

OFFEN GESPROCHEN

Wie lange braucht man, um EUR 50 Mio. Kapital aufzunehmen?

Die Unternehmensplanung steht, der Kapitalbedarf ist abgeleitet. EUR 50 Mio. werden zusätzlich benötigt, um den Plan umsetzen zu können. Aufgrund der guten Geschäftsaussichten der Gesellschaft erscheint die Geldaufnahme grundsätzlich unproblematisch. Jedem ist heute bewusst, dass wir in einer Zeit mit hoher Liquidität bei Investoren und wenig rentablen Anlagealternativen leben. Der Kapitalbedarf von Unternehmen kann daher regelmäßig zu historisch günstigen Konditionen über verschiedene Wege gedeckt werden, unabhängig davon, ob Eigenkapital, Mezzanine-Kapital oder Fremdkapital gesucht wird. Aber wie lange dauert es, Kapital über die bereits bestehenden Finanzierungsvereinbarungen hinaus aufzunehmen?

Grundsätzlich liegt der Zeitbedarf für die Aufnahme von neuem Kapital in Höhe von beispielsweise EUR 50 Mio. – abseits der Nutzung von freien Linien in vorhandenen Kreditprodukten – zwischen zwei Wochen und 12 Monaten. Dies gilt unabhängig vom gewählten Finanzierungsinstrument. Bei Eigenkapital ist die Dauer der Kapitalaufnahme insbesondere abhängig davon, ob die Gesellschaft am Kapitalmarkt gelistet ist. Fehlt eine Börsennotiz, dann spielt insbesondere die Frage eine Rolle, welcher Prozentsatz des Eigenkapitals für die EUR 50 Mio. abgegeben werden soll.

„Zehnprozentler“ der börsennotierten Gesellschaft

Klarer Zeitsieger beim Eigenkapital mit einer Projektlaufzeit zwischen Finanzierungsentscheidung und Geldeingang ist der sogenannte „Zehnprozentler“ des börsennotierten Unternehmens. Ein börsennotiertes Unternehmen mit einer Marktkapi-

talisierung von mehr als EUR 500 Mio. nimmt das neue Kapital in Höhe von EUR 50 Mio. innerhalb von **etwa 2 Wochen** auf. Formale Voraussetzung hierfür ist, dass die Hauptversammlung der Gesellschaft ein ausreichendes genehmigtes Kapital sowie die Ermächtigung zum Bezugsrechtsausschluss beschlossen hat. Auf Basis einer solchen Ermächtigung der Hauptversammlung kann (einmalig) eine Kapitalerhöhung über bis zu 10 % des bestehenden Grundkapitals durchgeführt werden. Der „Zehnprozentler“ wird i.d.R. über Nacht im Wege einer Privatplatzierung bei ausgewählten Kapitalmarktinvestoren unter Ausschluss des Bezugsrechtes der bestehenden Aktionäre platziert. Die Platzierung erfolgt nah am aktuellen Aktienkurs, ein Wertpapierprospekt ist weder für die Vermarktung noch für die Zulassung erforderlich. Die Durchführungszeit der Kapitalerhöhung ist auch deshalb so kurz, weil die Investoren trotz fehlendem Prospekt keine Due Diligence durchführen. Schematisch läuft die Transaktion so ab:

Tag	Aktivität
1-7	Vorbereitung
8	Marktbeobachtung und Go/No-Go-Entscheidung 17:00 Uhr: Beschluss des Vorstands und Zustimmung des Aufsichtsrats 17:40 Uhr: Veröffentlichung der Ad-hoc-Mitteilung zum Beschluss 17:40 Uhr – 20:00 Uhr: Platzierung der Aktien 21:00 Uhr: Preisfestlegung und Allokation der Aktien
9	spätestens morgens vor Börseneröffnung: Ad-hoc-Mitteilung über die Transaktion
10	Eintragung der Kapitalerhöhung

- 14 Settlement (Lieferung und Zulassung der Aktien, Auskehr des Emissionserlöses)

Kapitalerhöhung mit Bezugsrecht der Altaktionäre

Sobald die Kapitalerhöhung bei einem börsennotierten Unternehmen 10% des aktuellen Grundkapitals übersteigt, besteht grundsätzlich ein Bezugsrecht der Aktionäre und damit eine Prospektspflicht. Der Zeitbedarf zwischen Projektstart und Kapitaleingang erhöht sich in Abhängigkeit von der für die Prospekterstellung notwendigen Zeitspanne auf **etwa 4-5 Monate**, die folgendermaßen genutzt werden:

Woche Aktivität

- 1-8 Due Diligence und Prospekterstellung
 9-14 Billigungsverfahren für den Prospekt bei der BaFin
 15-16 Bezugsfrist und Vermarktung
 17 Platzierung nicht bezogener Aktien ("Rump Placement"), Eintragung der Kapitalerhöhung, Lieferung und Zulassung der neuen Aktien sowie Auskehr des Emissionserlöses

Börsengang

Ist ein Unternehmen noch nicht am Kapitalmarkt notiert und sollen die EUR 50 Mio. im Rahmen eines Börsengangs (IPO) aufgenommen werden, so ergeben sich völlig andere Zeiträume bis zum Eingang der Liquidität beim Unternehmen. Je nach Vorbereitung des Unternehmens auf die erweiterten Pflichten und in Abhängigkeit vom avisierten IPO-Zeitpunkt liegen diese regelmäßig **zwischen 6 und 12 Monaten**. Dabei ist der Zeitbedarf insbesondere abhängig von notwendigen gesellschaftsrechtlichen Anpassungen, einer ggf. notwendigen Umstellung der Bilanzierung auf IFRS und dem Aufbau des erforderlichen Reporting-Systems. Der IPO läuft etwa so ab:

Woche Aktivität

- 1-5 Vorbereitung
 6-15 Due Diligence und Prospekterstellung
 16-21 Billigungsverfahren für den Prospekt bei der BaFin, währenddessen: Erstellung von Equity Research durch die Banken
 22-23 Road Show und Bookbuilding
 24 Eintragung der Kapitalerhöhung, Lieferung der neuen Aktien und Zulassung des Grundkapitals sowie Auskehr des Emissionserlöses

Nicht börsennotierte Unternehmen

Soweit das Unternehmen nicht börsennotiert ist und ein IPO nicht angestrebt wird, ist der Kreis möglicher Investoren auf

private Investoren (Family Offices), strategische Investoren und Private-Equity-Gesellschaften beschränkt. Entscheidend für den Zeitbedarf der Platzierung ist dabei, ob der Investor für seine EUR 50 Mio. nach der Transaktion die Mehrheit des Eigenkapitals der Gesellschaft halten wird. Soweit eine **Mehrheitsbeteiligung** erreicht wird, ist die Nachfrage der Investoren grundsätzlich höher. Daher kann der Verkaufsprozess strukturierter und kompetitiver gestaltet werden. Der Zeitbedarf ist dadurch grundsätzlich geringer als bei der Veräußerung einer Minderheitsbeteiligung und beträgt häufig rund **6 Monate**. Im Detail kann der Prozess sehr unterschiedlich sein und sich beispielsweise wie folgt gestalten:

Woche Aktivität

- 1-2 Projektvorbereitung
 3-8 Erstellung Projektdokumentation
 9-12 Erhalt der indikativen Angebote
 13-17 Due Diligence
 18-22 Vertragsverhandlungen/Signing
 23-27 Abarbeitung der Closing-Bedingungen
 28 Closing und Kaufpreiszahlung

Bei der Veräußerung einer **Minderheitsbeteiligung** an einem privat gehaltenen Unternehmen stellt sich zunächst die Frage, unter welchen Bedingungen ein geeigneter Investor gefunden werden kann. Hierzu sind die Ziele der aktuellen Eigentümer (Altgesellschafter) genau zu analysieren. Diese müssen insbesondere für sich entscheiden, ob die Abgabe der Minderheit den ersten Schritt zum späteren Gesamtverkauf (Exit) darstellt oder aber eine Zwischenfinanzierung für einen Übergangszeitraum bzw. eine „dauerhafte“ zukünftige Gesellschafterstruktur zum Ziel hat.

Die **Abgabe eines Minderheitsanteils als Vorstufe zum späteren gemeinsamen Gesamtverkauf** ist eine für Private-Equity-Gesellschaften häufig noch interessante Alternative. Dennoch werden gegenüber dem Mehrheitsverkauf die Verhandlung des Kaufvertrages und insbesondere der Gesellschaftervereinbarung mehr Zeit in Anspruch nehmen. Wir schätzen den zusätzlichen Zeitbedarf auf regelmäßig 1 bis 2 Monate, so dass sich ein Zeitraum von insgesamt **7 bis 8 Monaten** ergibt.

Soweit die Kapitalerhöhung als „Zwischenfinanzierung“ gestaltet ist, werden die Exit-Vereinbarungen sicherlich noch komplizierter. Hier gilt es zu prüfen, ob die Aufnahme des Kapitals als Eigenkapital überhaupt zu empfehlen ist, oder doch eher Mezzanine-Finanzierungen genutzt werden sollten. Die Suche nach dem richtigen dauerhaften Partner (ohne Exit-Präferenzen) ist insgesamt schwierig. Häufig wird hier nach einem langfristig orientierten Family Office gesucht. Bei einem Einsatz

von EUR 50 Mio. ist eine solche Suche sicherlich **zumindest sehr zeitintensiv**.

Mezzanine-Kapital

Die Aufnahme von Mezzanine-Kapital von spezialisierten Fonds kann – eine entsprechende Attraktivität des Kapitalnehmers vorausgesetzt – grundsätzlich innerhalb einer Projektdauer von **6 Monaten** erfolgen. Entscheidende Zeitfaktoren sind hier die Dauer der Vorbereitung und Durchführung der Due Diligence sowie insbesondere die Verfügbarkeit eines „nicht zu alten“ testierten (Konzern-)Jahresabschlusses. Insgesamt ist der Prozess vergleichbar mit der Abgabe einer Mehrheitsbeteiligung. In „*distressed*“-Situationen kann ein entsprechender Debt-Investor u.U. auch deutlich schneller agieren.

Die wichtigsten **Mezzanine-Produkte von gelisteten Unternehmen** sind die Wandel- und insbesondere die Hybridanleihe. Auch hier ist entscheidend für die Projektdauer, ob für die Platzierung der Anleihe ein Prospekt benötigt wird. Prospektfreie Transaktionen können bei etablierten Emittenten mit vorhandener Dokumentation (Anleihebedingungen, Vermarktungsdokumente) innerhalb von ca. **2 Wochen** durchgeführt werden. Müssen diese Dokumente noch vorbereitet werden, sind für die Vorbereitung einer prospektfreien Emission **knapp drei Monate** (10 bis 13 Wochen) zu veranschlagen. Hierfür gilt folgender schematisierter Zeitplan:

Woche Aktivität

1-2	Projektvorbereitung
3-6	Erstellung Projektdokumentation (Anleihebedingungen und Vermarktungsdokumente)
7	ggf. Market Sounding bei ausgewählten Investoren
8-9	Transaktionsankündigung und Durchführung Road Show
10	Book-Building sowie Pricing und Zuteilung
11	Valuta der Anleihe und Auskehrung des Nettoemissionserlöses

Für prospektpflichtige Emissionen besteht ein ähnlicher Zeitbedarf wie für bezugsrechtspflichtige Kapitalerhöhungen.

Fremdkapital

Die **Anleihe** ist neben dem Schuldscheindarlehen und dem Konsortialkredit das typische Fremdkapitalprodukt. Der Zeitbedarf für die Aufnahme von Fremdkapital in Form einer **unbesicherten, vorrangigen Anleihe** entspricht jenem für die Emission einer Wandel- oder Hybridanleihe. Die Emission einer solchen Anleihe setzt dabei nicht voraus, dass das Unternehmen selbst börsennotiert ist. Entscheidend für die Projektdauer ist

vielmehr, ob der Emittent schon am Kapitalmarkt etabliert ist und ob ein Prospekt (neu) erstellt werden muss. Auch Unternehmen, deren Aktien nicht börsennotiert sind, können daher innerhalb überschaubarer Fristen Kapital am Anleihemarkt aufnehmen. Zudem gibt es im Anleihemarkt keinen direkten Zusammenhang zur Marktkapitalisierung (über das etwaige Bezugsrecht), so dass auch deutlich höhere Volumina aufgenommen werden können. Jedoch muss konstatiert werden, dass Anleiheemissionen von unter EUR 100 Mio., sogenannte Mittelstandsanleihen, deutlich herausfordernder und zeitaufwändiger zu platzieren sind, während Anleihen mit Volumina von größer als EUR 150 Mio. für gewöhnlich von Investmentbanken bei internationalen institutionellen Investoren platziert werden.

Die Aufnahme einer Finanzierung von EUR 50 Mio. über einen **Konsortialkredit oder ein Schuldscheindarlehen** hängt maßgeblich von den bestehenden Bankbeziehungen, den Erfahrungen der Gesellschaft mit dem Finanzierungsprodukt und dem Verschuldungsgrad des Unternehmens ab. Wir gehen für diese Finanzierungen von einem Zeitbedarf von **3 bis 4 Monaten** aus.

Fazit

Selbstverständlich stellen die dargestellten Schätzgrößen für den jeweiligen Zeitaufwand nur Richtgrößen dar, von denen im Einzelfall erheblich abgewichen werden kann. Es bleibt aber festzustellen, dass durch das Listing eines Unternehmens der Aufwand und der Zeitbedarf für die Aufnahme von Kapital wesentlich verringert wird. Durch die Transparenz des Unternehmens, die hohe Anzahl von Investoren und die geübte Platzierungspraxis werden die hohen Aufwendungen für die Due Diligence und komplexe bilaterale Verträge überflüssig. Vor diesem Hintergrund bleibt es uns weiterhin unverständlich, warum große wachsende Familienunternehmen in Deutschland nach wie vor nur im geringen Umfang den Kapitalmarkt als Entwicklungsmotor für sich nutzen.

Dr. Jens Kruse
Corporate Finance

Unsere Referenzen finden Sie auf unserer Homepage:
www.mmwarburg.de/de/geschaeftskunden/corporate-finance-beratung

Kontakt:

Dr. Jens Kruse

Leiter Corporate Finance · jkruse@mmwarburg.com
Ferdinandstraße 75 · 20095 Hamburg

Dieser Artikel dient ausschließlich der Information. Er stellt keinen Rat und keine Empfehlung dar.