandten Fragebögen kamen 56 verwendbare zurück, sodass mit einer Rücklaufquote von 87,5% weitgehend der Charakter einer Vollerhebung erzielt wurde.

¹²⁾ Vgl. Jansen, *Desinvestitionen*, 1986, S. 308-312.

¹³⁾ Jansen, a.a.O. (Fn. 12), S. 288.

¹⁴⁾ Vgl. Müller/Pluznik, a.a.O. (Fn. 10), S. 7; Wright/Robbie, a.a.O. (Fn. 5), S. 697 und KPMG (Hrsg.), *Increasing Value from Disposals*, 2004, S. 15.

Die Befragung der M&A-Berater zu den Konflikten hat gegenüber einer direkten Befragung von Unternehmensverkäufern oder Managern von Verkaufsunternehmen mehrere Vorteile:

- Als Prozess-Steuerer an der Schnittstelle zwischen Unternehmensverkäufer und Management haben M&A-Berater einen besonders guten Einblick in Interessenkonflikte zwischen diesen Parteien.
- Von M&A-Beratern kann man höhere Auskunftsbereitschaft und Antwortgültigkeit erwarten, da sich die Konflikte nicht unmittelbar auf ihre Person beziehen. Deshalb verweigern die Berater seltener eine Antwort. Sie haben auch keinen Grund, Konflikte zu verneinen oder beschönigend darzustellen.
- M&A-Berater bündeln Erfahrungen aus einer Vielzahl von M&A. Ihre Einschaltung entwickelt sich in Deutschland zum Marktstandard. Im Jahr 2000 haben M&A-Berater rund die Hälfte der deutschlandbezogenen M&A begleitet¹⁵⁾.
- Die Namen von M&A-Beratern sind durch Fachpublikationen öffentlich bekannt.

2. Untersuchungsergebnisse

Die Untersuchung ergab, dass Interessenkonflikte zwischen dem Unternehmensverkäufer und dem Management nicht selten sind. Rund 23% der befragten M&A-Berater haben solche Interessenkonflikte meistens festgestellt, 59% gelegentlich, 14% selten und nur 4% nie (s. Abb. 2).

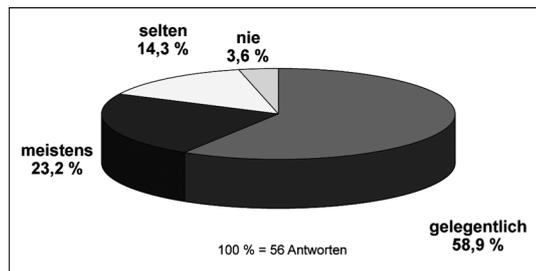


Abb. 2: Häufigkeit der Feststellung der Interessenkonflikte

Da dem M&A-Berater und dem Unternehmensverkäufer Interessenkonflikte zum Teil verborgen bleiben, treten solche Konflikte in der Praxis vermutlich noch öfter auf als es die Untersuchungsergebnisse nahe legen.

Die Häufigkeit der Konfliktfeststellung ist signifikant abhängig vom Transaktionsvolumen. So wurden Konflikte bei Transaktionen mit einem Volumen von mindestens 50 Mio. € deutlich häufiger festgestellt als bei Transaktionen mit niedrigerem Volumen. Diese Transaktionen mit einem niedrigen Volumen betreffen eher kleinere, eigentümergeführte Unternehmen, bei denen Unternehmensverkäufer und Management identisch sind.

Die Ergebnisse der Untersuchung zeigen, dass Interessenkonflikte in sämtlichen Phasen eines Verkaufsprozesses auftreten: im Rahmen der Unternehmensanalyse und -dokumentation, bei der Ermittlung der zu kontaktierenden Investoren, bei der Durchführung des Bietverfahrens¹⁶⁾ und in der Verhandlungsphase. Die im M&A-Prozess am häufigsten identifizierten Konfliktbereiche sind in Abb. 3 dargestellt.

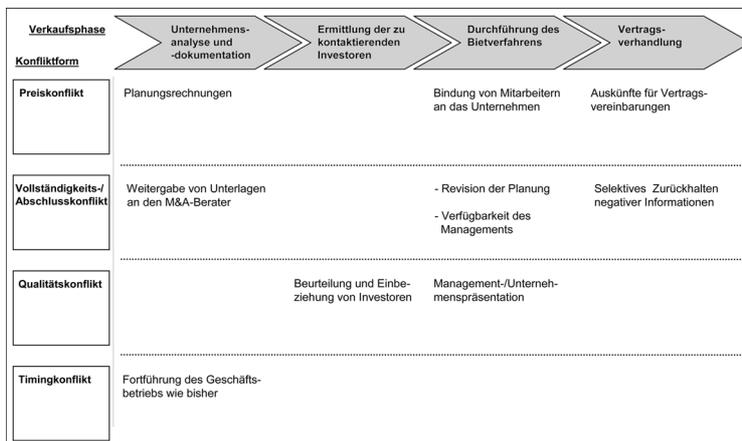


Abb. 3: Häufigste Konfliktbereiche im M&A-Prozess

In der ersten Phase des M&A-Prozesses sind Preis-, Abschluss- und Timingkonflikte zu beobachten. Beispielsweise versucht das Management, die Zukunftsaussichten des Verkaufsunternehmens im Rahmen von Planungsrechnungen „konservativ“ darzustellen, um unter dem neuen Eigentümer eine „Planungsreserve“ zu haben. Unrealistische Planungen werden dann unverändert in die Verkaufsunterlagen (z.B. in das Informationsmemorandum) übernommen und bilden so die Grundlage für Kaufpreisgebote potenzieller Investoren. Zum Teil weigert sich das Management auch, Unterlagen für den Verkauf zu erstellen oder weiterzugeben, um auf diese Weise den Abschluss der Transaktion zu verhindern oder hinauszuzögern. Gelegentlich behauptet es dabei, dass ihm aufgrund der geforderten Bereitstellung von Verkaufsdokumenten die Fortführung des Geschäftsbetriebs mit gewohnter Intensität nicht mehr möglich sei.

In der zweiten Phase bei der Ermittlung zu kontaktierender Investoren liegt nicht selten ein Qualitätskonflikt vor. Das Management erwähnt hier aus Verkäufersicht attraktive Investoren entweder nicht, oder es beurteilt diese anhand vermeintlicher Sachargumente negativ, weil es deren Einbeziehung in den M&A-Prozess vermeiden will. Favorisierte Investoren stellt das Management dagegen zu positiv dar.

In der dritten Verkaufsphase treten besonders häufig Preis-, Vollständigkeits-/Abschluss- und Qualitätskonflikte auf:

- Es kann zur Kaufpreisreduzierung führen, wenn das Management während des Bietverfahrens bewusst nichts unternimmt, um wichtige Mitarbeiter an das Unternehmen zu binden. Ein solcher Personalverlust kann sogar das Unternehmen gänzlich oder in Teilen unverkäuflich machen.
- Auf einen unerwünschten Verkaufsprozess reagiert das Management, indem es für Auskünfte an und für Gespräche mit Investoren nur beschränkt zur Verfügung steht oder indem es die Unternehmensplanung überraschend revidiert.

¹⁵⁾ Vgl. Weihe, a.a.O. (Fn. 2), S. 70-73.

¹⁶⁾ Der Unternehmensverkauf erfolgt i.d.R. mittels einer Auktion, d.h. es werden mehrere potenzielle Investoren zur Abgabe von Kaufangeboten aufgefordert. Zu den Formen und zur praktischen Bedeutung von Unternehmensauktionen vgl. Weihe, a.a.O. (Fn. 2), S. 33-38 und S. 81-83.

- Mit einem abweisenden Verhalten gegenüber unerwünschten Investoren versucht das Management, die Höhe der Kaufpreisgebote und die Bereitschaft dieser Investoren zur weiteren Teilnahme am Verkaufsprozess zu beeinträchtigen.

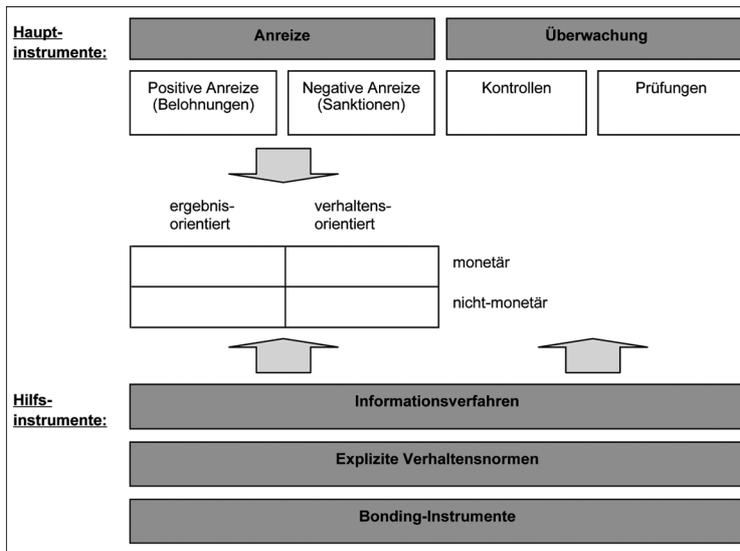


Abb. 4: Instrumente zur Konfliktbehebung

In der Verhandlungsphase lassen sich gelegentlich Preis- und Abschlusskonflikte feststellen. Um den Kaufpreis niedrig zu halten oder den Vertragsabschluss zu verhindern, erteilt das Management für die Vertragsgestaltung erforderliche Auskünfte nicht oder es hält negative Informationen über das Verkaufsobjekt bis zur Verhandlung zurück.

Die Ergebnisse der Untersuchung zeigen, dass sich die Interessenkonflikte nachteilig auf die Realisierung der Interessen des Unternehmensverkäufers auswirken: 60,7% der befragten M&A-Berater sehen sehr nachteilige Auswirkungen auf den Verkaufsprozess und das Verkaufsergebnis, die übrigen Befragten immerhin deutlich (35,7%) oder mittelmäßig nachteilige Wirkungen (3,6%). Diese Interessenkonflikte sind somit nicht nur nach ihrer Häufigkeit sondern auch nach ihrer Tragweite ein sehr ernst zu nehmender Faktor bei Unternehmenstransaktionen.

Der Unternehmensverkäufer ist im M&A-Prozess auf die Unterstützung des Managements angewiesen. Das konfliktäre Verhalten des Managements führt zu erheblichen Kaufpreiseinbußen, verzögert bzw. verhindert den Abschluss des Verkaufs, veranlasst das Zurückhalten von Teilen des Verkaufsobjekts oder bewirkt den Verkauf an einen aus Verkäufersicht weniger attraktiven Investor.

Über 90% der Teilnehmer der Expertenbefragung sind der Auffassung, es sollte Aufgabe des M&A-Beraters sein, Interessenkonflikte zwischen Unternehmensverkäufer und Management zu analysieren und Instrumente zur Konfliktbehebung einzusetzen. Nahezu jeder dritte Befragungsteilnehmer implementiert oder empfiehlt aber selbst keine Instrumente, obwohl er Konflikte festgestellt hat. Es besteht somit eine praktische Anwendungslücke. Entweder sind die Instrumente zur Konfliktbehebung in der

Praxis nicht bekannt oder sie werden nicht beherrscht, falls nicht ohnehin die meist unangenehme Aufgabe des Konfliktmanagements gemieden wird. Daher ist die Behebung der Interessenkonflikte ein insgesamt nicht hinreichend beachteter Erfolgsfaktor von M&A.

IV. Behebung der Konflikte

1. Orientierungsrahmen

Unternehmensverkäufe, bei denen Interessenkonflikte zwischen Verkäufer und Management des Verkaufsunternehmens auftreten, stellen einen Anwendungsbereich der Agency-Theorie und der Anreiz-Beitrags-Theorie dar¹⁷⁾. Diese Theorien bieten Instrumente, die geeignet sind, zur Behebung der Konflikte beizutragen (systematischer Überblick in Abb. 4). Die Agency-Theorie hebt ergebnis- und verhaltensorientierte monetäre Anreize, Überwachungs- und Informationsverfahren, Selbstbindung und explizite Verhaltensnormen als Instrumente zur Konfliktbehebung hervor. Die Anreiz-Beitrags-Theorie unterstreicht besonders den Stellenwert nicht-monetärer Anreize.

2. Anreize

Es lassen sich positive Anreize (d.h. in Aussicht gestellte Belohnungen/Anreize i.e.S.) und negative Anreize (d.h. in Aussicht gestellte Sanktionen) unterscheiden. Positive und negative Anreize können darüber hinaus nach den Kriterienpaaren „ergebnis- versus verhaltensorientiert“ und „monetär versus nicht-monetär“ geordnet werden. Anhand dieser Kriterienpaare wurde für positive und negative Anreize im Rahmen des Unternehmensverkaufs jeweils eine Matrix entwickelt. Abb. 5 auf S. 607 zeigt entsprechend systematisiert die positiven Anreize für das Management¹⁸⁾.

Ergebnisorientierte Anreize sind auf das Ergebnis des Verkaufsprozesses gerichtet. Das „Ergebnis“ des Unternehmensverkaufs bezeichnet dabei den Grad der Realisation der Verkäuferinteressen. Als Maßstab für den Realisierungsgrad der Preis-, Abschluss- und Vollständigkeitsinteressen sowie – unter Beachtung von Kapitalisierungseffekten – des Timinginteresses des Unternehmensverkäufers kann die Höhe des Verkaufserlöses dienen. Ergänzend lässt sich im Fall des Vollständigkeitskonflikts das Verhältnis der veräußerten zu den vom Eigentümer zur Veräußerung vorgesehenen Anteilen oder Wirtschaftsgütern heranziehen. Entsprechend kann das Verhältnis der tatsächlichen zur geplanten Dauer des Verkaufsprozesses als Maßstab für den Realisationsgrad des Timinginteresses dienen.

Verhaltensorientierte Anreize sind hingegen an das kooperative verkaufsbezogene „Verhalten“ (d.h. das Anstrengungsniveau) des Managements geknüpft. Dieses Verhalten kann beschrieben werden anhand von Kriterien wie Verfügbarkeit während des Verkaufsprozesses, vollständige und zeitnahe Bereitstellung von Informationen, Planungskonstanz und -genauigkeit,

17) Vgl. Weihe, a.a.O. (Fn. 2), S. 193 f. und S. 209 f.

18) Zur Systematisierung negativer Anreize vgl. Weihe, a.a.O. (Fn. 2), S. 226-231.

	ergebnisorientiert	verhaltensorientiert
monetär	<ul style="list-style-type: none"> ● Bei Abschluss der Transaktion, vollständiger Veräußerung, Erreichen eines gewünschten Kaufpreises, Verkauf an einen bestimmten Investor und/oder Verkauf innerhalb eines bestimmten Zeitraums: <ul style="list-style-type: none"> – Prozentuale Beteiligung am diskontierten Verkaufserlös – Prozentuale Beteiligung am nominellen Verkaufserlös – Fixe Sonderzahlung bzw. Sachleistung – Ermessensprämie – Kapitalbeteiligung am Verkaufsunternehmen – Kaufoption auf Anteile am Verkaufsunternehmen – Zinsvergünstigtes Darlehen ● Höheres Grundgehalt unter einem neuen Eigentümer ● Beteiligung am Erfolg und/oder Kapital des Käuferunternehmens 	<ul style="list-style-type: none"> ● Bei kooperativem Verhalten: <ul style="list-style-type: none"> – Fortschrittsprämien – Einmalige fixe Sonderzahlung bzw. Sachleistung – Ermessensprämie – Bleibepremie (Golden Handcuff) – Beteiligung am Unternehmenserfolg – Kapitalbeteiligung am Verkaufsunternehmen – Kaufoption auf Anteile am Verkaufsunternehmen – Zinsvergünstigtes Darlehen – Verlängerung des Anstellungsvertrags – Anstellungsgarantie in Verbundunternehmen
nicht-monetär	<ul style="list-style-type: none"> ● Bei Abschluss der Transaktion, vollständiger Veräußerung, Erreichen eines gewünschten Kaufpreises, Verkauf an einen bestimmten Investor und/oder Verkauf innerhalb eines bestimmten Zeitraums: <ul style="list-style-type: none"> – Öffentliche Danksagung – Persönliche Verbundenheit – Attraktive nicht-monetäre Perspektiven unter einem neuen Eigentümer: z.B. zusätzliche Entscheidungsbefugnisse, angenehmes Arbeitsumfeld, Macht, erweitertes Investitionsbudget, beruflicher Aufstieg – Freizeit/Sonderurlaub zwischen Signing und Closing 	<ul style="list-style-type: none"> ● Bei kooperativem Verhalten: <ul style="list-style-type: none"> – Lob und verbale Anerkennung durch den Unternehmensverkäufer – Erteilung eines sehr wohlwollenden Zeugnisses – Weiterempfehlung an andere potenzielle Arbeitgeber – Vermittlung von Titeln, Auszeichnungen, Aufsichtsrats-/Beiratspositionen, Vereinsmitgliedschaften ● Erklärtes Vertrauen des Verkäufers auf ein weiterhin loyales Verhalten des Managements ● Verweis auf positive Wahrnehmung des Engagements des Managements durch potenzielle Investoren

Abb. 5: Anreizmatrix

Präsentationswille und -geschick, Gleichbehandlung potenzieller Investoren, Bindung von Mitarbeitern und Fortführung des Geschäftsbetriebs mit gewohnter Intensität. Die von der Verkäuferseite beobachteten Ausprägungen dieser Kriterien können einer mehrstufigen Beurteilungsskala zugeordnet werden und anschließend die Basis für die Bemessung verhaltensorientierter Belohnungen bilden¹⁹⁾.

Ergebnisorientierte und verhaltensorientierte Anreize können miteinander kombiniert werden. Sie bilden dann ein Anreizsystem. Die agency-theoretische Forschung empfiehlt, die Entscheidung zwischen primär ergebnis- und primär verhaltensorientierten Anreizsystemen anhand der Ausprägungen der Situationsmerkmale zu treffen (s. Abb. 6)²⁰⁾. Werden etwa Informationsverfahren zur Verhaltensaufklärung oder explizite Verhaltensnormen in hohem Maße eingesetzt oder ist das Management sehr risikoavers, so spricht dieses für verhaltensorientierte Anreizkomponenten. Ist die Intensität der Interessenkonflikte oder die Messbarkeit des Ergebnisses des Verkaufsprozesses hoch, so begünstigt dieses ergebnisorientierte Bestandteile in Anreizsystemen.

Monetäre positive Anreize sind mit dem Erhalt von Geld oder geldwerten Gütern verbunden, sofern von der Verkäuferseite definierte Bedingungen („Ergebnisse“ bzw. „Verhaltensweisen“) eintreten. Ergebnisorientierte Anreize sind hier z.B. die prozentuale Beteiligung des Manage-

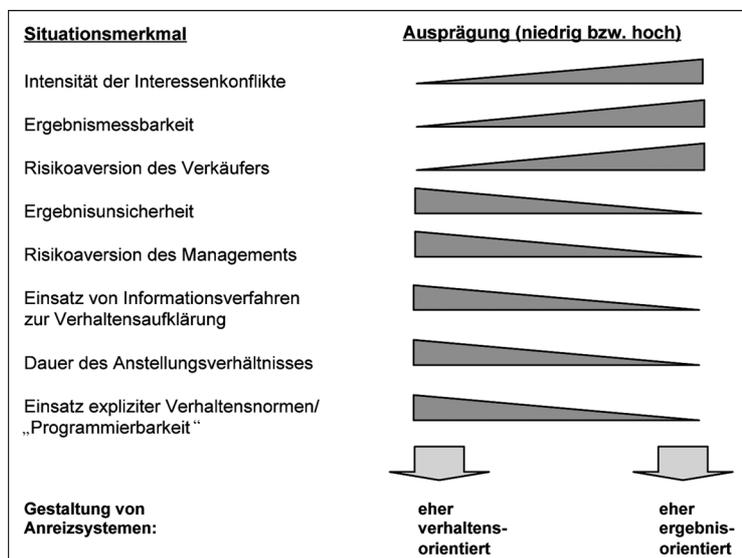


Abb. 6: Situationsmerkmale und Anreizsysteme

ments am Verkaufserlös, die in Aussicht gestellte Sonderzahlung bzw. Sachleistung bei Verkauf an einen Investor und das erwartungsgemäß gestiegene Gehalt unter einem neuen Eigentümer. Zu den verhaltensorientierten monetären Anreizen zählen die Bleibepremie, die Sonderzahlung bei umfassender Verfügbarkeit des Managements während des Verkaufsprozesses und Fort-

19) Zu einer solchen Beurteilungsskala vgl. ausführlich Weihe, a.a.O. (Fn. 2), S. 220-224.

20) Vgl. Elschen, BfuP 1991 S. 212 f.

schrittspremien, d.h. fixe Zahlungen bei Erreichen definierter Meilensteine im Verkaufsprozess, die eine Mitwirkung des Managements erfordern (z.B. Fertigstellung eines umfassenden Informationsmemorandums, Erstellung einer plausiblen Planung, vollständige Datenraumbestückung, überzeugende Präsentationen).

Nicht-monetäre positive Anreize beinhalten Belohnungen, die nicht in Geld oder geldwerten Gütern bestehen. Ergebnisorientierte nicht-monetäre Belohnungen sind bei Erreichen bestimmter Ziele z.B. die öffentliche Danksagung, die persönliche Verbundenheit des Verkäufers und attraktive berufliche Perspektiven unter einem neuen Eigentümer. Ziele können hier sein: Abschluss der Transaktion im Allgemeinen, mit einem bestimmten Investor, zu einem hohen Kaufpreis oder innerhalb eines relativ kurzen Zeitraums. Verhaltensorientierte nicht-monetäre Belohnungen sind bei kooperativem Verhalten z.B. die verbale Anerkennung, die Vermittlung von Titeln, Auszeichnungen oder Aufsichtsrats-/Beiratspositionen und die positive Wahrnehmung des Engagements des Managements durch Investoren.

Nicht-monetäre Anreize haben nach der Theorie ein besonderes Gewicht, wenn die Grundbedürfnisse des Managements bereits durch monetäre Belohnungen aus dem bisherigen Anreizsystem befriedigt sind oder wenn nur eine geringe soziale Distanz zwischen dem Unternehmensverkäufer und dem Management besteht – etwa aufgrund freundschaftlicher Verbundenheit, ähnlicher Wertvorstellungen oder vergleichbarer Vermögenspositionen²¹⁾.

Sanktionen – wie Ermahnung, Abmahnung, Weisung, Einstellung zusätzlicher Manager oder Freisetzung – können situationsspezifisch einen wichtigen Beitrag zur Konfliktbehebung leisten, flankieren jedoch eher die positiven Anreize im Rahmen des M&A-Prozesses. Lassen sich die Konflikte mittels positiver Anreize und der weiter unten zu erläuternden Instrumente nur unbefriedigend bewältigen, können sukzessive negative Anreize mit einer ansteigenden Sanktionierungsstärke aus Sicht des Managements eingesetzt werden (vgl. auch Fn. 18).

3. Überwachungsverfahren

Neben Anreizsystemen können auch Überwachungssysteme das Management veranlassen, im Interesse des Unternehmensverkäufers zu handeln. Trotz Überwachung verbleibt dem Management im Regelfall ein Informationsvorsprung gegenüber dem Überwacher. Überwachungssysteme können daher i.d.R. nicht vollständig verhindern, dass das Management Handlungsspielräume im eigenen Interesse und zulasten des Unternehmensverkäufers nutzt. Der Einsatz von Überwachungssystemen macht daher die Verwendung von Anreizsystemen nicht überflüssig und umgekehrt. Anreiz- und Überwachungssysteme wirken vielmehr zusammen und ergänzen sich.

Um Irritationen und verstärktes Konfliktverhalten seitens des Managements in einem frühen Stadium des Verkaufsprozesses zu vermeiden,

erscheint es empfehlenswert, bei der Überwachung stufenweise vorzugehen. Zunächst sollten Prüfungen eingesetzt werden als ergebnisbezogene Überwachungsverfahren, die nicht fest in den Ablauf der verkaufsbezogenen Handlungen des Managements eingebunden sind. Anschließend und verschärfend könnten Kontrollen durchgeführt werden als unmittelbar in die Handlungsabläufe des Managements eingebundene Verfahren.

Beispiele für Prüfungen sind die Plausibilitätsüberprüfung der Planung, die Sichtung von Unterlagen, die für potenzielle Investoren bestimmt sind und die Überprüfung von Aussagen des Managements zu den Investoren. Zu den Kontrollen zählen z.B. die Steuerung der Informationsweitergabe während der Datenraumphase²²⁾ oder die Überwachung der Managementgespräche.

Mögliche Konsequenzen aus Überwachungshandlungen während des Verkaufsprozesses sind Korrekturen von Verkaufsunterlagen oder Handlungen des Managements, Belohnungen oder Sanktionen.

4. Hilfsinstrumente

Mit Anreiz- und/oder Überwachungssystemen sind typischerweise Hilfsinstrumente verknüpft. Diese erleichtern die gezielte Behebung von Interessenkonflikten mittels Anreiz- und Überwachungssystemen. Zu den Hilfsinstrumenten gehören strukturierte Informationsabläufe, explizite Verhaltensnormen und Bonding-Instrumente.

Strukturierte Informationsabläufe während des Verkaufsprozesses verlangen einen engen Dialog mit dem Management, die regelmäßige Information der Eigentümer über Verlauf und Fortschritt des Prozesses, das Arrangement von Treffen zwischen Management und potenziellen Investoren unter Anwesenheit der Verkäuferseite und die Einbindung des Managements in Projektsitzungen mit dem Verkäufer.

Explizite Verhaltensnormen schreiben dem Management präzise vor, wie es sich während des Verkaufsprozesses zu verhalten hat. Solche Verhaltensnormen sind z.B. Listen mit vorformulierten Antworten auf mögliche Fragen von Investoren (Q&A-Listen), Sprachregelungen für das Management, ein Probelauf der Managementpräsentation sowie die Aufforderung an das Management, sich nicht außerhalb offizieller Gesprächstermine mit Investoren zu treffen. Umfangreiche schriftliche Verhaltensnormen werden auch als Verhaltenskodex bezeichnet.

Durch Selbstbindung (Bonding) verpflichtet sich das Management vor der Durchführung verkaufsbezogener Handlungen ausdrücklich,

21) Vgl. Barnard, *The Functions of the Executive*, 30. Aufl. 1972, S. 145; Bartscher-Finzer/Martin, in: Martin/Nienhüser (Hrsg.), *Personalpolitik*, 1998, S. 117-120 und Weihe, a.a.O. (Fn. 2), S. 209 f.

22) *Potenzielle Investoren erhalten i.d.R. Einblick in umfangreiche Unterlagen über das Verkaufsobjekt. Diese Unterlagen sind typischerweise nur zeitlich befristet und sehr vertraulich allein in einem für den M&A-Prozess eingerichteten Raum einsehbar – dem sog. Datenraum.*

Handlungsspielräume im Interesse des Unternehmensverkäufers zu nutzen. Die Selbstbindung kann dabei unterschiedlich eng und unterschiedlich stark konkretisiert sein. So sind Generalklauseln, die sich auf den gesamten Verkaufsprozess oder auf spezielle Situationen beziehen, ebenso denkbar wie detaillierte Nennungen erwünschter oder unerwünschter Verhaltensweisen. Ein Bonding-Instrument ist beispielsweise die schriftliche Erklärung des Managements, den M&A-Prozess oder bestimmte Maßnahmen während dieses Prozesses aktiv unterstützen zu wollen, z.B. durch Bereitstellung von Unterlagen für den Datenraum.

V. Zusammenfassung

Interessenkonflikte zwischen Unternehmensverkäufer und Management des zum Verkauf stehenden Unternehmens können den erfolgreichen Abschluss eines M&A-Prozesses gefährden. In manchen Fällen haben solche Konflikte vielversprechende Transaktionen sogar komplett zum Scheitern gebracht. In Anlehnung an die typischen Interessen des Unternehmensverkäufers lassen sich Preis-, Vollständigkeits-, Abschluss-, Qualitäts- und Timingkonflikte unterscheiden.

Solche Konflikte treten in sämtlichen Phasen des M&A-Prozesses auf und sind in der Praxis keinesfalls selten. Die häufigsten Konfliktbereiche betreffen die Erstellung von Planungsrechnungen, die Weitergabe von Unterlagen, die Fortführung des Geschäftsbetriebs mit gewohnter Intensität, die Beurteilung und Einbeziehung potenzieller Investoren, die Bindung von herausragenden Mitarbeitern, die Verfügbarkeit des Managements, die Revision der Unternehmensplanung, die Managementpräsentation, Auskünfte für Vertragsvereinbarungen und das Zurückhalten negativer Informationen bis zur Vertragsverhandlung.

Die Behebung dieser Interessenkonflikte ist ein nicht immer ausreichend beachteter Erfolgsfaktor von M&A. Spezifische Anreize, Überwachungs- und Informationsverfahren, explizite Verhaltensnormen und Bonding-Instrumente können zur Behebung der Konflikte beitragen. Deren gezielter Einsatz entscheidet häufig über das Zustandekommen und den Erfolg einer Unternehmenstransaktion. Unternehmensverkäufer und -käufer und ihre Berater sollten daher mit dem Instrumentarium und dessen Einsatz- und Wirkungsweise vertraut sein.