

ANALYSE & BERATUNG: Besonderheiten eines Unternehmenskaufs durch ein Erwerberkonsortium

Der Kauf eines Unternehmens an sich ist schon sehr komplex. Dieser Prozess wird noch komplexer, wenn sich mehrere Käufer zusammenschließen, um ein Erwerberkonsortium zu bilden. Dann sind nämlich parallel zu den Verhandlungen mit dem Verkäufer auch Vereinbarungen zwischen den kaufenden Parteien zu treffen.

Britt Niggemann, Partnerin, Institut für Wirtschaftsberatung Niggemann & Partner GmbH, Meinerzhagen

KOMPAKT

- Bei dem Kauf von Unternehmen durch Führungskräfte, die von Finanzinvestoren unterstützt werden, hat sich die Bündelung der Interessen in einer Käufergesellschaft bewährt.
- Da an diesem Erwerberkonsortium mehrere Parteien beteiligt sind, muss die künftige Zusammenarbeit geregelt werden. Wichtigstes Instrument ist die Gesellschaftervereinbarung, die u. a. Details zu den Reportingpflichten und Zustimmungsvorbehalten umfasst, aber auch Ergebnisverwendungen und Anteilsveräußerungen regelt.
- Das Kapital der Käufergesellschaft setzt sich aus einem Mix von Eigenkapital, nachrangigen Mitteln und Akquisitionsdarlehen zusammen. Es wird i. A. so strukturiert, dass die Führungskräfte für ihren Kapitalanteil einen vergünstigten Kaufpreis entrichten.

1 GRUNDLAGEN

In einem Erwerberkonsortium schließen sich mehrere Parteien mit dem Ziel zusammen, gemeinschaftlich ein Unternehmen zu kaufen. Die beteiligten Unternehmen bleiben dabei rechtlich und wirtschaftlich selbstständig. Die Zusammenarbeit erfolgt in der für diesen Zweck gegründeten Käufergesellschaft. Derartige Erwerberkonsortien werden oft beim Kauf von Unternehmen durch Führungskräfte gebildet, wenn diese durch Finanzinvestoren unterstützt werden. Dann bilden Management und Finanzinvestor ein Konsortium, welches sich überwiegend in Form einer GmbH als Käufergesellschaft zusammenschließt.

Aber auch strategische Käufer gründen Konsortien, um sich z. B. den Zugang zu Rohstoffen zu sichern oder gemeinsam einen Markt zu erschließen. So haben sich beispielsweise namhafte Automobilhersteller (u. a. BMW, Daimler) und -zulieferer (u. a. Bosch) sowie Technologiefirmen verbunden, um mit dem Kartendienst Here einen Rivalen von Google aufzubauen.

Auch wenn Konsortien i. d. R. einen Verhandlungsführer bestimmen, sitzen indirekt bei den Verhandlungen auch

die anderen Partner mit am Tisch. D. h. in den Verhandlungen müssen die Interessen aller Beteiligten berücksichtigt werden.

2 ERWERBERKONSORTIEN BEI MBO- UND MBI-TRANSAKTIONEN

Unter einem Management-Buy-out (MBO) wird der Verkauf an die Führungskräfte eines Unternehmens verstanden, während beim Management-Buy-in (MBI) ein unternehmensfremdes Managementteam ein Unternehmen erwirbt. Da die Führungskräfte häufig nicht über genügend Eigenkapital verfügen, um den Kaufpreis zu finanzieren, benötigen sie einen Partner, der weiteres Eigenkapital und Expertise in der Strukturierung einer derartigen Transaktion zur Verfügung stellt.

Für die Finanzpartner ist die Mitwirkung an einem MBO äußerst attraktiv, da das Management das Unternehmen mit seinen Stärken und Schwächen kennt, es über das für die Unternehmensführung erforderliche Know-how verfügt und bei Kunden, Lieferanten und Belegschaft bekannt ist. Ist das Unternehmen wirtschaftlich gesund, hat einen gut planbaren Cashflow, keinen Investitionsstau und attraktive Produkte bzw. Dienstleistungen, wird das

Management unter mehreren Finanzinvestoren als Partner für den Unternehmenserwerb wählen können. Beim selteneren MBI ist das Risiko für das Erwerberkonsortium größer, da weder das Management noch die Finanzpartner Unternehmensinterna kennen. Das neue Management muss sich nach der Unternehmensübernahme erst Akzeptanz bei Kunden, Lieferanten und Belegschaft erarbeiten sowie interne Kenntnisse verschaffen. Die Grundstruktur des Erwerberkonsortiums ist jedoch die gleiche wie bei einem MBO.

”

In den Finanzplan sollte nicht nur der Kaufpreis einfließen

“

Beim MBO erschwert die Doppelfunktion des Managements als Organ der Gesellschaft einerseits und als Kaufinteressent andererseits die Transaktion aufgrund der immanenten Interessenkonflikte der Manager. So ist das Management nach den Anstellungsverträgen oder nach dem Gesellschaftsrecht gehalten, die Verschwiegenheit zu wahren. Führt das Management Gespräche mit potenziellen Finanzpartnern, benötigen diese Unternehmensinterna für ihre Entscheidungen. Für das Management stellt sich in diesem Zusammenhang die Frage nach der Verletzung der Verschwiegenheitsverpflichtung bei der Weitergabe von Informationen. Um einen Verstoß hiergegen zu vermeiden, sollte das Management die Zustimmung des Gesellschafters einholen, bevor es Unternehmensinterna an potenzielle Eigen- und Fremdkapitalpartner weitergibt. Das vorsichtige Management wird bestrebt sein, den Kreis der Informationen empfangenden Personen bzw. Institutionen so klein wie möglich zu halten und sich eng mit dem Gesellschafter abstimmen. Ein weiterer Interessenkonflikt entsteht für das Management bei der Beurteilung von Geschäftschancen: Es ist verpflichtet, diese wahrzunehmen und keine ertragreichen Projekte auf die Zeit nach dem Anteilerwerb zu verlagern.

3 FINANZIERUNG DES UNTERNEHMENSERWERBS

Bei einem MBO oder MBI wird der Unternehmenskaufpreis meistens durch eine Mischung aus Eigen- und Fremdkapital finanziert, bereitgestellt in einer für diesen Zweck gegründeten Käufergesellschaft. Je nach Größe des Unternehmens, des Vermögens der Manager und der Interessenlage der Konsortiumspartner kann die Kapitalausstattung so gestaltet werden, dass die Manager eine Minder- oder Mehrheit an der Käufergesellschaft erhalten.

Da Manager nicht nur Eigenkapital einbringen, sondern sie vor allem ihr Know-how und Arbeitskraft zur Verfügung stellen, können sie mit den Finanzpartnern eine im

Verhältnis zu ihrem eingebrachten Kapital überproportionale Beteiligungshöhe („Sweet Equity“) vereinbaren. Die Vergünstigung für das Management wird durch die sogenannte „Envy Ratio“ ausgedrückt. Sie stellt das Verhältnis des relativ gezahlten Kaufpreises der Beteiligungen von Investor und Management dar. Die Formel dafür lautet:

$$\frac{(\text{Investment Investor} / \% \text{ am EK})}{(\text{Investment Management} / \% \text{ am EK})}$$

Üblich sind Quoten von 2 bis 4.

Um den für den Unternehmenserwerb benötigten Kapitalbedarf zu ermitteln, sollte nicht nur der Kaufpreis in die Finanzplanung einfließen, sondern es sollten auch Investitionen in das operative Geschäft sowie der laufende Kapitalbedarf eingerechnet werden.

Die Kapitalausstattung der Käufergesellschaft setzt sich aus einem Mix verschiedener Bausteine zusammen:

- **Eigenkapital:** Basis für die Finanzierung sind die eigenen Mittel der Führungskräfte und des Finanzinvestors. Um den Managern einen in Relation zur Beteiligungshöhe günstigeren Kaufpreis zu ermöglichen, wird das Eigenkapital oft in Stammkapital und Agio bzw. Vorzugskapital unterteilt, wobei der Finanzinvestor das Agio bzw. Vorzugskapital zeichnet.
- **Nachrangiges Kapital:** Das auch als Mezzanine-Kapital bezeichnete nachrangige Kapital stellt eine Zwischenform zwischen Eigen- und Fremdkapital dar. Ausprägungen sind Gesellschafterdarlehen, stille Beteiligung oder Genussrechte. Allen Formen ist gemeinsam, dass sie gegenüber dem klassischen Bankdarlehen nachrangig sind. Ein großer Vorteil des Mezzanine-Kapitals ist die Flexibilität der Ausgestaltung. Es kann ergebnisabhängig vergütet oder flexibel getilgt werden und hat üblicherweise eine längere Laufzeit als Bankdarlehen. Auch eine Beteiligung am Veräußerungsgewinn bei einem Exit oder ein Wandlungsrecht in Eigenkapital sind möglich. Durch Aufnahme von nachrangigem Kapital findet keine Verwässerung der Eigenkapitalanteile statt, und die Sicherheitenbasis wird dadurch nicht geschmälert. Nachrangdarlehen verstärken das wirtschaftliche Eigenkapital und erleichtern damit den Zugang zu weiteren Finanzierungsinstrumenten.
- **Verkäuferdarlehen („Vendor Loan“):** Der Verkäufer gewährt der Käufergesellschaft ein nachrangiges Darlehen. Aufgrund der Unternehmenskenntnisse und des Vertrauensverhältnisses zum Management ist der Verkäufer bei einem MBO eher bereit, ein Verkäuferdarlehen einzuräumen als bei einem MBI. Für den Käufer ist das Darlehen über die reine Finanzierungsfunktion hi-

naus wertvoll, da der Verkäufer hierdurch ein großes Interesse an einem reibungslosen Übergang und einer positiven Weiterentwicklung des Unternehmens hat und es auch zukünftig unterstützen wird. Für den Verkäufer kann das Darlehen gerade in der aktuellen Niedrigzinsphase ein attraktiver Teil seiner Vermögensanlage sein, da es relativ hoch verzinst wird.

- **Bankdarlehen:** Ein wesentlicher Finanzierungsbau- stein sind Bankkredite, die je nach Kaufpreishöhe in verschiedenen Tranchen mit unterschiedlicher Laufzeit und Verzinsung zur Verfügung gestellt werden. Die maximale Höhe der Akquisitionsdarlehen hängt von der Ertragskraft und damit der Kapitaldienstfähigkeit des Unternehmens ab. Die Kreditkonditionen sind unternehmensspezifisch, da sie die Unternehmensbonität und die Werthaltigkeit der Sicherheiten berücksichtigen. Üblich ist die Vereinbarung von zu erreichenden Milestones bzw. „Covenants“, die es den Banken erlauben, ihr Kreditengagement anhand von Kennziffern zu überwachen. In den letzten Jahren haben Kreditfonds als Ergänzung zu oder Ersatz für klassische Bankdarlehen an Bedeutung gewonnen. Kreditfonds können oft flexiblere Konditionen vereinbaren als die klassischen Banken.
- **Fördermittel:** Die Manager können Fördermittel mit attraktiven Zins- und Tilgungskonditionen in Anspruch nehmen, wie z. B. ERP-Gründerkredit der KfW, für die jedoch teilweise eine persönliche Haftung erforderlich ist.

Ein wichtiger Aspekt für die Manager ist, dass die Absicherung der Akquisitionsdarlehen durch das Vermögen des erworbenen Unternehmens und der Käufergesellschaft erfolgt.

Die Gesellschafter der Käufergesellschaft haften regelmäßig **nicht** für die Verbindlichkeiten der Käufergesellschaft. Das trifft auch für die Führungskräfte zu. Sie haften in der Regel nur für ggf. zur Eigenkapitalfinanzierung aufgenommene Kredite und/oder Fördermittel.

4 REGELUNGSBEDARF INNERHALB DES ERWERBERKONSORTIUMS

Da bei einem Erwerberkonsortium mehrere Käufer beteiligt sind, müssen diese ihre zukünftige Zusammenarbeit sorgfältig definieren und dokumentieren. Somit sind über den Kaufvertrag und die Finanzierungsverträge mit Banken hinaus weitere Verträge zu verhandeln. Typischerweise zählen hierzu:

- Gesellschaftsvertrag der Käufergesellschaft
- Gesellschaftervereinbarung der Käufergesellschaft
- Geschäftsordnung für die Geschäftsführung der Käufergesellschaft
- Anstellungsverträge der Manager

Darüber hinaus wird häufig auch der Gesellschaftsvertrag und die Geschäftsordnung der Zielgesellschaft neu formuliert.

Wichtigstes Instrument zur Regelung der zukünftigen Zusammenarbeit von Management und Finanzinvestor ist die Gesellschaftervereinbarung, auch Beteiligungsvertrag oder Shareholder's Agreement genannt.

Hierin werden die Mitwirkungs-, Informations- und Kontrollrechte der beteiligten Eigenkapitalpartner definiert und Regelungen hinsichtlich Ergebnisverwendung und Anteilsveräußerungen getroffen. Regelungskomplexe sind:

- Einrichtung eines Aufsichts- oder Beirats und Einflussnahme auf die personelle Besetzung
- Regelungen zu Gesellschafterversammlungen und -beschlüssen
- Beschlussgegenstände und Zustimmungsvorbehalte der Gesellschafter
- Reportingpflichten bezüglich der wirtschaftlichen und finanziellen Lage der Gesellschaften
- Zusätzliche Incentives für das Management, wie z. B. Bezugsrechte zu attraktiven Konditionen bei Erreichen bestimmter Meilensteine
- Vesting: Üblich sind Vesting-Regelungen über die Ausübbarkeit (bei Kaufoptionen) und Verfallbarkeit eingeräumter Rechte (Rückübertragungspflicht). Meist sinkt die Anzahl von Anteilen, die dem Vesting unterliegen, mit dem Zeitablauf.
- Verwässerungsschutz für die Anteile der Manager bei einer Kapitalerhöhung
- Ankaufsrechte des Finanzinvestors bei Ausscheiden eines Managers („Leaver-Scheme“): Im Fall des Todes, der Arbeitsunfähigkeit oder des Ausscheidens eines Managers aus dem Unternehmen wird die Behandlung seiner Anteile geregelt. Dabei wird im Hinblick auf die Gründe für das Ausscheiden in „Good“ und „Bad Leaver“ unterschieden. Der „Bad Leaver“ kann dabei seine Anteile an die übrigen Gesellschafter zu einem niedrigeren Betrag (z. B. der niedrigere Wert von Anschaffungskosten und Verkehrswert) verkaufen, während der „Good Leaver“ einen höheren Kaufpreis erhält.
- Ergebnisverwendung: Ein großer Teil des Cashflows wird anfänglich für die Bedienung der Bankfinanzierung benötigt. Deshalb wird i. d. R. auf die Ausschüttung von Dividenden verzichtet und Zinsen auf Gesellschafterdarlehen nur dann ausgezahlt, wenn entsprechende Liquidität vorhanden ist.
- Exit: Oft wird die geplante Investmentdauer und Regelungen zu den Ausstiegsbedingungen festgehalten. Üblich sind sogenannte „drag-along/tag-along“-Klauseln, die eine Mitveräußerungspflicht, aber auch ein Mitveräußerungsrecht vorsehen. Außerdem wird die Verteilung des Veräußerungsgewinns geregelt, wobei eine

disproportionale Erlösverteilung zugunsten der Manager bei einer bestimmten Performance („Ratchet“) nicht unüblich ist.

5 FAZIT

Der Unternehmenskauf durch ein Erwerberkonsortium erfordert eine Vielzahl von Regelungen und Verträgen, da mehrere Parteien beteiligt sind. Erfahrene Berater kön-

nen bei der Erstellung dieser Verträge unterstützen und zwischen den Parteien vermitteln. Auch wenn ein Erwerberkonsortium oft nur auf Zeit angelegt ist, müssen die Parteien auch nach dem Erwerb gut und möglichst störungsfrei zusammenarbeiten. Werden mögliche Konfliktpunkte bereits im Vorfeld geregelt, wird das Verhältnis der Partner nicht durch unnötige Kontroversen belastet. Die Beteiligten können sich auf die Weiterentwicklung des gekauften Unternehmens konzentrieren.