

Eigenkapital für mittelständische Unternehmer

Dr. Ulrich Lohmann, LL.M. (USA)

Bis vor nicht allzu langer Zeit ging ein Unternehmer, der Geld für sein Unternehmen brauchte, zu seiner Bank. Dort bekam er einen Betriebsmittelkredit, mit dem er wirtschaften konnte. Diese Zeiten sind vorbei. Dazu haben – schon vor der Kreditkrise – die Entwicklungen des grenzüberschreitenden Bankaufsichtsrechts beigetragen, die unter dem Stichwort Basel II bekannt geworden sind. Unternehmer, die Geld für ihr Unternehmen brauchen, sind deshalb gehalten, sich nicht nur nach Fremdkapital – also Darlehen – umzusehen, sondern Gesellschafter aufzunehmen, die ihrem Unternehmen Eigenkapital zuführen.

Dieser Beitrag skizziert die Voraussetzungen, die ein Unternehmen und seine Gesellschafter erfüllen müssen, damit neue Gesellschafter gewonnen werden können, die dem Unternehmen Eigenkapital und sonstige Finanzmittel zuführen (**Investoren**). Es wird angenommen, dass das Unternehmen bisher von einem Unternehmer (**Gründer**) betrieben wird, der Investor Gesellschafter wird und der Gründer Gesellschafter bleibt. Nicht behandelt werden also komplette Übernahmen, bei denen der Unternehmer ausscheidet oder allenfalls noch übergangsweise im Unternehmen tätig ist, auch nicht andere Formen der Finanzierung, wie die Ausgabe von Genussscheinen, die Annahme von partiarischen Darlehen oder die Gründung von stillen Gesellschaften.

Ziel des Gründers ist es also, dem Investor einen Anteil an der Gesellschaft anzubieten, für den der Investor eine Gegenleistung (Kapitaleinlage) erbringt. Der Investor wird sich ein Bild davon machen müssen, welchen Wert er der Gesellschaft gegenwärtig (vor Eingehung der Beteiligung) zumisst, und eine entsprechende Kapitaleinlage (bei Aktiengesellschaften: Bezugspreis) für den von ihm zu beziehenden Anteil an der Gesellschaft anbieten. Der Gründer sollte auf diese Verhandlung vorbereitet sein und selbst eine Bewertung und einen Bezugspreis vorschlagen können. Nur wenn der Anteil an der Gesellschaft, den der Investor erwirbt, durch eine Kapitalerhöhung geschaffen wird, fließt die Kapitaleinlage des Investors ausschließlich der Gesellschaft zu. Wenn statt dessen die Gründer dem Investor eigene, vorhandene Anteile an der Gesellschaft verkaufen wollten, würden sie zwar einen Kaufpreis erhalten, die Gesellschaft aber keine Kapitaleinlage; der Anteilsverkauf wird deshalb hier nicht dargestellt. Kapitalerhöhung und Anteilsverkauf können aber miteinander in einer Transaktion verbunden werden.

Der Beitrag beschränkt sich auf eine allgemeine Einführung in die gesellschafts- und vertragsrechtlichen Fragen, die mit der Aufnahme eines Investors verbunden sind. Für alle weiter führenden Fragen sollten qualifizierte Rechtsberater in Anspruch genommen werden, denen die konkreten Umstände des Unternehmens offen gelegt worden sind. Dies gilt entsprechend auch für die Steuerfragen. Dabei ist zwischen der rechtlichen und steuerlichen Situation des Unternehmers selbst und der der Gesellschaft zu unterscheiden; oft lassen sich Unternehmer und Gesellschaft von verschiedenen Beratern beraten, um Interessenkonflikte auszuschließen.

1. Vorbereitungen

Voraussetzung für die Ansprache von Investoren ist zunächst, dass das Unternehmen von einer Gesellschaft betrieben wird.

Auch ein einzelner Gründer kann sein Unternehmen, wenn noch nicht geschehen, in eine Gesellschaft einbringen. Hierfür bietet sich die Form einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH) an. Personengesellschaften, wie die offene Handelsgesellschaft (oHG) und die Kommanditgesellschaft (KG), sind weniger beliebt, weil zumindest ein Gesellschafter einer Personengesellschaft unbeschränkt für die Schulden der Gesellschaft haftet. Eine Ausnahme bildet nur die Form der GmbH & Co. oHG oder GmbH & Co. KG, bei der der persönlich haftende Gesellschafter eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung ist.

Investoren ziehen Kapitalgesellschaften vor, also die Gesellschaft mit beschränkter Haftung oder auch die Aktiengesellschaft (AG). Eine Aktiengesellschaft hat allerdings eine aufwändige Struktur mit zwei Leitungsebenen, Vorstand und Aufsichtsrat, und zeichnet sich dadurch aus, dass der Vorstand keinen Weisungen unterliegt, weder seitens der Aktionäre noch seitens des Aufsichtsrats. Die Geschäftsführung einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung hat dagegen den Weisungen der Gesellschafter Folge zu leisten und ist daher für den Unternehmer und seine Mitgesellschafter leichter zu kontrollieren. Die Gründung einer Aktiengesellschaft lohnt sich im Allgemeinen nur dann, wenn ein Börsengang beabsichtigt ist. Im Folgenden gehen wir davon aus, dass das Unternehmen, an dem sich der Investor beteiligen soll, von einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung betrieben wird. Die Wahl einer anderen Gesellschaftsform sollte mit dem Investor abgestimmt werden.

Investoren werden für eine Beteiligung nur gewonnen werden können, wenn gesichert ist, dass die Gesellschaft das gesamte betriebswesentliche Vermögen ungestört nutzen kann. Im Normalfall sollte dies im wirtschaftlichen Eigentum der Gesellschaft stehen. Unternehmer glauben aber häufig, dass Patente, Marken und andere gewerbliche Schutzrechte in ihrem persönlichen Portefeuille besser aufgehoben seien und dass es ausreiche, wenn sie der Gesellschaft eine Lizenz erteilen. Dies ist Investoren nur schwer zu erklären; diese werden befürchten, dass der Unternehmer im Streitfall den Lizenzvertrag kündigt und die Gesellschaft damit zur Einstellung ihrer Geschäftstätigkeit zwingt. Patente, Marken und andere gewerbliche Schutzrechte sollten deshalb rechtzeitig auf die Gesellschaft übertragen werden. Wenn dies nicht (mehr) ohne unzumutbare steuerliche Belastung für den Unternehmer möglich ist, sollte der Gesellschaft zumindest ein Pfandrecht an den Schutzrechten eingeräumt werden, damit sie im Streitfall nicht schutzlos dasteht. Entsprechendes gilt auch für anderes betriebswesentliches Vermögen, wie Grundstücke.

2. Die Suche nach Interessenten

Die Suche nach Investoren ist nicht so einfach, wie es auf den ersten Blick erscheint. Schon die Frage, ob ein Unternehmen aus derselben oder einer verwandten Branche (strategischer Investor) eher interessiert sein wird als ein Finanzinvestor, ist schwer zu beantworten. Ohnehin wird ein Unternehmer, der neben seinem Tagesgeschäft versuchen wollte, eine große Anzahl potentieller In-

vestoren anzusprechen, schnell überfordert sein. Das Ergebnis wäre, gelinde gesagt, unbefriedigend.

Deshalb sollte der Unternehmer ein Team von Beratern bilden, mit dem die Suche nach dem Investor professionell geplant, durchgeführt und abgeschlossen wird. Zu diesem Team gehört – neben dem Unternehmer selbst und je einem qualifizierten Rechts- und einem Steuerberater – auch ein spezialisierter Unternehmens- oder M&A-Berater, früher auch als Unternehmensmakler bekannt. Die Aufgabe des letzteren ist es, den Beteiligungsprozess zu strukturieren und den Investor bei der Stange zu halten, also die Preisvorstellung des Unternehmers bis zum Abschluss durchzusetzen. Die – oft hohen – Kosten der Berater, vor allem des Unternehmensberaters, relativieren sich schnell, wenn man sich nach Abschluss des Beteiligungsprozesses vor Augen führt, wie dieser ohne den Einsatz der Berater hätte enden können.

3. Information und Geheimhaltung

Investoren brauchen Information über das Unternehmen, bevor sie sich für eine Beteiligung interessieren. Die Berater werden deshalb zunächst die wesentlichen Informationen in einem sogenannten Information Memorandum zusammen stellen. Der Investor wird kurz und knapp darüber informiert werden wollen,

- wie der Unternehmer die Gesellschaft bewertet (pre-money valuation),
- welchen Kapitalbedarf die Gesellschaft hat und ob sie mit der gewünschten Kapitaleinlage auf absehbare Zeit wirtschaften kann oder weitere Kapitaleinlagen erforderlich sein werden,
- welchen Anteil an der Gesellschaft der Investor für seine Kapitaleinlagen bekommen soll,
- wo die Anteile herkommen, die der Investor erwirbt (Kapitalerhöhung, alles Geld geht in das Unternehmen),
- wofür konkret die Kapitaleinlage verwandt werden soll und
- wann der Investor mit einer Ausstiegsmöglichkeit (Exit) rechnen kann.

Dieses Information Memorandum wird der Unternehmensberater den möglichen Investoren überlassen. Keinesfalls sollte der Unternehmer selbst versuchen, ein solches Information Memorandum zu entwerfen und damit bei möglichen Interessenten hausieren zu gehen. Sehr schnell könnte er sich Prospekthaftungsansprüchen aussetzen, ganz davon abgesehen, dass solche Selbstversuche kontraproduktiv und gerade nicht geeignet sind, den Preis für die Beteiligung in die gewünschte Höhe zu treiben.

Hat ein Investor Interesse, wird er darum bitten, vollständige und geordnete Informationen über die Gesellschaft mit seinen Beratern einsehen zu können. Diese sog. Due Diligence-Prüfung kann in der Form angeboten werden, dass die erforderlichen Unterlagen in einem Datenraum physisch zusammengestellt werden. Dieser Datenraum enthält in der Regel alle Unterlagen, die für die Beurtei-

lung der kommerziellen, technologischen, finanziellen, rechtlichen und steuerlichen Situation des Unternehmens wichtig sind. Er wird häufig von den Rechts- oder Steuerberatern des Unternehmens eingerichtet, indem sie die Unterlagen in ihren Räumen aufstellen und den Interessenten nach Absprache und unter Aufsicht Zugang gewähren. Alternativ setzt sich mehr und mehr der web-basierte Datenraum durch, der es mehreren Interessenten gleichzeitig erlaubt, Unterlagen zu prüfen, und Reisekosten einspart. Keinesfalls sollte der Unternehmer einen web-basierten Datenraum auf der eigenen Website einrichten; zu groß ist die Gefahr, dass Unterlagen unberechtigt kopiert und gestohlen werden. Web-basierte Datenräume sollten nur von spezialisierten Anbietern eingerichtet werden. Der Inhalt des Datenraums muss vorab von den eigenen Rechts- und Steuerberatern des Unternehmens durchgesehen und geordnet werden. Ein unvollständiger, ungeordneter Datenraum schreckt Investoren ab. Auch muss ausgeschlossen werden, dass der Investor bei seiner Prüfung für das Unternehmen auf nachteilige Umstände trifft, die dem Unternehmer noch gar nicht aufgefallen waren und die er nicht auf Anhieb erläutern kann.

Zugang zu vertraulichen Informationen darf ein Investor erst erhalten, wenn er eine Geheimhaltungsvereinbarung mit der Gesellschaft abgeschlossen hat. Auch sonst sollte der Unternehmer darauf achten, dass er keine Geheimhaltungsverpflichtungen gegenüber der eigenen Gesellschaft verletzt. Für diesen Punkt ist qualifizierte Rechtsberatung erforderlich. Die Risiken, die aus einer Verletzung der Geheimhaltungsinteressen der Gesellschaft erwachsen können, dürfen nicht unterschätzt werden. Dies gilt insbesondere dann, wenn sich ein strategischer Investor für die Beteiligung interessiert; bei einem strategischen Investor, insbesondere bei einem potentiellen Wettbewerber der Gesellschaft, kann nicht ausgeschlossen werden, dass das Beteiligungsinteresse nur vorgeschoben ist.

Ist mit einer größeren Zahl von Interessenten zu rechnen, sollte der Unternehmer die Rechts- oder Steuerberater des Unternehmens beauftragen, vorab einen eigenen Due Diligence-Bericht abzufassen und diesen den Interessenten überlassen (sog. Vendor Due Diligence). Dies erleichtert den Interessenten die Einarbeitung und überlässt dem Unternehmer die Initiative und Gestaltungsfreiheit bei der Darstellung des Unternehmens und eventueller schwierig zu vermittelnder Punkte.

4. Exklusivität

Spätestens nach Abschluss der Due Diligence-Prüfung wird der Investor vorschlagen, dass der Unternehmer ihm Exklusivität gewähre, sich also verpflichtet, für einen bestimmten Zeitraum nur mit ihm zu verhandeln. So verständlich diese Bitte ist, sollte der Unternehmer sie ablehnen. Die Folge der Gewährung von Exklusivität ist nämlich häufig eine ausgedehnte Preisdiskussion, die kurz vor Unterzeichnung stattfindet und zu Lasten des Unternehmers ausfällt, weil kein anderer Interessent mehr im Rennen ist. Gelegentlich versuchen mit Exklusivität ausgestattete Interessenten noch am Tag des Vertragsschlusses, den Preis zu senken. Um den Interessenten auch ohne Exklusivität bei der Stange zu halten, sollte der Unternehmer vielmehr überlegen, ob er nicht eine pauschale Erstattung der Kosten der Due Diligence-Prüfung anbietet, für den Fall, dass der Interessent ein Angebot macht, aber damit aus Gründen, die er nicht zu vertreten hat, nicht zum Zuge kommt.

Diese Kostenerstattung kann zwar einen sechsstelligen Betrag ausmachen, dieser ist aber gut angelegt, wenn sich in der Folge die Preisvorstellungen des Unternehmers leichter durchsetzen lassen.

5. Beteiligungsvertrag

Ist die Due Diligence-Prüfung zur Zufriedenheit des Interessenten abgeschlossen, wird dieser über den Beteiligungsvertrag verhandeln wollen. Dieser legt fest, welchen Anteil an der Gesellschaft der Erwerber für welchen Preis (Kapitaleinlage) in welchem Verfahren (Kapitalerhöhung) erwirbt. Die Kapitaleinlage teilt sich im Normalfall auf in eine (nominelle) Stammkapitaleinlage und ein (hohes) Agio oder eine (hohe) Einzahlung in die sonstigen Rücklagen der Gesellschaft. Damit wird das Ziel, der Gesellschaft neue Finanzmittel zukommen zu lassen, erreicht.

Der Investor wird vorschlagen, dass der Beteiligungsvertrag eine Reihe von Garantie- und Freistellungserklärungen des Gründers enthält. Er wird sich darauf berufen, dass er das Unternehmen nicht kenne und deshalb den durch die Garantie- und Freistellungserklärungen des Gründers gebotenen Schutz benötige, um die Investition überhaupt tätigen zu können. Der Investor wird deshalb verlangen, durch die Garantie- und Freistellungserklärungen von möglichst vielen Risiken entlastet zu werden, und zwar ohne dass es darauf ankommt, ob der Gründer die Richtigkeit der abgegebenen Erklärungen aus eigenem Wissen bestätigen kann oder nicht. Außerdem wird der Investor Wert darauf legen, dass die mögliche Haftung des Gründers möglichst unbegrenzt ist und eventuelle Ansprüche möglichst spät verjähren. Die Verhandlung dieser Garantie- und Freistellungserklärungen nimmt erfahrungsgemäß relativ viel Zeit in Anspruch. Der Gründer wird demgegenüber bestrebt sein, vom Geltungsbereich der Garantie- und Freistellungserklärungen alle Umstände auszuschließen, von denen der Investor – nicht zuletzt auf Grund der Due Diligence – bereits Kenntnis hat. Außerdem wird der Gründer eine feste Obergrenze für seine Haftung und eine kurze Verjährungsfrist vorschlagen. In jedem Fall sollte vermieden werden, dass der Gründer als Folge der Transaktion Risiken übernimmt, die er nicht hätte, wenn er weiterhin Alleingesellschafter bliebe.

Schließlich schlagen Investoren immer wieder vor, dass sich die Gesellschaft in dem Beteiligungsvertrag verpflichten soll, ihnen die Kosten der Prüfung des Beteiligungsvorhabens zu erstatten. Solche Klauseln sind für den Gründer sehr riskant: Die Kostenerstattung kann gegen das gesetzliche Kapitalerhaltungsgebot verstoßen, mit der Folge, dass der Gründer persönlich der Gesellschaft gegenüber zur Erstattung der Kosten verpflichtet ist. Außerdem wird die Kostenerstattung in aller Regel eine verdeckte Gewinnausschüttung darstellen.

Wenn mehrere Gründern oder Investoren beteiligt sind, sollten auch – im Beteiligungsvertrag oder separat – die Regeln für das Innenverhältnis der Gründer oder Investoren festgelegt werden.

6. Gesellschaftervereinbarung

Der Investor wird darüber hinaus eine weitere Vereinbarung vorschlagen, welche die Zusammenarbeit des Gründers und des Investors als künftige Gesellschafter der Gesellschaft regeln soll. Diese

Gesellschaftervereinbarung ist also dauerhafter Natur, im Unterschied zu dem Beteiligungsvertrag, der sich erledigt, sobald die Garantie- und Freistellungserklärungen verjährt sind.

Zunächst wird sich der Investor vergewissern wollen, dass der Gründer für eine bestimmte Zeit der Gesellschaft weiterhin zur Verfügung steht und vor allem nicht mit ihr in Wettbewerb tritt. Dieses Verlangen ist gerechtfertigt, muss aber mit Verstand umgesetzt werden. Keinesfalls darf der Gründer daran gehindert werden, seinen Beruf auszuüben, ohne eine adäquate Gegenleistung zu erhalten.

Die Gesellschaftervereinbarung wird vorsehen, dass die Anteile der Parteien vinkuliert sind, also nicht ohne Zustimmung des jeweils anderen Gesellschafters an Dritte – evt. mit Ausnahme von nahe stehenden Personen – veräußert werden können.

Der Investor will außerdem vermeiden, dass seine Anteile bei einer weiteren Kapitalerhöhung verwässert werden. Gegen eine solche Verwässerung ist er zwar schon durch das gesetzliche Bezugsrecht geschützt. Dies hilft ihm aber dann nicht, wenn der weitere Gesellschafter deutlich weniger für seine Anteile bezahlt und dadurch auch den Anteil des Investors entwertet. Für diesen Fall verlangen Investoren, durch die Ausgabe weiterer Anteile so gestellt zu werden, als hätten sie sich auch zu dem niedrigeren Kurs beteiligt.

Ebenso will der Investor vermeiden, bei einer eventuellen Liquidation der Gesellschaft um seine Einlage gebracht zu werden. Die Gesellschaftervereinbarung wird deshalb eine Liquidations- oder Erlöspräferenz vorsehen, die dem Investor zusichert, dass er im Fall der Liquidation der Gesellschaft oder auch im Fall des Verkaufs aller oder nahezu aller Anteile an der Gesellschaft (trade sale) aus dem Erlös vorab einen Betrag entsprechend seiner Einlage zuzüglich Verzinsung erhält.

Der Investor wird sich ferner das Recht vorbehalten wollen, seine Anteile mitzuveräußern, wenn der Gründer seine Anteile verkauft. Er erwartet nämlich, dass der Gründer über bessere Verbindungen zu möglichen Kaufinteressenten verfügt als er selbst, und möchte nicht allein zurückbleiben, wenn der Gründer eine Möglichkeit hat, seine Anteile zu verkaufen.

Der Investor wird auch Wert darauf legen, seine Anteile nach Ablauf einer bestimmten Zeit – etwa bei Schließung des Fonds, aus dem die Investitionsmittel stammen – veräußern zu können. Diesem Wunsch wird sich der Gründer nicht verschließen können. Um dies zu erreichen, könnte der Investor verlangen, dass ihm der Gründer seine Anteile nach Ablauf einer bestimmten Zeit zu einem bestimmten Wert wieder abnimmt. Eine solche Optionsklausel (Put Option) kann für den Gründer eine erhebliche wirtschaftliche Belastung darstellen und sollte deshalb nur nach gründlicher Prüfung akzeptiert werden. Eher zu verkraften ist ein Mitnahmerecht, das den Gründer verpflichtet, mit den anderen Gesellschaftern zu verkaufen, wenn ein Verkauf aller oder nahezu aller Anteile an der Gesellschaft (trade sale) möglich erscheint. Schließlich kann die Gesellschaftervereinbarung, wenn es sich um eine Aktiengesellschaft handelt, auch vorsehen, dass einzelne Aktionäre oder Aktionärsgruppen die Einführung der Aktien der Gesellschaft an einem organisierten Markt (Börse) auch gegen den Willen der anderen Gesellschafter verlangen können.

7. Anwendbares Recht und Schiedsklausel

Wenn der Investor aus einem anderen Land kommt, muss in dem Beteiligungsvertrag ebenso wie in der Gesellschaftervereinbarung festgehalten werden, dass diese deutschem Recht unterliegen. Die Wahl eines ausländischen Rechts wäre zwar erlaubt, würde sich aber nicht mit der nach deutschem Recht zu beurteilenden inneren Struktur der Gesellschaft vertragen. Wenn der Investor Vertragsmuster vorlegt, die nach ausländischem, z.B. englischem Recht, entworfen worden sind, müssen diese besonders sorgfältig bearbeitet werden, um sicher zustellen, dass sie zum deutschen Gesellschaftsrecht passen.

Schließlich sollte den Verträgen je eine Schiedsklausel angefügt werden. So wird sicher gestellt, dass eventuelle Streitigkeiten von kompetenten Fachleuten unter Ausschluss der Öffentlichkeit entschieden werden.

U. Lohmann