

Wertvolle Flexibilität bei der Eigenkapitalfinanzierung

Unterschiedliche Spielarten eröffnen unerwartete Chancen und Lösungen



Thimo Bischoff
Mitglied der Geschäftsleitung
VR Equitypartner

Eigentlich sollte das Unternehmen verkauft werden. Zumindest schien das beiden Gesellschafterfamilien die einzige Möglichkeit, ihren Konflikt zu lösen. Zu weit hatten sich ihre Vorstellungen über die langfristigen Unternehmensziele auseinanderentwickelt, eine gemeinsame Zukunft als Gesellschafter war nicht länger vorstellbar. Darum wollte eine Familie aussteigen. Die andere konnte den Kaufpreis für deren Anteile alleine nicht stemmen. Da sehr viele Käufer nur an Mehrheitsbeteiligungen interessiert sind, hätten beide Familienstämme verkaufen müssen. Die Familientradition wäre Historie gewesen.

Doch es kam anders: Im Prozess bot ein potenzieller Investor statt einer Eigenkapitalbeteiligung eine Mezzanine-Finanzierung für den Anteilskauf des verkaufswilligen Familienstammes an. So erhöhte die eine Familie ihren Anteil auf 100% und sicherte den vollständigen Familienbesitz, während der andere Stamm den gewünschten Verkauf umsetzen konnte.

Solche Situationen sind häufiger als gedacht: Am Ende steht ein anderes Ergebnis als ursprünglich geplant. Darum lohnt es sich, von Anfang an ergebnisoffen in Gespräche zu gehen. In der Praxis treffen aber häufig Ak-

teure aufeinander, die in ihren Anforderungen relativ festgelegt sind: „Nur Mehrheitsbeteiligung“ trifft auf „In meinem Unternehmen habe ich allein das Sagen“. Ein Kompromiss fällt dann schwer, die Gespräche scheitern frühzeitig. Dabei gibt es deutlich mehr Optionen.

Eigenkapitalinstrumente unterscheiden sich in ihren Chancen-/Risiko-Profilen, die durch unterschiedliche Ausgestaltungen und Konditionen adressiert werden: Der Mezzanine-Investor ist bereit, auf Gesellschafterrechte zu verzichten, verlangt aber eine eigenkapitalnahe Mindestvergütung und über eine feste Laufzeit einen vordefinierten Ausstiegszeitpunkt. Klassische Eigenkapitalgeber wiederum verzichten auf feste Zinserträge, erhalten aber das volle Upside und erwarten Einflussrechte, um strategische Entscheidungen mitgestalten und Renditechancen steigern zu können. Wer nicht auf ein Instrument festgelegt ist, findet eher eine Einigung.

In der Praxis sind die Instrumente Mezzanine und Minderheitsbeteiligung dabei selten hart voneinander getrennt. Mezzanine kann flexibel Eigenkapitalelemente mit Fremdkapitalelementen verbinden: Dank eines Equitykickers erhält der Mezzaninefinanzierer die Chance auf ein

Upside. Minderheitsbeteiligungen können über eine vordefinierte Call-Option für den Familieninhaber die Rückgewinnung der vollen Kontrolle ermöglichen, und eine Mitverkaufsverpflichtung (Drag-along) oder vordefinierte Put-Option für den Minderheitsgesellschafter kann dessen Exit triggern. Wenn die Abgabe der unternehmerischen Verantwortung im Vordergrund steht, bietet sich ein Mehrheitsverkauf an.

Dank dieser Flexibilität verschwimmen die Grenzen zwischen den Instrumenten, und richtig angewandt, finden sich Lösungen, die zur Situation und den Vorstellungen der Beteiligten passen. Allerdings ist nicht jeder Investor so flexibel, wenn er zum Beispiel qua Statut nur Mehrheitsbeteiligungen eingehen kann oder nur Mezzanine vergeben darf. Darum ist es sinnvoll, auch mit Eigenkapitalpartnern zu sprechen, die die gesamte Bandbreite von Mezzanine über Minderheits- bis Mehrheitsbeteiligungen anbieten. Sie können entlang dieses Spektrums passgenaue Lösungen schaffen. Damit steigt die Wahrscheinlichkeit, dass ein für alle Beteiligten passendes Chancen-/Risiko-Profil gefunden und ein Deal erfolgreich abgeschlossen wird. Gesellschafter oder M&A-Berater sollten diesen Aspekt berücksichtigen, wenn sie Investoren ansprechen.

„Wer nicht auf ein Instrument festgelegt ist, findet eher eine Einigung.“