

Minority Co-Investment – Rückbeteiligung als Exit Szenario für Private Equity Investoren

Von Dr. Tobias Fenck und Dr. Bernhard A. Guthy, GÖRG, Frankfurt am Main/München



Dr. Tobias Fenck

Dr. Tobias Fenck und Dr. Bernhard A. Guthy LL.M. sind Partner bei GÖRG Partnerschaft von Rechtsanwälten mbB. Sie beraten national und international tätige Unternehmen in sämtlichen Fragen des deutschen Gesellschaftsrechts. Ihr Tätigkeitsschwerpunkt liegt in den Bereichen Private Equity, Venture Capital sowie Mergers & Acquisitions.



Dr. Bernhard A. Guthy

GÖRG ist eine der führenden unabhängigen Wirtschaftskanzleien Deutschlands. An den fünf GÖRG Standorten Berlin, Frankfurt am Main, Hamburg, Köln und München arbeiten über 300 Anwälte und Steuerberater mit langjähriger nationaler und internationaler Beratungserfahrung. Zu unseren Mandanten zählen viele namhafte in- und ausländische Gesellschaften, mittelständische Unternehmen sowie Finanzinvestoren und börsennotierte Konzerne aus allen Bereichen der Wirtschaft und der öffentlichen Hand.

Kontakt

GÖRG
Partnerschaft von Rechtsanwälten mbB
Dr. Tobias Fenck
Ulmenstraße 30
60325 Frankfurt am Main
Tel. +49 69 170000 250
tfenck@goerg.de
www.goerg.de

Weitere Informationen zur Kanzlei in der Anzeige auf Seite 165

Während bei einem Exit von Firmengründern, Eigentümern von Familienunternehmen oder beteiligten Managern ein Rollen eigener Anteile und damit eine Rückbeteiligung im Exit häufig anzutreffen ist, bevorzugen die meisten Private Equity Investoren beim Verkauf ihrer Unternehmensbeteiligungen regelmäßig einen vollständigen Exit mit der Veräußerung von 100% der gehaltenen Anteile. Die Gründe dafür sind vielfältig. Das Hauptargument ist jedoch meist ein sauberer und schneller Exit und die damit verbundene Möglichkeit, die Verkaufserlöse im Rahmen des angepeilten Investmenthorizonts an die Investoren zu returnieren.

Vorbehalte gegenüber Rückbeteiligungen im Exit Fall

Vorbehalte gegenüber einer Rückbeteiligung von Private Equity Investoren im Exit gibt es darüber hinaus mehrere. So sehen Fonds-Statuten regelmäßig vor, grundsätzlich nur in Mehrheitsbeteiligungen zu investieren, oder schließen Minderheitsbeteiligungen sogar komplett aus. Weitere Vorbehalte sind die folgenden: Die Transaktionsstruktur ist komplexer und benötigt mehr Beratungsaufwand. Entsprechendes gilt für den zweiten Exit, welcher meist unter der Kontrolle des Mehrheitsgesellschafters steht. Daneben gestalten sich Versicherungslösungen im Rahmen der W&I Versicherung oft als schwieriger und komplizierter. Auf der anderen Seite werden Banken im Rahmen einer Transaktionsfinanzierung auch bei einem angestrebten Co-Investment Sicherheiten über 100% der Anteile verlangen und nicht nur über den Prozentsatz der tatsächlich verkauften Anteile.

Aktuelle Entwicklungen

Gerade in letzter Zeit ließen krisenbedingte Sondereffekte den Anteil der Co-Investments allgemein wieder ansteigen. Hierzu trugen unter anderem folgende Punkte bei:

- Finanzierungen wurden in der Anfangsphase der Krise deutlich schwerer
- die nachhaltigen Auswirkungen der Krise auf die finanziellen Kennzahlen vieler Unternehmen

- der Fortbestand des Verkäufermarktes, mit einer Knappheit an interessanten Zielgesellschaften zu hohen Bewertungen
- Vorteile eines Minority Co-Investments als Rückbeteiligung im Exitfall

Vor diesem Hintergrund rücken die Vorteile einer möglichen Rückbeteiligung im Wege eines Co-Investments auch für Private Equity Investoren beim Exit mehr in den Fokus. Von einem Minority Investment soll dabei grundsätzlich bei einer Beteiligung von bis zu ca. 25% gesprochen werden. Die Rechte des Co-Investors werden also im Wesentlichen auf den Schutz von Minderheitsgesellschaftern beschränkt sein, und der Co-Investor wird an den unternehmerischen Entscheidungen nicht wesentlich beteiligt sein. Er wird bei dem Investment also quasi auf dem Beifahrersitz oder auf der Rückbank mitfahren und lediglich finanziell von der Beteiligung profitieren.

Niedrigerer Bar-Kaufpreis

Die Rückbeteiligung führt zunächst vordergründig zu einem niedrigeren Bar-Kaufpreis und Finanzierungsbedarf für den Käufer, da ein Teil des Kaufpreises quasi in natura durch die Rückbeteiligung beglichen wird. Gerade in Zeiten, in denen Banken gegebenenfalls kritischer auf zu hohe Kaufpreisbewertungen schauen, kann dies von Vorteil sein und mögliche Finanzierungslücken überbrücken. Auch können Verkäufer so möglicherweise höhere Bewertungen durchsetzen.

Skin in the Game als vertrauensbildende Maßnahme

Wesentlich wichtiger ist daneben allerdings die Tatsache, dass eine Rückbeteiligung des Käufers zu dem psychologischen Vorteil führt, der vor allem bei Managementbeteiligungen unter dem Stichwort skin in the game bekannt ist. Wenn eine Rückbeteiligung angestrebt wird und klar ist, dass man gemeinsam weiter miteinander im Boot sitzen wird, ist die Neigung, eine allzu optimistische Darstellung der Geschäftsentwicklung vorzulegen, mit Sicherheit geringer. Bei einem Käufer wird dies somit oft als vertrauensbildende

Maßnahme wirken. Dies ist im besonderen Maße auch hinsichtlich der Ungewissheit und Interpretation krisenbedingter Zahlenabweichungen von Vorteil. Die Rückbeteiligung führt so für einen gewissen Anteil auch zu einer Risikoteilung hinsichtlich der Entwicklung in Post-Krisenzeiten. Dies ist gilt auch besonders dann, wenn die krisenbedingten Ausreißer und Effekte bei den Geschäftszahlen in die eine oder andere Richtung noch nicht durch einen geprüften Jahresabschluss gelaufen sind. Diese vertrauensbildende Maßnahme kann zudem über langwierige Diskussionen beim Garantiekatalog hinweghelfen.

Wirtschaftliche Upside eines Co-Investments

Letztlich kann ein Re-Investment für Private Equity Investoren natürlich auch aus wirtschaftlicher Sicht äußerst interessant sein. Neben dem Element der Risikoteilung bietet die Rückbeteiligung für den Co-Investor auch die Möglichkeit, an der weiteren wirtschaftlichen Entwicklung zu profitieren und damit die Möglichkeit eines Second Pay Day. Der Einstiegs-Multiple des Re-Investments wird naturgemäß ein höherer sein. Allerdings kann der Co-Investor von neuen Synergien, Finanzierungspotential und Plattformen des neuen Mehrheitsgesellschafters profitieren. So kann zusätzliches Potential ausgeschöpft und Wertschätzungen gehoben werden, die bei einem vollständigen Verkauf nicht zu realisieren gewesen wären.

Strukturierung des Co-Investments

Die Strukturierung der Rückbeteiligung wird ähnlich ablaufen wie es Strukturierungsmodelle derzeit bei der Rückbeteiligung von Firmengründern oder bereits beteiligten Managern vorsehen. Man bewegt sich hier also auf bekanntem Terrain. Ein Teil der von dem Verkäufer gehaltenen Anteile an der Zielgesellschaft wird dabei gegen eine Beteiligung in der Akquisitionsstruktur des Käufers getauscht. Ein solcher Anteilstausch, welcher auch als Rollen der Beteiligung bezeichnet wird, kann dabei auf verschiedene Weisen erreicht werden. Die wohl am häufigsten verbreite Variante ist eine Sachkapitalerhöhung bei einer Gesellschaft in der Akquisitionsstruktur des Käufers, bei der allein der Verkäufer und Co-Investor bezugsberechtigt ist. Im Rahmen der Sachkapitalerhöhung werden dann entweder die zurückbehaltenen Anteile (steuerneutral) oder der Teil der Kaufpreisforderung, welcher nicht in bar beglichen wurde, gegen Ausgabe neuer Anteile eingelegt. Eine

Barkapitalerhöhung zur Umsetzung der Rückbeteiligung des Verkäufers sieht man dagegen äußerst selten, da der Kaufpreis in den meisten Fällen voll (vor-)finanziert werden müsste und der Co-Investmentanteil dann als zusätzliches Cash in der Gesellschaft oder zumindest der Akquisitionsstruktur liegen würde, was in der Regel nicht gewünscht ist. Die Details der Strukturierung müssen an den steuerlichen Bedürfnissen der Parteien ausgerichtet, auf die Besonderheiten der Transaktion angepasst werden und können im Detail stark variieren. Die gegenseitigen Rechte und Pflichten sowie die einzelnen Schritte der Rückbeteiligung lassen sich in einer Gesellschafter- und Beteiligungsvereinbarung festzurren, welche parallel mit Abschluss der Kaufvertragsdokumentation unterzeichnet werden muss bzw. sollte.

Weitere Entwicklungen

Es bleibt abzuwarten, ob Co-Investments sich als mögliches Exit Szenario für Private Equity Investoren durchsetzen werden oder ob dies eine krisenbedingte Randerscheinung war. Die Vorteile einer solchen Strukturierung eines Exits liegen jedenfalls auf der Hand und dürften auch in Post-Krisenzeiten zum Tragen kommen. Insbesondere die mögliche wirtschaftliche Upside für den Verkäufer verbunden mit den vertrauensbildenden Maßnahmen in den Kaufvertragsverhandlungen sind zwei nicht zu vernachlässigende Aspekte. ■

KERNAUSSAGEN

- Die meisten Private Equity Investoren bevorzugen beim Verkauf ihrer Unternehmensbeteiligungen einen vollständigen Exit mit der Veräußerung von 100% der gehaltenen Anteile.
- Es gibt viele Vorbehalte gegenüber Rückbeteiligung von PE-Investoren im Exit-Fall. In letzter Zeit haben aber krisenbedingte Sondereffekte den Anteil der Co-Investments allgemein wieder ansteigen lassen.
- Die Vorteile einer möglichen Rückbeteiligung im Wege eines Co-Investments rücken damit auch für PE-Investoren mehr in den Fokus.
- Eine Rückbeteiligung des Käufers führt zu einem psychologischen Vorteil (skin in the game), der als vertrauensbildende Maßnahme wirkt.
- Für den Co-Investor bietet sie die Möglichkeit, an der weiteren wirtschaftlichen Entwicklung zu profitieren und damit die Möglichkeit eines Second Pay Day.
- Ob sich Co-Investments als mögliches Exit Szenario für Private Equity Investoren durchsetzen werden, bleibt abzuwarten. Die Vorteile einer solchen Strukturierung liegen jedenfalls auf der Hand und dürften auch in Post-Krisenzeiten zum Tragen kommen.