

---

## VERÄUSSERUNG VON MINDERHEITSBETEILIGUNGEN – SCHAFFUNG VON „TRIPLE WIN“-LÖSUNGEN

---

Gemeinhin gilt im Leben – und auch bei Unternehmenstransaktionen – die Regel des Volksmunds: Wer zahlt, schafft an. Sprich: Wenn ein Investor in ein Unternehmen mit Geld einsteigt, will er üblicherweise auch die Führung übernehmen. Das kann er am besten, wenn er über eine Anteilmehrheit verfügt. Abseits dieser üblichen Vorgehensweise, gibt es aber dennoch Situationen und Fälle, in denen eine Minderheitsbeteiligung für beide Parteien eine durchaus attraktive Lösung sein kann. Wie immer kommt es dabei auf die Schaffung eines konsensfähigen Zielbildes und die optimale Modellierung der Rahmenbedingungen an.

Die Suche nach Investoren, die sich mit einer Minderheitsbeteiligung begnügen, ist zwar nicht der Standardfall, aber dennoch nicht so selten, wie man das annehmen würde. Anlässe für diesen strategischen Weg gibt es in vielfältiger Form. Nehmen wir als Beispiel eine Gruppe von geschäftsführenden Gesellschaftern, die für die Diversifizierung ihres Geschäftsmodells in weitere Märkte mit einer realistischen Vision aufgestellt sind – aber die für das Wachstum nötige Kapazität nicht über Kredite, sondern mit der Erhöhung des Eigenkapitals durch Dritte finanzieren möchten. Sie haben ein Interesse daran, in dieser Phase das Steuer in der Hand zu behalten. Ist dieser Wunsch realistisch umsetzbar? Um auf diese Frage eine brauchbare Antwort geben zu können, muss man ein wenig tiefer graben ...

### GRUNDLAGEN

Betrachtet man die verschiedenen Phasen des Lebenszyklus eines Unternehmens, so gibt es Situationen, die einen Scheitelpunkt darstellen. Solche Situationen können sein:

- Finanzierung von Wachstumsoptionen rentabler Unternehmen
- Finanzierung von Restrukturierungsmaßnahmen von Unternehmen in Sondersituationen
- Neuregelung des Gesellschafterkreises

Die grundsätzliche Frage, ob hierfür ein strategischer Investor oder ein Finanzinvestor der bessere Partner ist, lässt sich nicht pauschal beantworten.

Prämisse der Suche nach einem Partner für die zuvor genannten Situationen ist, dass die bisherigen Unternehmer ihren

maßgeblichen Einfluss nicht aufgeben möchten. Häufig kommt es hier zu einem Zielkonflikt zwischen den Unternehmern und dem neuen Investor. Die Beträge, die notwendig sind, um die o.g. Maßnahmen umsetzen zu können, sind meist so signifikant, dass der Investor natürlich auch bestimmte Rechte wahrnehmen will, um sowohl die Verzinsung, als auch den Erhalt bzw. die Wertsteigerung seiner eingebrachten Mittel weitestgehend sicherzustellen.

Bei den Finanzinvestoren scheidet von vorneherein eine breite Palette der am Markt etablierten Player aus, da diese gemäß ihren Investment-Statuten nur in Mehrheitsbeteiligungen oder ganzheitliche Übernahmen investieren dürfen. Dennoch gibt es einen Kreis von Investoren, die eher als passiv ausgerichtete Anleger auf die Übernahme von Minderheitsanteilen spezialisiert sind.

Deren Fokus liegt entweder auf

- a) Unternehmen, die im Markt etabliert sind und bereits stabile Cashflows erwirtschaften oder
- b) Unternehmen, die sich ggf. in einer Sondersituation befinden, jedoch (im Sinne einer Fallunterscheidung)
  - a. Komplementäre Leistungen und Produkte zu bestehenden, unternehmerischen Aktivitäten des Investors aufweisen
  - b. Ausschließlich eine kurzfristig, rein finanzwirtschaftliche Sondersituation überbrücken müssen. Dies kann entweder eine Restrukturierungssituation sein oder aber die kurzfristige Vorfinanzierung einer Produktinnovation, die naturgemäß keine Finanzierung durch Fremdkapital zulässt.

### KONTROLLRECHTE UND MITSPRACHERECHTE

Bei allen genannten Situationen ist gedanklich zu unterscheiden in

- 1) Kontroll- und
- 2) Mitspracherechte

#### Zu 1) Kontrollrechte

Eine Einflussnahme auf das operative Geschäft, z.B. durch die aktive Wahrnehmung von Geschäftsführungsfunktionen durch den Investor, ist meist nicht gewünscht. Kontrollfunktion kann z. B. ausgeübt werden durch Festlegung von Berichtspflichten im Beteiligungsvertrag, in der Satzung oder in einer separaten Gesellschaftervereinbarung. Soll diese Kontrollfunktion institutionalisiert werden, ist die Einrichtung eines Aufsichts- oder Beirates denkbar bzw. bei Unternehmen mit bestehenden Corporate-Governance-Funktionen, die Einnahme von Sitzen in solchen Gremien.

#### Zu 2) Mitwirkungsrechte

Der Übergang von Kontroll- zu Mitwirkungsrechten ist häufig fließend und sowohl rechtlich, als auch im gelebten unternehmerischen Alltag an die Erfüllung gemeinsam definierter Ziele gekoppelt. Werden diese Ziele erreicht, so gibt es auch keinen Grund einzugreifen.

Ziele können an Renditevorgaben geknüpft sein, unternehmerische Aspekte (z. B. Einführung eines neuen Produktes bis zum Herbst nächsten Jahres) oder auch rein zeitliche Rahmenbedingungen enthalten.

## „TRIPLE WIN“-STRATEGIE DURCH MEHRSTUFIGE PLANUNG

Es gibt diese Situationen durchaus, in denen Finanzinvestoren zunächst in der Position eines Minderheitsgesellschafters investieren, mit der Option, zu einem späteren Zeitpunkt weitere Anteile zu erwerben, um damit in eine Mehrheitsposition zu gelangen, die dann auch unternehmerischen Einfluss ermöglicht. Dies kann bei Unternehmen, in denen Mitgesellschafter einen Austritt zu einem späteren – möglicherweise für sie attraktiveren – Zeitpunkt in Betracht ziehen, eine gute Option darstellen. Der Investor wiederum sichert sich die Mitarbeit der Unternehmer für einen bestimmten Zeitpunkt und auch deren Bestrebung, das Unternehmen und die Wertentwicklung bestmöglich zu gestalten. Eine Minderheitsbeteiligung durch strategische Investoren ist immer auch vor dem Hintergrund komplementärer Ziele in der Marktbearbeitung zu beurteilen. So kann z. B. ein ausscheidender Gesellschafter, zumeist aufgrund der Regelungen des Gesellschaftsvertrags, nicht beliebig über seine Anteile verfügen. Im Rahmen eines Verkaufs sind zumeist Vorkaufsrechte oder Zustimmungsvorbehalte der übrigen Gesellschafter vereinbart. Selbst wenn dies nicht der Fall sein sollte, ist ein neuer Gesellschafter auf die konstruktive Zusammenarbeit mit den verbleibenden Partnern angewiesen. Lehnen diese den neuen Mitgesellschafter ab, so sind die Voraussetzungen für ein partnerschaftliches Miteinander stark beeinträchtigt. Es gilt also Lösungen zu finden, die „Win-Win-Win“-Charakter haben, z. B.:

1. Attraktives Entgelt für den ausscheidenden Gesellschafter
2. Strategischer Vorteil für den Erwerber, z.B. durch den gesicherten Zugang zu einem regionalen Marktgebiet
3. Strategischer Fit und Wertsteigerung für die verbleibenden Gesellschafter / das Unternehmen, z. B. durch die Sicherung des Zugangs zu einem strategisch wichtigen Lieferanten

## FALLSTUDIEN

Es gibt nur wenige, belastbare Studien zum Thema der Ausgestaltung von Minderheitsbeteiligungen bei Familienunternehmen. Eine Studie der TU München greift die Ausgestaltungen von Gesellschaftsverträgen und Gesellschaftervereinbarungen bei Minderheitsbeteiligungen von Private-Equity-Unternehmen auf. Zustimmungsvorbehalte für den Minderheitsgesellschafter waren in den meisten Fällen Vertragsbestandteil. Die Zustimmungspflicht zur Finanz- und Investitionsplanung diente den Investoren als zentrales Instrument der Einflussnahme. Sonderrechte für Minderheitsbeteiligungen von Private-Equity-Gesellschaften, die bei schlechter Unternehmensentwicklung greifen, wurden dagegen nur vereinzelt eingesetzt. Wohl auch daraus resultierend, dass bei einem Einstieg eine solche Regelung schwer verhandelbar ist und andererseits Private-Equity-Investoren sich bei schlechterem Geschäftsgang auf „die Kraft des Faktischen“ (zu ihren Gunsten) verlassen.

Falls noch nicht vorhanden, wurde in allen befragten GmbHs und Personengesellschaften ein Beirat implementiert. Der Großteil der Beiräte bestand aus drei Mitgliedern; davon besetzte die Private-Equity-Gesellschaft immer eine Position.

Klare Regelungen zur Ergebnisverwendung und Ausschüttungspolitik waren aufgrund der potenziell divergierenden Interessen zwischen Familienunternehmen und Private-Equity-Gesellschaft sehr wichtig.

Regelungen zum Ausstieg der Investoren sind grundsätzlich in der Gesellschaftervereinbarung verankert. Vorerwerbsrechte wurden darin selten festgehalten, Mitveräußerungsrechte dagegen häufiger. Private-Equity-Gesellschaften bestanden oftmals auf die Verankerung des Mitnahmerechts (Drag-along). Dieses diente aber eher zur Stärkung der Verhandlungsposition, als zum erzwungenen Verkauf des Unternehmens.

Ebenso waren vordefinierte Kauf- und Verkaufsoptionen übliche Instrumente, um

Familienunternehmen den Rückkauf der Anteile zu ermöglichen. Gleichzeitig gaben sie beiden Parteien Planungssicherheit bezüglich des Ausstiegs.

Die größten Auswirkungen auf das Unternehmen existierten in den Bereichen Corporate Governance, Controlling und Reporting sowie in der Finanzierung.

Viele Familienunternehmen profitieren insbesondere von der Professionalisierung der Unternehmensführung, der Objektivierung von Entscheidungen und dem Know-how der Private-Equity-Gesellschaften. Auswirkungen auf das Management variierten sehr stark. Effekte auf die Außenwirkung werden – dies bestätigt auch die o.g. Studie – selten beobachtet. In einzelnen Fällen berichteten Familienunternehmen sogar von positiven Signalen nach außen.

**Fazit: Gute Vorbereitung und Abstimmung mit Investoren ist erfolgskritisch**

*Die Suche nach einem Minderheitsgesellschafter ist ein sehr komplexes Unterfangen. Es gilt von Beginn an zwischen der Erreichung finanzieller und strategischer Ziele abzuwägen. Dabei sind alle Gesellschafter, d.h. ggf. ausscheidende Gesellschafter, verbleibende Gesellschafter, als auch der neu aufzunehmende Minderheitsgesellschafter „an Bord zu holen“. So urteilte ein Private-Equity-Investor: „Generell erleben wir bei Minderheitentransaktionen längere Prozesse, als bei Unternehmensübernahmen. Dies liegt oftmals an komplexen Verträgen, an unstrukturierten Verkaufsprozessen und des Öfteren auch an der Unschlüssigkeit des Familienunternehmers“.*

*Im Rahmen der Übernahme eines Transaktionsmandates sind all diese Themen vorab mit den Auftraggebern und allen sonstigen Gesellschaftern zu thematisieren, um eine Leitlinie für die erfolversprechende Auswahl in Betracht kommender Investoren zu definieren. Eine professionelle und auf die spezielle Situation abgestellte Verkaufsprozessführung ist unerlässlich, um gezielt auf eine „Win-Win-Win“-Situation hinzuarbeiten. ]*