

Karl A. Niggemann · Ulrich Dahlhausen ·  
Markus B. Hofer · Rudolf Schmitz ·  
Oliver Everling *Hrsg.*

# ESG als Treiber von M&A

Unternehmenskäufe und  
-zusammenschlüsse erfolgreich managen



# Kaufpreisseigerung durch die Erfüllung von ESG-Kriterien – Finanzierungslösungen mit Eigenkapital und Mezzanine Kapital im Vorfeld von M&A-Transaktionen

16

Frank Golland und Lars Gehlhaar

## Inhaltsverzeichnis

16.1	Bedeutung von ESG-Kriterien für den Unternehmenswert .....	288
16.2	Verbesserung von ESG-Kriterien und Investitionen in die Transformation .....	290
16.3	Finanzierung von Transformationen .....	291
16.4	Gemeinsamer Exit mit gesteigertem Kaufpreis .....	298
	Literatur .....	299

## Zusammenfassung

Der höchste Kaufpreis wird sich in Zukunft nur für ESG-konforme Unternehmen realisieren lassen. Verkäufer, die auf eine Verbesserung der ESG-Kriterien verzichten, werden Abschläge beim Kaufpreis akzeptieren müssen. Der Beitrag zeigt auf, inwieweit die Erfüllung von ESG-Kriterien einen wachsenden Einfluss auf die erzielbaren Kaufpreise für Unternehmen und den Verlauf des M&A-Prozesses hat. Im Rahmen der Erzielung von ESG-Konformität wird insbesondere der Aspekt der Finanzierung von kapitalintensiven Transformationsmaßnahmen beleuchtet. Gerade in Fällen, in denen ein Verkauf des Unternehmens geplant ist, bieten Minderheitsbeteiligungen und Mezzanine Kapital interessante Möglichkeiten der Kapitalbeschaffung, die daneben auch die Ausrichtung auf den späteren Verkauf unterstützen können. So werden die verschiedenen gestalterischen Elemente dieser Finanzierungsformen erläutert und der gemeinsame Exit des Unternehmens zu einem gesteigerten Kaufpreis dank ESG-Konformität dargestellt.

F. Golland (✉) · L. Gehlhaar  
M Cap Finance, Frankfurt am Main, Deutschland  
E-Mail: [Frank.Golland@mcap-finance.de](mailto:Frank.Golland@mcap-finance.de); [Lars.Gehlhaar@mcap-finance.de](mailto:Lars.Gehlhaar@mcap-finance.de)

## 16.1 Bedeutung von ESG-Kriterien für den Unternehmenswert

Die vergangenen Jahre waren und bleiben geprägt von einem stetig wachsenden Interesse und Bewusstsein für Nachhaltigkeit und soziale Verantwortung in allen Lebens- und Geschäftsbereichen. Im Umfeld eines Unternehmens gilt dies gleichermaßen für Lieferanten, Kunden, Mitarbeiter sowie Banken und Investoren. Neben der faktischen Notwendigkeit, im Rahmen von Gesetzgebungen und Verordnungen sowie Lieferketten auf die Einhaltung von ESG-Kriterien (Environmental, Social, Governance) zu achten, ist auch die Erkenntnis gereift, dass eine gute ESG-Konformität einen positiven Einfluss auf die finanzielle Leistungsfähigkeit und den langfristigen Erfolg eines Unternehmens hat.

Daher erscheint es naheliegend, dass die Bedeutung von ESG-Kriterien im Rahmen von M&A-Transaktionen in den letzten Jahren deutlich zugenommen hat und deren Einhaltung letztlich auch bei der Kaufpreisfindung in immer stärkerem Maße berücksichtigt wird.

Die nachfolgend genannten Aspekte unterstreichen die Bedeutung von ESG-Kriterien für den Unternehmenswert:

- **Marktposition und Wettbewerbsvorteil**

Unternehmen, die führend in ESG-Angelegenheiten sind, genießen oft einen Marktvorteil gegenüber ihren Konkurrenten. Dies kann sich in einer stärkeren Markenloyalität, einer höheren Kundenzufriedenheit und letztendlich in einem größeren Umsatzwachstum widerspiegeln. Insbesondere in Märkten, in denen Konsumenten Wert auf nachhaltige und sozial verantwortliche Produkte legen, kann eine starke ESG-Performance entscheidend für den Markterfolg sein.

- **Beschaffung und Lieferketten**

Auch im Rahmen der Überwachung von Lieferketten wird die Einhaltung von ESG-Kriterien zu einem immer wichtigeren Bestandteil einer langfristigen Geschäftsbeziehung. Eine starke ESG-Performance in diesem Bereich kann ebenfalls für den Ausbau des Images und eine positivere Wahrnehmung auf der Kundenseite genutzt werden.

- **Mitarbeiterbindung und -gewinnung**

Ein Engagement für soziale und ökologische Belange trägt dazu bei, ein positives Arbeitsumfeld und Arbeitgeber-Image zu schaffen, das talentierte und engagierte Mitarbeiter anzieht und hält. Unternehmen, die als verantwortungsvolle Arbeitgeber wahrgenommen werden, profitieren von einer höheren Mitarbeiterzufriedenheit, geringeren Fluktuationsraten und einer größeren Arbeitgeber-Reputation. Dies wiederum kann die Produktivität steigern und langfristig zur Wertschöpfung und Profitabilität beitragen.

- **Risikomanagement**

Unternehmen, die in ihre ESG-Konformität investieren, identifizieren und beherrschen damit systematisch Risiken, die aus Umweltbelastungen, sozialen Missständen und unzureichender Unternehmensführung resultieren können. Durch proaktives Handeln in

diesen Bereichen können sie potenzielle Krisen vermeiden oder abmildern, die andernfalls zu finanziellen Einbußen oder Reputationsverlust führen könnten. Eine starke ESG-Performance signalisiert somit eine effektive Risikomanagementstrategie, was den zukünftigen Unternehmenswert durch Reduzierung potenzieller Risikokosten steigert.

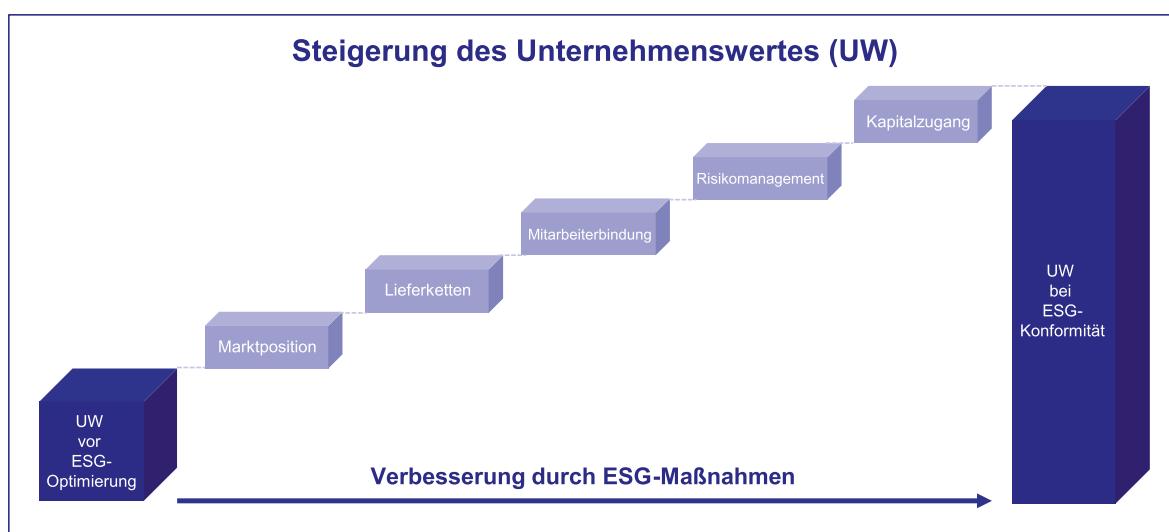
- **Zugang zu Kapital**

Investoren und Kreditgeber legen zunehmend Wert auf die ESG-Performance von Unternehmen. Ein gutes ESG-Rating kann den Zugang zu Kapital erleichtern und die Finanzierungskosten senken, da es als Indikator für eine nachhaltige Unternehmensführung und langfristige Stabilität gesehen wird. Unternehmen, die in ESG-Initiativen investieren, können somit von günstigeren Kreditkonditionen profitieren und leichter Investitionskapital akquirieren.

- **Langfristige finanzielle Leistung**

Studien zeigen, dass Unternehmen mit einer starken ESG-Performance tendenziell eine bessere finanzielle Leistung aufweisen, einschließlich höherer Renditen und einer stärkeren Widerstandsfähigkeit gegenüber Marktschwankungen (Gleißner 2021, S. 242–246; Morgan Stanley 2024, S. 1–20). Investitionen in nachhaltige Geschäftspraktiken können langfristig steigende Werte schaffen, indem sie die Effizienz steigern, Innovationen fördern und neue Geschäftsmöglichkeiten erschließen.

Bereits die Betrachtung dieser wenigen Aspekte verdeutlicht, dass die Einhaltung von ESG-Kriterien nachhaltigen Einfluss auf verschiedenen Leistungskennziffern (KPIs) eines Unternehmens ausübt und damit auch eine signifikante Rolle für den Unternehmenswert spielt (siehe Abb. 16.1). Durch die Berücksichtigung von Umwelt-, Sozial- und Governance-Faktoren können Unternehmen Risiken managen, ihren Zugang zu Kapital verbessern, ihre Marktposition stärken, talentierte Mitarbeiter gewinnen und halten und letztendlich ihre finanzielle Leistungs- und Widerstandsfähigkeit steigern.



**Abb. 16.1** Steigerung des Unternehmenswertes durch ESG-Maßnahmen

In Bezug auf M&A-Transaktionen ist auch zu berücksichtigen, dass die Einhaltung von ESG-Kriterien in immer bedeutenderem Maße eine notwendige Bedingung für die erfolgreiche Ansprache bestimmter Kaufinteressenten darstellt, die aufgrund eigener Vorgaben und Prinzipien von Akquisitionstargets absehen, die eine ESG-Underperformance aufweisen (Speich 2022, S. B1).

---

## 16.2 Verbesserung von ESG-Kriterien und Investitionen in die Transformation

Die Verbesserung der ESG-Kriterien und die damit verbundenen Investitionen in die notwendige Transformation sind zukünftig für Unternehmen von immer entscheidenderer Bedeutung. Diese Bemühungen tragen nicht nur zur Nachhaltigkeit und zum sozialen Wohl bei, sondern steigern auch den langfristigen Wert und die Wettbewerbsfähigkeit eines Unternehmens. Im Folgenden wird skizziert, wie die Verbesserung von ESG-Kriterien angegangen werden kann und welche Investitionen für eine erfolgreiche Transformation erforderlich sind.

Ausgangspunkt für die Verbesserung der ESG-Performance sind eine sorgfältige Beurteilung der aktuellen ESG-Situation und die anschließende Strategieentwicklung. Unternehmen müssen ihre Umweltbelastung, soziale Praktiken und Governance-Strukturen evaluieren, um Bereiche mit Verbesserungspotenzial zu identifizieren. Auf Basis dieser Analyse wird eine umfassende ESG-Strategie entwickelt, die klare Ziele, Maßnahmen und Zeitpläne umfasst. Diese beinhaltet in der Regel die folgenden Bereiche:

- **Investitionen in Umweltaspekte**

Die Investition in Umweltaspekte konzentriert sich auf die Minimierung der ökologischen Fußabdrücke eines Unternehmens. Dies kann die Implementierung von Technologien zur Reduzierung des Energieverbrauchs, den Einsatz erneuerbarer Energiequellen, die Optimierung von Produktionsprozessen zur Abfallreduzierung und die Entwicklung nachhaltiger Produkte umfassen. Solche Maßnahmen erfordern oft erhebliche Anfangsinvestitionen, führen jedoch langfristig zu Kosteneinsparungen und einer verbesserten Positionierung des Unternehmens in seinen Märkten.

- **Investitionen in soziale Aspekte**

Die soziale Komponente von ESG umfasst die Beziehungen eines Unternehmens zu seinen Mitarbeitern, Kunden und der Gesellschaft. Investitionen in die Arbeitsbedingungen, die Gesundheit und Sicherheit am Arbeitsplatz, die Mitarbeiterentwicklung und -schulung sowie in gemeinnützige Projekte und Programme zur Förderung sozialer Gerechtigkeit sind hier zu nennen. Diese Maßnahmen stärken die Unternehmenskultur, fördern die Mitarbeiterbindung und verbessern das öffentliche Image, womit eine Grundlage für die Zukunftsfähigkeit des Unternehmens gelegt wird.

- **Verbesserung der Governance**

Eine starke Governance-Struktur ist entscheidend für verantwortungsbewusstes Handeln und eine nachhaltige Unternehmensführung. Investitionen in diesem Bereich

können die Einführung transparenter Berichterstattungsverfahren, die Verbesserung der Compliance-Systeme, die Berücksichtigung der Rechte der Stakeholder und die Sicherstellung ethischer Geschäftspraktiken umfassen. Eine gute Corporate Governance fördert das Vertrauen bei Investoren und Stakeholdern, kann das Risiko von Skandalen und Rechtsstreitigkeiten reduzieren und die Kundenbeziehungen verbessern und stabilisieren. Entsprechend aufgestellte Unternehmen werden langfristig erfolgreicher sein.

- Monitoring und Reporting

Ein kontinuierliches Monitoring und Reporting der ESG-Leistung ist essenziell, um den Fortschritt zu messen und die Wirksamkeit der umgesetzten Maßnahmen zu bewerten. Transparente Berichte über ESG-Aktivitäten und -Ergebnisse stärken das Vertrauen der Stakeholder und können die Marktposition des Unternehmens weiter verbessern. Die Verbesserung der ESG-Kriterien durch gezielte Investitionen und Transformationen ist ein komplexer, aber lohnender Prozess. Unternehmen, die diesen Weg gehen, können nicht nur ihre Nachhaltigkeit und soziale Verantwortung unter Beweis stellen, sondern auch finanzielle und wettbewerbsmäßige Vorteile erzielen.

Letztendlich tragen alle skizzierten Maßnahmen dazu bei, das Unternehmen nachhaltig zukunftsfähig zu machen und seine Wettbewerbsposition abzusichern und auszubauen. Während eine Reihe der genannten Initiativen bereits mit einem Bewusstseinswandel und dem Aufsetzen von Projekt- und Arbeitsgruppen gute Erfolge aufweisen kann, sind gerade die Maßnahmen im Bereich der ökologischen Investitionen oftmals mit einem besonders hohen Wirkungsgrad, aber auch einem hohen finanziellen Aufwand verbunden, den es zu finanzieren gilt.

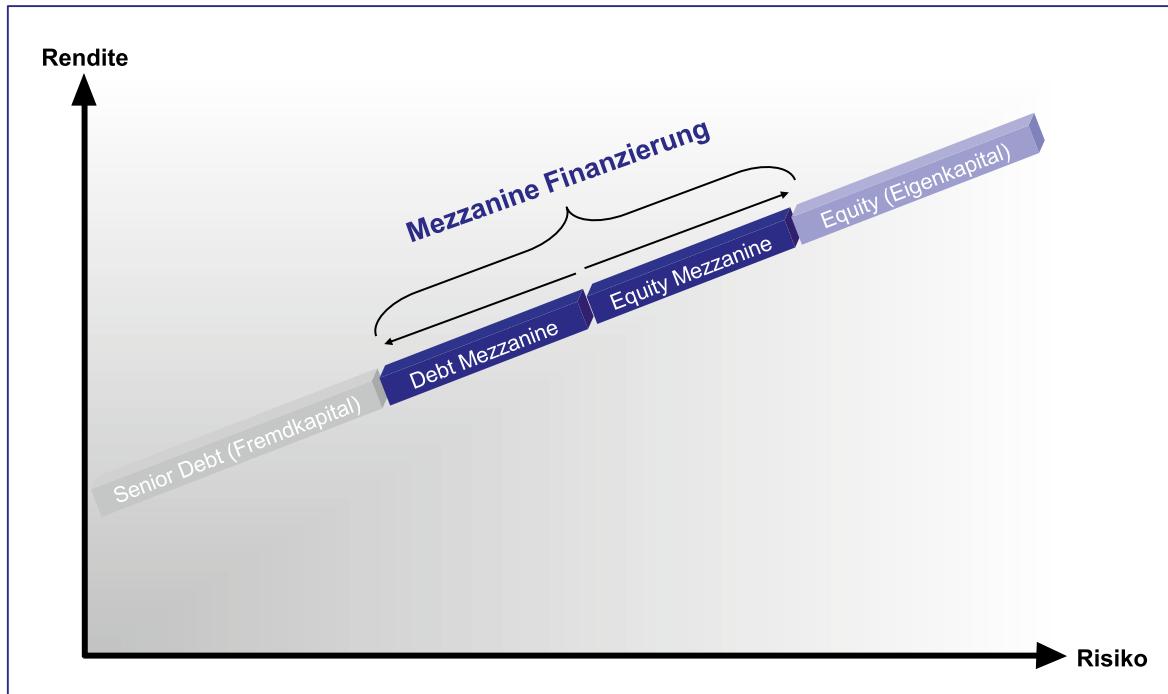
Bevor eine Finanzierungsstrategie für das Unternehmen erarbeitet werden kann, ist eine sorgfältige strategische Planung zu erstellen, in die auch alle geplanten Maßnahmen zur Verbesserung der ESG-Kriterien aufzunehmen sind. Dabei sollten diese mit ihren jeweiligen Auswirkungen auf die Gewinn- und Verlustrechnung, Bilanz und Cash Flow separat dargestellt werden, um die Kosten, potenziellen Vorteile und strategischen Implikationen jeder Option bewerten und eine geeignete Finanzierung planen zu können.

Dabei kann es sinnvoll sein, über die einzelnen Maßnahmen hinaus den gesamten Business Case im Hinblick auf die ESG-Transformation zu überprüfen, um neben den zu erwartenden Kosten und Erträgen auch die potenziellen Auswirkungen auf den Unternehmenswert und die Stakeholder-Beziehungen optimieren zu können.

---

### 16.3 Finanzierung von Transformationen

Die Finanzierung der Transformation hin zu einer verbesserten ESG-Leistung ist ein entscheidender Aspekt für Unternehmen, die nachhaltiger und sozial verantwortlicher wirtschaften möchten. Diese Transformationen erfordern oft erhebliche Investitionen, die nicht allein durch interne Cashflows oder traditionelles Fremdkapital der Haushalten gedeckt werden können. In vielen Fällen kommen hier spezielle Finanzierungs-



**Abb. 16.2** Rendite-Risiko-Verhältnis verschiedener Finanzierungsformen

instrumente ins Spiel, die Unternehmen unterstützen können, ohne ihre Liquidität zu gefährden oder ihre Bilanzstruktur signifikant zu verändern. Zu den wichtigsten Finanzierungsinstrumenten im Rahmen einer Transformation zur ESG-Konformität gehören Minderheitsbeteiligungen und Mezzanine-Kapital.

Beiden Finanzierungsformen ist gemein, dass Sie im Rang hinter klassischem Fremdkapital (Senior Debt) rangieren und damit ein erhöhtes Risiko tragen (s. Abb. 16.2).

### 16.3.1 Minderheitsbeteiligung

Eine Minderheitsbeteiligung kann grundsätzlich durch den Erwerb von Anteilen eines bestehenden Gesellschafters im Rahmen einer Sekundär-Transaktion oder durch eine Kapitalerhöhung eingegangen werden. Um den hier diskutierten Zweck der Finanzierung zu erfüllen, kommt nur eine Kapitalerhöhung in Frage, in deren Rahmen der Investor neue Anteile des Unternehmens erwirbt und damit (Minderheits-)Gesellschafter wird, während dem Unternehmen der Erlös aus der Kapitalerhöhung als neue Liquidität zufließt.

Im Gegensatz zu jeder Form der Fremdfinanzierung stärkt die Aufnahme eines neuen Gesellschafters im Wege einer Kapitalerhöhung im Vorfeld von Transformationsmaßnahmen das Eigenkapital der Bilanz und damit die Bonität des Unternehmens und führt zu keiner weiteren Verschuldung. Dies kann für alle darüber hinausgehenden Finanzierungsvorhaben einen großen Vorteil bedeuten und die Erschließung weiterer Finanzierungsquellen ermöglichen.

Die nachfolgend dargestellten Aspekte sind bei der Ausgestaltung einer Minderheitsbeteiligung von zentraler Bedeutung:

- Unternehmensbewertung

Eine zentrale Frage bei der Ausgabe neuer Anteile ist die zugrunde liegende Bewertung des Unternehmens. Um für die bestehenden Gesellschafter den Effekt der Verwässerung möglichst gering zu halten, werden diese bestrebt sein, die Bewertung möglichst hoch anzusetzen. Demgegenüber wird der Investor die Absicht verfolgen, zu einer für ihn möglichst attraktiven, niedrigen Bewertung die neuen Anteile erwerben zu können. Die Diskussion von Bewertungsabschlägen bei Minderheitsbeteiligungen infolge eingeschränkter unternehmerischer Rechte im Vergleich zur Komplettveräußerung eines Unternehmens spielt hier auch eine Rolle.

- Mitspracherechte

Daneben müssen im Rahmen einer Gesellschaftervereinbarung die Rechte und Pflichten der Gesellschafter untereinander geregelt werden. Hier geht es bei der Aufnahme eines Minderheitsgesellschafters vor allem um das Maß und die Ausgestaltung von Mitspracherechten. Bei deren Ausgestaltung wird der neue Gesellschafter in der Regel bestimmte Rechte benötigen, wie etwa im Rahmen von Unternehmensverkäufen oder Teilveräußerungen, bei Akquisitionen und größeren Investitionen sowie bei der Besetzung von Schlüsselpositionen. Demgegenüber werden der oder die Hauptgesellschafter bestrebt sein, den Einfluss eines neuen Gesellschafters möglichst gering zu halten, um ihre unternehmerischen Freiheiten möglichst wenig einzuschränken.

- Ausstiegsregelungen

Wenn Finanzinvestoren sich mit einer Minderheitsbeteiligung engagieren, muss der spätere Ausstieg (Exit) schon beim Einstieg berücksichtigt werden. Dafür gibt es in den Verträgen verschiedene Klauseln, die in aller Regel in eine Gesellschaftervereinbarung aufgenommen werden:

- Mitverkaufsrecht (Tag-Along)

Bei einem Mitverkaufsrecht hat ein Gesellschafter die Möglichkeit, sich einer geplanten Veräußerung der Anteile eines Mitgesellschafters anzuschließen. Will ein Gesellschafter seine Beteiligung veräußern, hat er dies den anderen Gesellschaftern mitzuteilen. Alle Inhaber eines Mitveräußerungsrechts können verlangen, dass ihre Anteile ebenfalls zu gleichen Konditionen veräußert werden. Hiermit wird die Fungibilität der Anteile aller Gesellschafter im Fall von Teilveräußerungen des Unternehmens gewährleistet.

- Mitverkaufspflicht (Drag-Along)

Bei einer Mitverkaufspflicht hat ein Gesellschafter das Recht, neben dem Verkauf der von ihm gehaltenen Anteilen auch den Mitverkauf der von seinen Mitgesellschaftern gehaltenen Anteile zu gleichen Konditionen zu erzwingen. Da viele Kaufinteressenten die Mehrheit oder das ganze Unternehmen erwerben wollen, kann ein mehrheitlicher Exit durch diese Regelung ermöglicht und ein Abschlag für die Veräußerung einer Minderheitsbeteiligung vermieden werden. Betroffene Mitgesellschaften können hierdurch zum Mitverkauf gezwungen werden.

Hierdurch soll sichergestellt werden, dass das Unternehmen nach erfolgreicher Herstellung der ESG-Konformität im Ganzen verkauft oder im Rahmen eines IPOs an die Börse geführt werden kann.

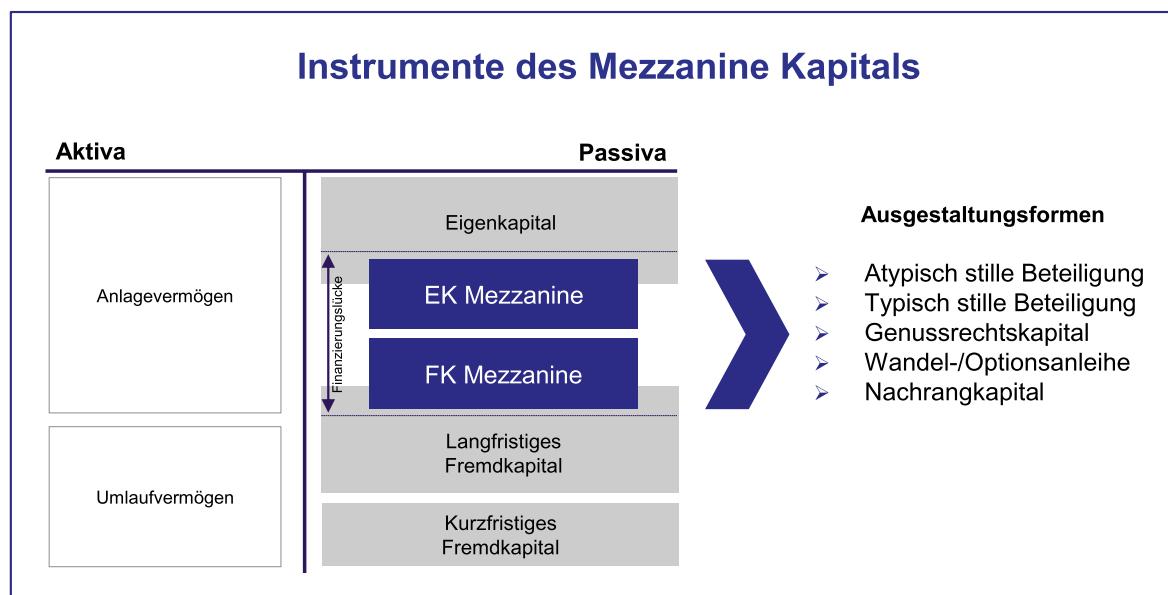
- Rückerwerbsrechte und -pflichten

Neben den üblichen Tag-Along und Drag-Along Klauseln können auch Regelungen vereinbart werden, die es den Altgesellschaftern ermöglichen, dem neuen Minderheitsgesellschafter dessen Anteile zu einem späteren Zeitpunkt abzukaufen. Ebenso kann auch ein Recht des neuen Minderheitsgesellschafters vereinbart werden, dessen Anteile den Altgesellschaftern anzudienen. In diesen Fällen werden in der Regel mögliche Zeitpunkte für einen Rückerwerb und Verfahren für die Bewertung des Minderheitsanteils fixiert.

### 16.3.2 Mezzanine Kapital

Mezzanine Kapital ist eine hybride Finanzierungsform, die sowohl Eigen- als auch Fremdkapitalmerkmale aufweist. Es kann rechtlich insbesondere in Form von nachrangigen Darlehen, Genussrechten und stillen Beteiligungen strukturiert sein und bietet Unternehmen Stabilität und Langfristigkeit in ihrer Kapitalstruktur. Damit kann es im Vorfeld eines späteren Gesamtverkaufs des Unternehmens (Trade Sale) oder eines Börsenganges (IPO) ein wichtiger Baustein für die Finanzierung der notwendigen Transformation und Erreichung der ESG-Konformität sein.

Charakteristisch für Mezzanine ist, dass eine hohe Flexibilität bezüglich der Ausgestaltung der Finanzierungslösung besteht. Je nach den Anforderungen der vorliegenden Finanzierungssituation kann eine eher eigenkapitalnahe (Equity Mezzanine) oder auch eine eher fremdkapitalnahe (Debt Mezzanine) Strukturierung gewählt werden. Abb. 16.3



**Abb. 16.3** Instrumente des Mezzanine Kapitals

stellt Mezzanine Kapital in seiner Stellung zwischen Eigen- und Fremdkapital dar und gibt Beispiele für mögliche Ausgestaltungsformen.

Obwohl Mezzanine-Finanzierungen sehr unterschiedlich und höchst flexibel ausgestaltet werden können, lassen sich diesen einige konstitutive Merkmale zuschreiben:

- Mezzanine Kapital wird entweder gegenüber dem gesamten oder einem Teil des Fremdkapitals nachrangig gestellt. Die vereinbarten Nachrangklauseln bestimmen neben der nachrangigen Behandlung im Insolvenzfall mitunter auch, dass das Mezzanine Kapital erst nach vollständiger Tilgung bestimmter anderer Fremdkapitalbausteine zurückgeführt werden kann.
- Mezzanine Kapital wird für eine befriste Dauer von in der Regel fünf bis sieben Jahren überlassen.
- Bei entsprechender Gestaltung sind die auf Mezzanine Kapital gezahlten Zinsen handels- und steuerrechtlich beim Kapitalnehmer als Betriebsausgabe abzugsfähig.

Neben der Tatsache, dass durch die hohe Flexibilität in der Gestaltung der Finanzierung den Bedürfnissen sowohl des Unternehmens als auch des Investors entsprochen werden kann, bietet eine Mezzanine-Finanzierung aus Unternehmenssicht insbesondere den Vorteil, dass eine Verwässerung des Kapitals bzw. der Stimmrechtsverhältnisse wie im Fall von Eigenkapitalbeteiligungen ausbleibt. Der wesentliche Einfluss auf die unternehmerische Führung bleibt beim Management. Aufgrund der Nachrangigkeit und der Cashflow-abhängigen Vergütungsstruktur kann Mezzanine Kapital als wirtschaftliches Eigenkapital angesehen werden. Hierdurch kann sich der Fremdfinanzierungsspielraum von Unternehmen erhöhen, da sich die Bonitätseinschätzung aufgrund der gestiegenen wirtschaftlichen Eigenkapitalquote verbessert. Von Vorteil ist ebenso, dass eine Mezzanine Finanzierung auch bei einer schwierigeren Kapitalmarktlage durchführbar ist.

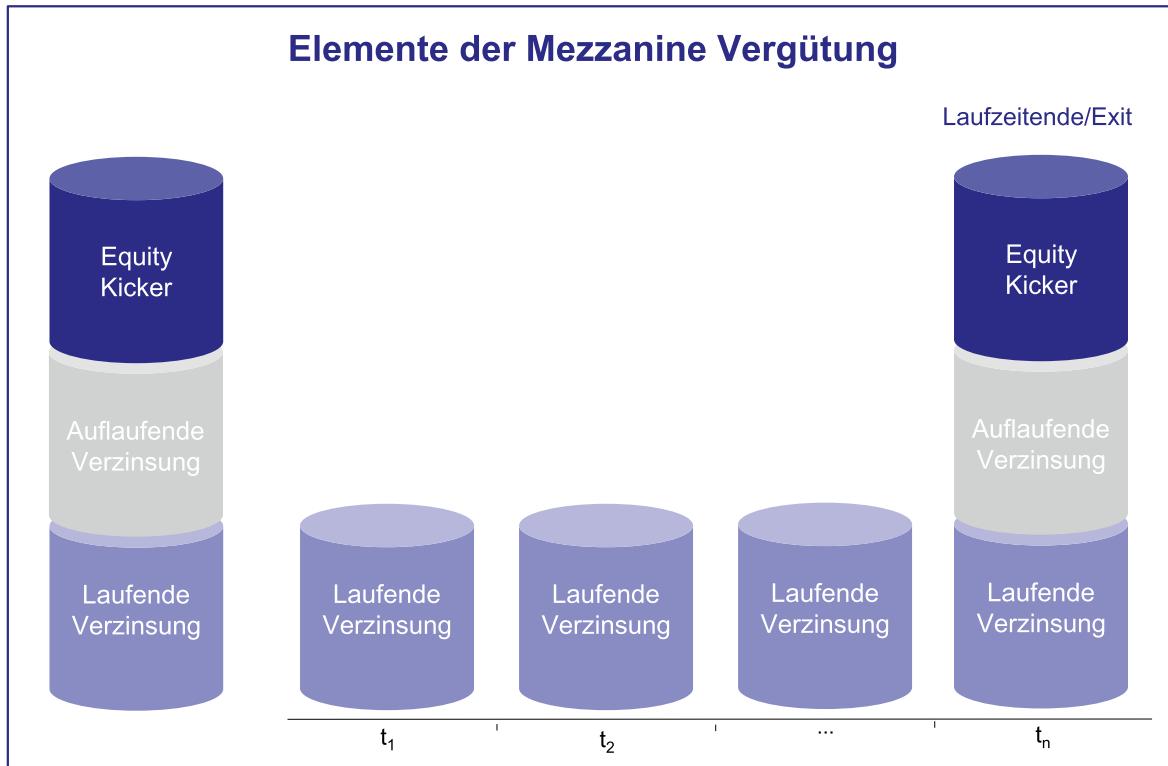
Die Strukturierung von Mezzanine Kapital erfolgt in der Regel mit drei verschiedenen Elementen der Vergütung, welche den hybriden Charakter dieser Finanzierungsform widerspiegeln und im Einzelfall an die Besonderheiten der Transaktion angepasst werden (s. Abb. 16.4):

1. eine laufende Verzinsung (Basiszins und Marge)

Zunächst ist die laufende Verzinsung in Relation zum Risiko, das der Mezzanine-Investor trägt, sehr niedrig, da eine risikoadäquate Gestaltung den Cash Flow des Unternehmens in einem ESG-Transformationsprozess zu stark belasten würde. Die laufende Verzinsung stellt einen wesentlichen Unterschied zu klassischen Eigenkapitalfinanzierungen dar.

2. eine auflaufende, endfällige Verzinsung

Ergänzend wird zur Schonung des Cashflows des Unternehmens häufig eine auflaufende Verzinsung vereinbart. Diese wird erst am Ende der Laufzeit als Einmalzahlung fällig, wenn der Cashflow ausreichend hoch ist, um das Mezzanine Kapital zu bedienen, oder ein Gesamtverkauf des Unternehmens stattfindet, in dessen Rahmen die



**Abb. 16.4** Elemente der Mezzanine Vergütung

Ablösung der Finanzierung erfolgt. Diese auflaufende Zinskomponente verursacht trotz ihrer erst endfälligen Struktur schon während der Anfangslaufzeit eine vorteilhafte Steuerersparnis.

Aufgrund dieser Steuerersparnis und der genannten niedrigen, laufenden Verzinsung ist das Mezzanine Kapital in den ersten Jahren eine preiswerte, aber dennoch risikotragende Komponente der Finanzierung. Die relativ niedrige laufende Liquiditätsbelastung ermöglicht die Verwendung des Cashflows für weitere Investitionen, die in Transformations- und Wachstumsphasen oft nötig sind.

### 3. ein Kicker am Laufzeitende

Schließlich führt in den meisten Fällen ein Equity oder Non-Equity Kicker als dritte Vergütungskomponente dazu, eine risikoadäquate Rendite und damit ein risikogerechtes Pricing zu erzielen. Die Aufnahme eines Kickers ist entscheidend für die Zuordnung einer Finanzierung zum Equity Mezzanine Kapital. Mittels dieser performanceabhängigen Komponente wird der Investor am wirtschaftlichen Erfolg des Unternehmens beteiligt und das Mezzanine Kapital rückt nahe an das Eigenkapital heran. Vorteilhaft an einer solchen Gestaltung ist, dass die Effektivbelastung über die Gesamtauflaufzeit des Mezzanine Kapitals in hohem Maße vom Unternehmenserfolg abhängt.

Die in obiger Graphik dargestellte Vergütungsstruktur zeigt den typischen Verlauf der Cash Flow-Belastung durch eine Mezzanine Finanzierung. Korrespondierend zu den

geringen Rückflüssen, die nach Aufnahme der Finanzierung durch das Unternehmen in den ersten Jahren zu erwarten sind, ist auch die Cashflow Belastung in den ersten Jahren der Transformation gering. Erst nach einigen Jahren, wenn höhere Rückflüsse aus der Investition etwa durch geringeren Energieeinsatz oder verminderte Schadstoffemissionen entstehen, steigt auch die finanzielle Belastung durch das Mezzanine Kapital. Die erst am Laufzeitende entstehende Liquiditätsbelastung, die neben der Auszahlung der einzelnen Vergütungskomponenten durch eine Rückzahlung des Kapitals hervorgerufen wird, ist schon bei Strukturierung der Finanzierung zu beachten. In vielen Fällen erfolgt die Rückführung der Finanzierung entweder durch die Aufnahme von Fremdkapital, nachdem sich der Verschuldungsgrad des Unternehmens nach der Anfangsinvestition verringert hat, oder durch die Ablösung der Finanzierung im Rahmen einer Veräußerung des Unternehmens zu einem infolge der hergestellten ESG-Konformität gesteigerten Unternehmenswert.

Den Kickern kommt – insbesondere bei eigenkapitalnahen Mezzanine Finanzierungen – eine große Bedeutung zu. Zu differenzieren ist zwischen Equity und Non-Equity Kickern. Wesentlicher Unterschied zwischen diesen Formen ist, dass der Investor bei den Equity Kickern über Options- oder Wandlungsrechte Anteile direkt am Eigenkapital des Unternehmens erwerben kann. Bei den Non-Equity Kickern nimmt er über so genannte Shadow Warrants oder performanceabhängige Zusatz-vergütungen schuldrechtlich am Unternehmenserfolg teil.

Die drei Bausteine der Vergütung der Mezzanine Finanzierung stehen in einem substitutiven Verhältnis zueinander; je nach Unternehmens- und Liquiditätssituation sowie der Präferenz der Investoren kann die Gewichtung der einzelnen Komponenten festgelegt werden. Zu beachten ist aber, dass eine Minderung der erfolgsunabhängigen Zinskomponente häufig eine – relativ gesehen – überproportionale Steigerung der für den Investor unsicheren erfolgsabhängigen Kicker-Komponente erforderlich macht.

Die individuelle Zusammensetzbarkeit der einzelnen Komponenten erlaubt die „Maßschneiderei“ der zeitlichen Cash Flow-Belastungsstruktur auf die zugrunde liegende Finanzierungssituation im Transformationsprozess. Je nach Situation kann auch auf die Aufnahme eines Kickers in die Vergütungsstruktur verzichtet werden.

Bei der Anpassung der Vergütung auf die zugrunde liegende Situation sind der konkreten Ausgestaltung nahezu keine Grenzen gesetzt, was einen wesentlichen Vorteil des Mezzanine Kapitals gegenüber herkömmlichen Finanzierungslösungen mit Eigen- und Fremdkapital darstellt.

Dennoch ist bei der Wahl des Kickers zu beachten, dass die unterschiedlichen Formen immanent Vor- und Nachteile aufweisen. Der Einsatz eines Equity Kickers ist für einen Investor im Allgemeinen nur dann sinnvoll, wenn die Fungibilität der erworbenen Anteile sichergestellt ist. Dies ist immer dann gegeben, wenn für den Investor die Möglichkeit besteht, die Anteile am Laufzeitende des Engagements etwa im Rahmen eines Gesamtverkaufs des Unternehmens zu veräußern. Vorteilhaft an Equity Kickern ist aus Sicht des Unternehmens, dass diese am Laufzeitende keine Liquiditätsbelastung verursachen, da die erworbenen Anteile an einen Dritten veräußert werden.

Non-Equity Kicker hingegen können auch in solchen Situationen eingesetzt werden, in denen eine Veräußerung einer Minderheitsbeteiligung, die ein Mezzanine Investors im Falle von Equity Kickern halten würde, nicht möglich ist. Von Vorteil ist bei diesen insbesondere, dass sie keine Verwässerung des Eigenkapitals bzw. der Stimmrechte verursachen, was mittelständischen Unternehmen mit einem hohen Streben nach Unabhängigkeit zumeist entgegenkommt. Auch die alternative Kombination von einem Equity Kicker und einem Non-Equity Kicker, in Form einer performanceabhängigen Zusatzvergütung z. B. nach einem schematisierten Multiple-Verfahren ist in der Mezzanine-Praxis üblich.

---

## 16.4 Gemeinsamer Exit mit gesteigertem Kaufpreis

Nach der Finanzierung und Umsetzung der ESG verbessernden Maßnahmen ist der gemeinsame Exit zu einem gesteigerten Kaufpreis für den oder die Altgesellschafter gemeinsam mit dem Minderheitsgesellschafter oder Mezzanine Investor das Ziel der M&A-Transaktion. Insbesondere wenn Unternehmen und ihre Investoren signifikante Anstrengungen unternommen haben, um die ESG-Leistung zu verbessern, sollte sich dies auch in einem gestiegenen Veräußerungserlös niederschlagen. Die Verbindung zwischen einer starken ESG-Leistung und einem höheren Unternehmenswert beim Exit basiert auf der Erkenntnis, dass nachhaltige und verantwortungsvolle Geschäftspraktiken zunehmend als Indikatoren für langfristige Stabilität und Wachstumspotenzial angesehen werden.

Im Folgenden werden die Schlüsselemente für einen erfolgreichen Exit, der von einer verbesserten ESG-Performance profitiert, dargestellt.

- Dokumentation der ESG-Aktivitäten

Vor dem Exit ist eine sorgfältige Vorbereitung entscheidend, um den Wert, den die ESG-Initiativen geschaffen haben, hervorzuheben. Unternehmen sollten eine umfassende Dokumentation und Analyse ihrer ESG-Aktivitäten und deren Auswirkungen auf die finanzielle Leistung vorbereiten. Dies umfasst Verbesserungen in der Effizienz, Kosteneinsparungen, Risikominderung und Umsatzsteigerungen, die direkt auf ESG-Maßnahmen zurückzuführen sind.

- Kommunikation des Mehrwerts

Die Kommunikation der ESG-Erfolge an potenzielle Käufer und Investoren ist ein erfolgskritischer Schritt. Hier geht es darum, deutlich zu machen, wie die ESG-Strategie das Unternehmen widerstandsfähiger, zukunftssicher und attraktiver für Kunden und Mitarbeiter gemacht hat. Eine transparente Darstellung von quantifizierbaren Vorteilen und die Verbindung zwischen ESG-Leistung und Unternehmenserfolg steigern den Wert des Unternehmens.

- Auswahl der geeigneten Kaufinteressenten

Bei der Auswahl von Käufern oder Investoren ist es wichtig, Partner zu finden, die den Wert von ESG-Initiativen erkennen und bereit sind, diese bei der Kaufpreisfindung zu berücksichtigen. In einem Markt, in dem ESG immer mehr zu einem zentralen

Bewertungskriterium wird, können Unternehmen, die in nachhaltige Praktiken investiert haben, oft aus einem größeren Pool interessierter Käufer wählen und bessere Bedingungen aushandeln.

- Realisierung des gesteigerten Kaufpreises

Der gesteigerte Kaufpreis reflektiert den Mehrwert, der durch die ESG-Transformation geschaffen wurde. Dieser Mehrwert kann sich in verschiedenen Formen manifestieren, wie z. B. einem höheren Verkaufspreis, günstigeren Übernahmebedingungen oder zusätzlichen Investitionen in das Unternehmen nach dem Verkauf. Der erfolgreiche Exit zu einem höheren Unternehmenswert demonstriert, dass Investitionen in ESG nicht nur ethisch und sozial verantwortlich sind, sondern auch finanziell lohnend sein können.

- Nachhaltige Wertschöpfung

Der gemeinsame Exit mit einem gesteigerten Kaufpreis ist nicht nur ein finanzieller Erfolg, sondern stellt auch eine nachhaltige Wertschöpfung dar. Er zeigt, dass Unternehmen durch die Integration von ESG-Prinzipien in ihre Geschäftsstrategie nicht nur zur Lösung globaler Herausforderungen beitragen können, sondern auch ihre Marktposition und finanzielle Performance verbessern. Dieser Ansatz stärkt die Argumentation, dass langfristige Nachhaltigkeit und steigende Profitabilität Hand in Hand gehen. Eine verbesserte ESG-Performance steigert den Unternehmenswert durch eine gestärkte Marktposition im Rahmen zahlreicher Wettbewerbsvorteile, deutlich geminderter Risiken, einer verbesserten Reputation bei höherer Kundenbindung mit zufriedenen Mitarbeitern. Nachhaltige und ethische Geschäftspraktiken sind ein wichtige Ansätze zu einer gerechteren Welt und einem besseren Einsatz der begrenzten Ressourcen unseres Planeten.

Zusammenfassend wird durch die Erfüllung von ESG-Kriterien im Vorfeld von geplanten M&A-Transaktionen der Unternehmenswert gesteigert und der spätere Transaktionsprozess positiv beeinflusst. Die notwendige Finanzierung der entsprechenden Investitionen kann durch die Aufnahme eines Minderheitsgesellschafters oder das Engagement eines Mezzanine Investors erfolgen. In beiden Fällen führt die Absicht eines gemeinsamen Exits zu einem Höchstmaß an Interessengleichheit mit dem Mehrheitsgesellschafter und kann die geplante Wertsteigerung des Unternehmens erreichen. Die sorgfältige Definition der Maßnahmen und die Auswahl des geeigneten Finanzierungspartners stellen hierbei entscheidende Parameter im Vorfeld dar.

---

## Literatur

- Gleißner, W. (2021): Nachhaltigkeit, ESG und wertorientierte Unternehmensführung, in: Board, Heft 6/2021, S. 242–246.
- Golland, F., Gehlhaar, L., Grossmann, K., Eickhoff-Kley, X., und Jänisch, Ch. (2005): Mezzanine Kapital, in: Betriebs-Berater (BB), BB-Special 4/2005, 29.03.2005, S. 2–4.
- Morgan Stanley (2024): Sustainable Funds Show Continued Outperformance and Positive Flow in 2023 Despite a Slower Second Half in Sustainable Reality, 2024, S. 1–20.
- Speich, I. (2022): ESG-Kriterien zahlen sich im Investitionsprozess aus in: Sonderbeilage Nachhaltigkeit, Börsen-Zeitung 09.04.2022, S. B1.

**Dr. Frank Golland** ist Mitbegründer von M Cap Finance. Zuvor war er Partner bei der KPMG im Corporate Finance und Head of Private Equity. Bei der WestLB im Geschäftsbereich Equity Investments leitete er als Direktor zahlreiche Beteiligungs- und Mezzanine-Projekte. Zudem war er Geschäftsführer der Beteiligungsgesellschaft der WestLB, Equity & Mezzanine Solutions. Er ist Bankkaufmann und hat Wirtschaftswissenschaften an den Universitäten Köln, Los Angeles und Wien (Diplom-Kaufmann) studiert und promoviert. Darüber hinaus hat Herr Dr. Golland einen International Master of Science an der Rotterdam School of Management und ein MBA in International Management Consulting an der University Lincolnshire & Humberside erworben.

**Lars Gehlhaar** ist Geschäftsführer von M Cap Finance. Zuvor war er bei der KPMG über mehrere Jahre Team Leader im Bereich Private Equity in Frankfurt und begleitete dort als verantwortlicher Prokurist Management Buy-outs, Wachstumsfinanzierungen sowie Mezzanine- und Fremdkapitalstrukturierungen. Davor hat Herr Gehlhaar unterschiedliche Positionen im Mannesmann-Konzern im In- und Ausland besetzt. Hier war er zuletzt im Bereich Konzernentwicklung/M&A der assoziierten Vallourec-Gruppe in Paris tätig. Herr Gehlhaar hat Wirtschaftswissenschaften an der Gerhard-Mercator-Universität Duisburg (Diplom-Kaufmann) studiert und ist Industriekaufmann.