

Wie können sich Unternehmen in Verantwortungseigentum finanzieren?

Kapitalbeschaffung

Liquidität für InvestorInnen
und GründerInnen

Kapitalbeschaffung

Unternehmen in Verantwortungseigentum haben gewisse Restriktionen, was die Kapitalbeschaffung betrifft, da sie die Unabhängigkeit des Unternehmens verrechtlicht haben. Die Mehrheit der Stimmrechte ist nicht mehr käuflich, InvestorInnen können daher nicht die Kontrolle über das Unternehmen übernehmen, schließlich halten „VerantwortungseigentümerInnen“ die Kontrolle treuhänderisch auf Zeit. Trotzdem stehen Unternehmen in Verantwortungseigentum viele verschiedene Wege der Kapitalbeschaffung offen.

Große Unternehmen

Anleihen

Unternehmen in Verantwortungseigentum mit Umsätzen über 5 Mrd. €, wie Bosch, Zeiss, NovoNordisk oder Carlsberg, können den Großteil ihres Kapitalbedarf über Banken oder mit an Anleihemärkten notierten Anleihen finanzieren. Bosch alleine hat Anleihen im Volumen von 6 Mrd. € ausgegeben.

Börsennotierte Unternehmen in Verantwortungseigentum

Wenn neben Fremdkapital auch Eigenkapital benötigt wird, können sich diese Unternehmen auch über die Börse finanzieren, solange die Mehrheit der Stimmrechte weiterhin nicht käuflich wird. Die Carl Zeiss AG hat zum Beispiel eine Tochter gegründet, Zeiss Meditec AG, deren Mehrheit der Carl Zeiss AG gehört, die aber Aktien an der Börse notiert hat.

In Dänemark machen Aktien von Unternehmen in Verantwortungseigentum 60 % des Wertes des dänischen Aktienindex aus²². Unternehmen wie NovoNordisk halten die Stimmrechtsmehrheit in gemeinnützigen Stiftungen und lassen nur eine Stimmrechtsminderheit auf dem Aktienmarkt flottieren, die aber durchaus die Kapitalmehrheit sein kann. Dies ist in Dänemark durch das Vielfachstimmrecht einzelner Aktienkategorien möglich, was in Deutschland seit Anfang der 2000er verboten ist. Teilweise werden auch stimmrechtslose Aktien dafür eingesetzt (die in Deutschland nur bis zu 50% des Kapitals ausmachen dürfen).

²² Thomsen, S. (2017). *The Danish Industrial Foundations*. Kopenhagen: Djøf Forlag.

Die dänischen Konstruktionen unterscheiden sich nur gering von in Deutschland bekannten börsennotierten Fußballvereinen und Familienunternehmen, die oft über eine KGaA-Konstruktion den Einfluss externer InvestorInnen klein halten, die Familie oder der gemeinnützige Fußballverein sind dann der Komplementär und Aktionäre sind Kommanditisten ohne Einfluss.

Das „Steuerrad“ der Unternehmen in Verantwortungseigentum bleibt also auch an der Börse unverkäuflich in gemeinnützigen Stiftungen. Trotzdem können InvestorInnen an der Wertsteigerung des Unternehmens teilhaben oder Dividenden erhalten.

Durch diese Dividenden-Ausschüttungen wird das 2. Prinzip von Verantwortungseigentum, der „Asset-Lock“, nicht angetastet, weil die Entscheidung über die Ausschüttung immer noch in Händen von VerantwortungseigentümerInnen liegt, die Interesse daran haben, dass das Unternehmen durch Dividenden oder Aktienrückkäufe unnötig belastet wird. Es besteht also ein struktureller „Asset-Lock“.

Mittelständische Unternehmen

Neben typischem Fremdkapital nutzen mittelständische Unternehmen in Verantwortungseigentum alle Formen von Mezzaninen-Kapital, um sich zu finanzieren. Von Nachrangdarlehen, die eigenkapitalersetzend wirken können, über Genussrechte/-scheine, partiarische Darlehen bis zu stillen oder atypisch stillen Beteiligungen haben sie eine Vielzahl an Instrumenten zur Verfügung, die die Prinzipien von Verantwortungseigentum nicht unterminieren. Auch bei mittelständischen Unternehmen werde diese Instrumente häufig genutzt, sodass für InvestorInnen, die in Verantwortungseigentum investieren wollen, keine große Unsicherheit entsteht.

InvestorInnen fordern für ihre eigene Risikominimierung meist Absicherungen, die es ermöglichen, VerantwortungseigentümerInnen bei nachhaltig schlechter Geschäftsentwicklung in Haftung zu nehmen. Unternehmen in Verantwortungseigentum haben daher oft Beiräte, die VerantwortungseigentümerInnen unter bestimmten Voraussetzungen enteigneten dürfen und neue bestellen können.

Die Voraussetzungen dafür sind sogenannte „Rote Linien“, die von VerantwortungseigentümerInnen überschritten werden. Diese sind je nach Unternehmen sehr unterschiedlich definiert, meist sind sie mit mehreren verlustreichen Jahren oder anderen negativen Entwicklungen verknüpft.

Start-Ups

Klassische Start-Up-InvestorInnen sind es gewohnt, sowohl Stimmrechte zu halten, als auch ihr Investment durch Verkauf des Unternehmens zu liquidieren. Oft haben sie dafür sogar ein „Drag-Along-Right“, das ihnen erlaubt die GründerInnen zum Verkauf zu zwingen. Beides ist im Unternehmen in Verantwortungseigentum anders gestaltet.

Rückkaufbarkeit

Statt eines Verkaufs – Exit – an ein anderes Unternehmen, geben InvestorInnen im Fall von Verantwortungseigentum all seine Anteile zurück an das Unternehmen selbst – das Unternehmen macht also einen „Exit an sich selbst“. Alternativ können andere, langfristig orientierte InvestorInnen oder Banken helfen, frühes – oft teures – Investmentkapital abzulösen.

Deckelung

Damit ein Unternehmen überhaupt seine Anteile zurückkaufen kann und nicht die Bewertung dieser Anteile mit großem Erfolg stetig mitwächst, sodass der Cashflow des Unternehmens nie schneller wachsen kann als die Bewertung, wird der Rückkaufpreis gedeckelt: Es wird z.B. festgelegt, ein Start-Up InvestorInnen im besten Fall das Fünffache seines Investments zurück erhalten.

Die verschiedenen Instrumente, die von Start-Ups in Verantwortungseigentum zur Investition und zur Liquidität für InvestorInnen genutzt werden, sind unten aufgeführt. Sie ermöglichen es InvestorInnen, risikoadäquate Renditen zu erzielen und gleichzeitig den Start-Ups ein Versprechen zu geben: Wir existieren nicht primär für den Exit der GründerInnen und InvestorInnen, sondern für einen „Purpose“; das Unternehmensvermögen ist deshalb nicht unbegrenzt personalisierbar.

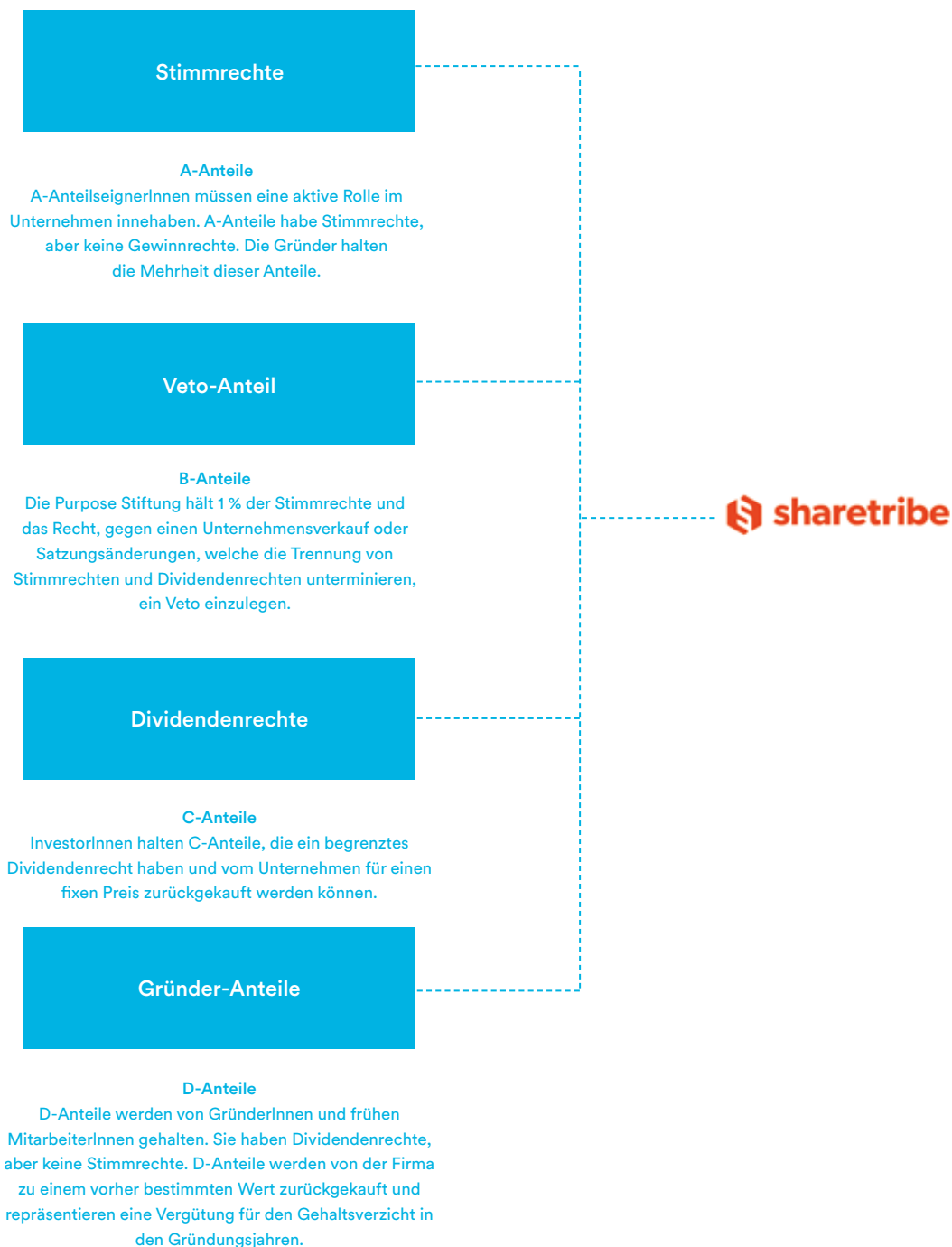
Instrumente, die sich für Investitionen in Unternehmen in Verantwortungseigentum eignen

Stimmrechtslose Anteile mit Rückkaufoption

Stimmrechtslose Anteile sind, genau wie Anteile mit Stimmrechten, auch Eigenkapital. Solche Anteile können mit einer Rückkaufoption oder auch einem Kündigungsrecht ausgestattet werden. In diesem Fall kann, bzw. muss, das Unternehmen auf Wunsch der InvestorInnen die Anteile stückweise oder einmalig zurück kaufen. Der Rückkaufpreis und die Rückkaufbedingungen werden vertraglich festgelegt. Für den Rückkauf von Anteilen kann das Unternehmen beispielsweise überschüssige Liquidität aus der Geschäftstätigkeit oder neu aufgenommenes Eigen- und Fremdkapital nutzen.

Fallbeispiel Sharetribe

Bei dem finnischen Unternehmen in Verantwortungseigentum Sharetribe wurde dieses Finanzierungsinstrument eingesetzt. So wurden neben den üblichen Anteilsklassen A und B zwei weitere Anteilsklassen geschaffen. Neben einer Anteilsklasse C für Investoren, eine Klasse D, die ebenso stimmrechtslose Anteile darstellt, und die GründerInnen und frühen MitarbeiterInnen für ihr Risiko und die Unternehmerschaft in der Frühphase des Unternehmens entlohnen sollen.



Demand Dividend

Die „Demand Dividend“ ist ein meist in den USA genutztes Instrument. Es sind Anteile am Unternehmen, die das Unternehmen dazu verpflichten, basierend auf einem prozentual festgelegten Anteil der freien Liquidität regelmäßige Zahlungen an die Anteilseigner zu leisten. Die Zahlungsverpflichtung und die Beteiligung endet, wenn die gezahlten Dividenden kumulativ einen im Vorhinein – als Gesamtverpflichtung – definierten Betrag erreicht haben. „Demand Dividend“ ist rechtlich umsetzbar mit Anteilen sowie auch mit atypischen und typischen stillen Beteiligungen.

Umsatzbeteiligung

Bei einem Darlehen mit Umsatzbeteiligung erhalten die InvestorInnen als Gegenleistung für die Investition einen Anteil am Umsatz des Unternehmens. Dabei sind die InvestorInnen und die UnternehmerInnen gleichermaßen daran interessiert, dass das Unternehmen stabile Umsätze generiert.

Eigenkapitalähnliche Instrumente

Für die Finanzierung von Unternehmen bieten sich zudem eigenkapitalähnliche Instrumente an. Diese werden in der Praxis häufig genutzt. Zu nennen sind hier vor allem Nachrangdarlehen sowie typische und atypische stille Beteiligungen.

Insgesamt kann also aus einer Vielzahl an Finanzierungsinstrumenten für Unternehmen in Verantwortungseigentum ausgewählt werden.

Liquidität für InvestorInnen und GründerInnen

Alle InvestorInnen wollen ihre Anlagen irgendwann wieder in Liquidität umwandeln. Für Start-up-InvestorInnen geschieht dies üblicherweise durch den Verkauf des Unternehmens oder einen Börsengang. Da Unternehmen in Verantwortungseigentum keinen Exit anstreben – zumindest nicht im üblichen Sinne – brauchen sie andere Anreize für InvestorInnen. Dazu gibt es mehrere bewährte Alternativen.

Umsatzbeteiligung

Die direkteste Methode ist es, die Liquidität direkt aus den Erträgen des Unternehmens zu generieren. Wenn das Unternehmen nach einer Investitions- und Wachstumsphase über ausreichende Ertragskraft verfügt, kann es Anteile zurückkaufen. Dies geschieht auf Basis einer Unternehmensbewertung oder einer bereits im Vorfeld festgelegten Preisformel. Um den InvestorInnen Sicherheit zu geben, kann ein vertragliches Rückkaufsrecht, „Put-Option“, eingeräumt werden: Das Unternehmen verpflichtet sich, ab einem bestimmten Zeitpunkt einen festen Anteil seiner Liquidität für Anteilsrückkäufe einzusetzen.

Fremdfinanzierter Auskauf

Eine gängige Methode zur Rekapitalisierung reiferer Unternehmen und ihrer Transformation in Verantwortungseigentum ist es, frühe InvestorInnen mit frischem Kapital auszuzahlen. Dazu eignen sich sowohl Fremdkapital als auch stimmrechtloses Eigenkapital.

Erhöhung des Eigenkapitals

Ein wachsendes Start-up, das sein Kapital laufend erhöht, kann InvestorInnen durch stückweise stattfindende Anteilsrückkäufe ein bestimmtes Maß an Liquidität bieten. Das mindert den Liquiditätsdruck für frühe InvestorInnen und gewährleistet bestenfalls günstigere Kapitalkosten für das weitere Wachstum.

Dividenden

Einige InvestorInnen sind bereit, anstelle einer vollständigen Liquidation ihrer Anteile langfristig Dividenden zu beziehen. Die Umstände, unter denen Ausschüttungen stattfinden, müssen im Vorfeld geklärt werden, da InvestorInnen bei Unternehmen in Verantwortungseigentum nicht über Stimmrechte und in der Regel auch nicht über Aufsichtsratsmandate verfügen. Die Vereinbarung kann eine Mindestdividende, aber auch eine erfolgsabhängige Dividende beinhalten.

Börsengang mit Aktienminderheit oder stimmrechtlosen Aktien

Unternehmen in Verantwortungseigentum können die Mehrheit ihrer Stimmrechte nicht verkaufen. Das hindert sie jedoch nicht daran, Aktien an der Börse anzubieten. Es können entweder eine streng limitierte Minderheitsaktien oder stimmrechtslose Aktien angeboten werden. Die Unternehmenskontrolle bleibt jedoch unverkäuflich, bspw. durch gemeinnützige Stiftungen.

Übernahme durch ein weiteres Unternehmen in Verantwortungseigentum

Ein Unternehmen in Verantwortungseigentum kann ein anderes übernehmen, wenn die Ziele und Werte der beiden Unternehmen zusammenpassen. In solchen Fällen kann die neue Muttergesellschaft Kapital für die Übernahme aufnehmen oder ihre Liquiditätsreserven einsetzen, um die InvestorInnen und GründerInnen des Übernahmekandidaten auszusahlen. Anders als beim traditionellen Exit wird das Unternehmensziel durch eine solche Transaktion nicht in Frage gestellt. In manchen Fällen kann ein größeres Unternehmen in Verantwortungseigentum ein guter neuer Treuhandeigentümer für ein Start-Up in Verantwortungseigentum sein.

Fazit

All diese Methoden ermöglichen Unternehmen in Verantwortungseigentum, Liquidität an InvestorInnen auszuschütten, ohne die Unabhängigkeit und die Sinnorientierung des Unternehmens in Frage zu stellen. Im Gegensatz zu den konventionellen Wegen der Liquiditätsbeschaffung erfordern viele dieser Methoden längere Investitionszeiträume. Doch immer mehr InvestorInnen erkennen die Bedeutung „geduldigen Kapitals“ als Form der langfristigen Wertschöpfung und nachhaltigen Wirkung eines Unternehmens und sind deshalb zunehmend bereit, ihr Kapital längerfristig zu binden.