Rechtliche Absicherung von Private-Equity-Minderheitsbeteiligungen - Zustimmungsvorbehalte, Verwässerungsschutz und Exit-Strategien

I. Einleitung

Für einen Private-Equity-Investor, dessen Geschäftsmodell maßgeblich darauf beruht, durch die eigene Einflussnahme auf ein Unternehmen dessen Wert zu erhöhen und diese Wertsteigerung zu einem späteren Zeitpunkt zu realisieren, ist die Mehrheitsbeteiligung häufig die attraktivste Beteiligungsoption. Diese bietet ihm aufgrund der starken Gesellschafterstellung die Möglichkeit, erheblichen Einfluss auf die Wirkweise des Unternehmens zu nehmen und dessen Entwicklung positiv zu steuern. In Deutschland beträgt der Anteil der PE-Minderheitsbeteiligungen aktuell allerdings nur ca. 12%.

Gerade vor dem Hintergrund, dass insbesondere Familienunternehmen als zentrale Leistungsträger der deutschen Wirtschaft für PE-Investoren interessante Investitionsobjekte sind, sollten PE-Investoren jedoch verstärkt Minderheitsbeteiligungen in Betracht ziehen. Denn nicht zuletzt aufgrund der "Heuschrecken-Debatte" präferieren Familienunternehmen regelmäßig die Aufnahme eines Minderheitsgesellschafters, um durch diesen einen potentiellen Finanzierungsbedarf zu decken und das Unternehmen trotz alledem für die Familie zu erhalten.

Um die Interessen des PE-Investors auch im Rahmen von Minderheitsbeteiligungen zu schützen, nutzt die Praxis zahlreiche rechtliche Gestaltungsmöglichkeiten, die nachfolgend am Beispiel einer GmbH-Beteiligung näher beleuchtet werden sollen.

II. Typische Gestaltungen

Sonderregelungen, die dem PE-Investor auch im Rahmen einer Minderheitsbeteiligung eine erhebliche Einflussnahme auf die Unternehmensleitung sichern, werden typischerweise in dem entsprechenden Gesellschaftsvertrag des Unternehmens verankert. Allerdings wird empfohlen, ausgewählte vertragliche Klauseln in einer gesonderten (Gesellschafter-)Vereinbarung festzuhalten, da diese im Gegensatz zum Gesellschaftsvertrag nicht im Handelsregister offenzulegen ist.

1. Informationsrechte und Berichterstattung

Von essentieller Bedeutung für den PE-Investor sind zunächst Rechte, die eine ausführliche Berichterstattung durch die Geschäftsführung normieren. Hierzu zählen sowohl die Regelberichterstattung durch ein monatliches Reporting (z.B. über Plan- und Vorjahreszahlen, Gewinn- und Verlustrechnungen, Auftragseingangs- und Vertriebsvorschau sowie Quartalsbilanzen) als auch die Sonderberichterstattung, die auf eine zeitnahe Informationsweitergabe von wesentlichen Tatbeständen abzielt, durch die die Geschäftsentwicklung des Unternehmens maßgeblich beeinträchtigt werden könnte. Dem PE-Investor stehen zwar bereits aufgrund seiner Stellung als Gesellschafter bestimmte gesetzliche Einsichts- und Auskunftsrechte zu. Allerdings muss er die jeweiligen Informationen auf der Grundlage der vorgenannten Rechte selbst anfordern, während sie ihm im Rahmen einer expliziten Vereinbarung ohne Aufforderung zugetragen werden müssen.

2. Zustimmungsvorbehalte

So gut wie immer wird die Vornahme bestimmter wesentlicher Rechtsgeschäfte und/oder Handlungen durch die Geschäftsführung unter den Vorbehalt der Zustimmung durch den PE-Investor gestellt. Gegenstand einer solchen Zustimmung sind typischerweise unter anderem die Strategie- und Unternehmensplanung, Investitionen ab einer bestimmten Größenordnung und Strukturmaßnahmen (z.B. Aufgabe von Geschäftsbereichen, Verkauf von Tochtergesellschaften, Erwerb von weiteren Gesellschaften, Verkauf von wesentlichem Betriebsvermögen etc.) sowie die Aufnahme weiterer Fremd- oder Eigenmittel. Aufgrund solcher Vorbehalte kommt dem PE-Investor hier faktisch ein Veto-Recht zu.
Dabei sind für den PE-Investor natürlich insbesondere die Überwachung und die Einflussnahme auf die Finanz- und Investitionsplanung des Unternehmens essentiell. Obliegt diese im Rahmen des gewöhnlichen Geschäftsgangs der Geschäftsführung, auf die die Gesellschafterversammlung nur über den Umweg einer von einem Mehrheitsbeschluss getragenen Weisung Einfluss nehmen kann, sollte sich der PE-Investor auch in diesem Bereich umfassende Zustimmungsvorbehalte einräumen lassen. Daneben ist einem PE-Investor anzuraten, auch bestimmte Sonderrechte zu vereinbaren, die greifen, wenn sich das Unternehmen schlecht entwickelt. Typisch ist in diesem Zusammenhang das Recht des PE-Investors, externe (Restrukturierungs-)Berater einzusetzen oder gar die Geschäftsführung auszutauschen.

3. Weitere Überwachung und Einflussnahme auf die Geschäftsführung

Geradezu charakteristisch für eine Beteiligung durch einen PE-Investor ist ebenfalls die Etablierung eines Beirats. Der PE-Investor kann den Beirat dabei nicht nur als Kontrollgremium nutzen, sondern – da seine Rechte und Befugnisse im Wesentlichen frei vertraglich gestaltet werden können – als wesentliches Instrument der Einflussnahme auf die Geschäftsführung ausgestalten. Besondere Bedeutung hat dabei die Zusammensetzung des Beirats (Anzahl und auch Qualifikation der Beiratsmitglieder), da es im Interesse des PE-Investors liegt, den Beirat möglichst zu professionalisieren. Anders als ein möglicherweise bereits zuvor im Unternehmen etablierter Beirat, dessen Aufgabe sich häufig auf die Beratung der Unternehmensleitung beschränkt, kann der Beirat auch mit Zusatzrechten ausgestattet werden, wie z.B. dem Recht zur Bestellung und Abberufung von Geschäftsführern, zum Erlass verbindlicher Weisungen für die Geschäftsführung oder zur Erteilung der Zustimmung zu zustimmungspflichtigen Geschäften.

4. Verwässerungsschutz

Bei der Ausgabe weiterer Anteile im Rahmen von Kapitalerhöhungen des Unternehmens sollte der PE-Investor darauf achten, in gesellschaftsrechtlicher Sicht mit einem Bezugsrecht vor einer Verwässerung seiner Beteiligung geschützt zu werden. Aus wirtschaftlicher Sicht greift dieser Schutz in mancher Hinsicht allerdings zu kurz. Denn ist der Unternehmenswert im Zeitpunkt der Ausgabe weiterer Anteile geringer als im Zeitpunkt des Erwerbs der ursprünglichen Anteile durch den PE-Investor (Down-Round), so hat er für das ursprünglich investierte Kapital verhältnismäßig weniger Anteile erhalten, als neue Investoren. Dieser wirtschaftlichen Verwässerung kann durch die Vereinbarung von Verwässerungsschutzrechten entgegengewirkt werden. Solche Rechte sind von den Parteien im Wesentlichen frei gestaltbar, eine präzise Ausgestaltung und Definition ist jedoch ratsam. Durch Verwässerungsschutzrechte kann der PE-Investor z.B. durch eine Ausgleichszahlung so gestellt werden, als habe er seinen ursprünglichen Anteil zu den Konditionen der weiteren Finanzierungsrunde erworben. Möglich ist es auch, die Berechnung der Ausgleichszahlung anhand des (gewichteten) durchschnittlichen Unternehmenswerts im Zeitraum zwischen dem Erwerb der ursprünglichen Beteiligung durch den PE-Investor und der weiteren Finanzierungsrunde vorzunehmen.

5. Exit-Strategien

Da für eine Minderheitsbeteiligung oftmals nur schwierig Erwerbsinteressenten zu finden sind, sollte der PE-Investor in jedem Fall auf die Vereinbarung eines Mitveräußerungsrechts (Tag-along) bestehen. Hierdurch erhält er die Möglichkeit, am Anteilsverkauf des Mehrheitsgesellschafters zu partizipieren, indem er, sollte der Mehrheitsgesellschafter seine Anteile verkaufen, seine eigenen Anteile zu den gleichen Bedingungen mitveräußern kann. Je nach Ausgestaltung des Mitveräußerungsrechts besteht allerdings die Gefahr, dass der PE-Investor nicht sämtliche seiner gehaltenen Anteile veräußern kann, z.B. dann, wenn der Erwerber nicht alle Anteile beider Gesellschafter erwerben möchte, sondern nur den geplanten anteiligen Erwerb vorzieht. Soll der PE-Investor in einem solchen Fall bevorzugt vor dem Mehrheitsgesellschafter sämtliche seiner Anteile mitveräußern dürfen, muss dies im Rahmen der vertraglichen Ausgestaltung des Mitveräußerungsrechts besonders berücksichtigt werden.

Daneben bietet sich die Vereinbarung einer Mitveräußerungspflicht (Drag-along) an. Diese ermöglicht es einem PE-Investor, den Mehrheitsgesellschafter zum Mitverkauf des von ihm gehaltenen Anteils zu gleichen Bedingungen zu zwingen. Die Mitverkaufspflicht wird häufig erst wirksam, nachdem die Anteile für einen bestimmten Zeitraum gehalten wurden und weitere Bedingungen eingetreten sind (z.B. eine schlechte Geschäftsentwicklung). Dem PE-Investor bietet die Vereinbarung einer Mitverkaufspflicht eine (häufig die letzte) Möglichkeit zur Liquidierung seiner Investition. Ratsam ist es daher, eine genaue Definition der Bedingungen aufzunehmen, unter denen die entsprechende Mitverkaufspflicht besteht.

Häufig plant der Mehrheitsgesellschafter schon vor dem Einstieg des PE-Investors, dessen Anteile zu einem bestimmten Zeitpunkt wieder zurück zu erwerben, was auch im Interesse des PE-Investors sein kann, um so die Minderheitsbeteiligung wieder zu liquidieren. Dazu bietet sich die Vereinbarung einer vordefinierten Kauf- und Verkaufsoption an, wobei eine solche Option typischerweise zunächst eine bestimmte Mindesthaltedauer (Lock-up-Periode) vorsieht. Üblicherweise wird nach Ablauf einer Mindesthaltedauer zunächst die Kaufoption (Call-Option) des Mehrheitsgesellschafters wirksam, wonach dieser für einen zuvor definierten Zeitraum die Anteile des PE-Investors zu einem vorab festgelegten jedenfalls Mindestkaufpreis oder anhand bestimmter wirtschaftlicher Kennziffern des Unternehmens noch zu ermittelnden Kaufpreis erwerben kann. Nach Ablauf der Kaufoption tritt dann eine Verkaufsoption (Put-Option) des PE-Investors in Kraft. Aufgrund dieser Option kann der PE-Investor nun nach dem gleichen Prinzip seine Anteile an den Mehrheitsgesellschafter verkaufen. Dabei sollte der PE-Investor jedoch genau darauf achten, dass seine Renditeerwartung auch im Rahmen solcher Put- und Call-Optionsregelungen hinreichend geschützt wird.

III. Fazit

Insbesondere für Minderheitsbeteiligungen von PE-Investoren sollten maßgeschneiderte Lösungen entwickelt und vertraglich geregelt werden, um deren Investition und Renditechance bestmöglich auch in rechtlicher Hinsicht abzusichern. Aufgrund der Komplexität von PE-Transaktionen und der zu beachtenden Besonderheiten bei Minderheitsbeteiligungen kann dies in der Regel nur unter Beteiligung professioneller Berater gelingen.

Autoren:

Benjamin Bein, Rechtsanwalt, Austmann & Partner, Düsseldorf

Dr. Robert Fischer, Rechtsanwalt, Austmann & Partner, Düsseldorf