

Private Equity

Unternehmenskauf – Finanzierung Restrukturierung – Exitstrategien

Herausgegeben von

Dr. Stephan Eilers, LL. M.

Rechtsanwalt und Fachanwalt für Steuerrecht
in Köln

Dr. Nils Matthias Koffka

Rechtsanwalt
in Hamburg

Dr. Marcus Mackensen, LL. M.

Rechtsanwalt
in Hamburg

Bearbeitet von

Dr. Franz Aleth, Rechtsanwalt in Köln; *Dr. Heiner Braun, MCJ*, Rechtsanwalt in Shanghai; *Dr. Stephan Eilers, LL. M.*, Rechtsanwalt und Fachanwalt für Steuerrecht in Köln; *Jochen Ellrott*, Rechtsanwalt in Hamburg; *Dr. Ferdinand Fromholzer, LL. M.*, Rechtsanwalt in München; *Ian Frost*, Rechtsanwalt in Frankfurt am Main; *Dr. Stephanie Hundertmark*, Rechtsanwältin in Berlin; *Yorck Jetter*, Rechtsanwalt in Frankfurt am Main; *Thomas Jörgens*, Rechtsanwalt in New York; *Dr. Sebastian Kalb*, Rechtsanwalt in Köln; *Dr. Nils Matthias Koffka*, Rechtsanwalt in Hamburg; *Dr. Andreas König*, Rechtsanwalt in Frankfurt am Main; *Christian Krohs*, Rechtsanwalt in Köln; *Dr. Ludwig Leyendecker, LL. M.*, Rechtsanwalt in Köln; *Dr. Marcus Mackensen, LL. M.*, Rechtsanwalt in Hamburg; *Tobias Müller-Deku*, Rechtsanwalt in München; *Dr. Christoph Nawroth*, Rechtsanwalt in Düsseldorf; *Dr. Markus Paul*, Rechtsanwalt in Frankfurt am Main; *Dr. Anselm Raddatz*, Rechtsanwalt in Düsseldorf; *Markus Rau*, Rechtsanwalt in Berlin; *Dr. Wölfam Rhein, LL. M.*, Rechtsanwalt in Düsseldorf; *Dr. Adalbert Rödding*, Rechtsanwalt in Köln; *Dr. Nikolaus Schrader*, Rechtsanwalt in Hamburg; *Dr. Oliver von Rosenberg, LL. M.*, Rechtsanwalt in Köln; *Dr. Andreas von Werder, LL. M.*, Rechtsanwalt in Frankfurt am Main; *Dr. Lars Westpfahl*, Rechtsanwalt in Hamburg



Verlag C. H. Beck München 2009

Inhaltsverzeichnis

Bearbeiterverzeichnis	XXI
Literaturverzeichnis	XXIII
Einleitung	1
1. Was ist Private Equity?	1
2. Entstehung der heutigen Private-Equity-Branche	2
3. Die Heuschreckendiskussion	4
4. Besonderheiten von Private-Equity-Transaktionen	6
5. Teilnehmer von Private-Equity-Transaktionen	7
6. Komplexität von Private-Equity-Transaktionen	9

I. Der Unternehmenskauf durch einen Private-Equity-Investor (Grundmodell)

1. Vorbereitung des Unternehmenskaufs	13
a) Begriff des Unternehmenskaufs und des Unternehmenskaufvertrages	13
b) Beteiligte	14
aa) Verkäufer	15
bb) Käufer	15
cc) Berater	16
dd) Prozesssteuerung	17
c) Bewertungsanalyse	17
aa) Allgemeines	17
bb) Ertragswertverfahren	19
cc) Discounted-Cash-Flow-Methode	19
d) Teaser, Information-Memorandum	20
e) Datenraum	20
2. Bieterverfahren	21
a) Verfahrensablauf im Überblick	22
aa) Abgrenzung zum herkömmlichen Verkaufsprozess und Vorteile des Bieterverfahrens	22
bb) Kurzübersicht: Ablaufplan des Bieterverfahrens	23
b) Marketingphase sowie Interessensbekundung	24
aa) Identifizierung von potentiellen Käufern und Kontaktaufnahme	24
bb) Teaser und Vertraulichkeitsvereinbarungen	24
cc) Informationsmemorandum	25
dd) Interessensbekundung	25
c) Due-Diligence-Phase sowie Management-Präsentation und bindendes Angebot	27
aa) Management-Präsentation	27
bb) Due Diligence	27
cc) Bindendes Angebot sowie sog. Markup des Kaufvertragsentwurfes	28
d) Kaufvertragsverhandlungen und -abschluss	29
aa) Allgemeines	29
bb) Insbesondere: Verhandlungen mit mehreren Bietern	29
cc) Abschluss des Kaufvertrages	31

e) Schlussphase	31
aa) Allgemeines	31
bb) Vollzugsbedingungen	31
cc) Dinglicher Vollzug (Closing)	33
3. Due Diligence	34
a) Einleitung	35
b) Zweck und Ziel der Due Diligence	36
aa) Das Zielunternehmen (besser) verstehen	36
bb) Risikovermeidung/Risikoreduzierung	36
cc) Grundlage für das vertragliche Haftungssystem (Gewährleistungen/Freistellung)	37
dd) Vorgaben für die Transaktionsstruktur	38
ee) Beweisfunktion	38
c) Umfang der Due Diligence	39
aa) Legal Due Diligence	39
bb) Financial Due Diligence	39
cc) Business/Commercial Due Diligence	40
dd) Environmental Due Diligence	40
ee) Compliance	40
d) Rechtliche Besonderheiten der Due Diligence	41
aa) „Anspruch auf Due Diligence?	41
bb) Verpflichtung zur Due Diligence?	42
e) Organisation der Due Diligence (Käuferseite)	43
aa) Umfang der Due Diligence/Scope	43
bb) Transaktionsdynamischer Due-Diligence-Prozess	45
cc) Debriefing	45
f) Organisation der Due Diligence (Verkäuferseite)	45
aa) Zusammenstellung der Dokumente	45
bb) Physischer Datenraum/virtueller Datenraum	46
g) Vendor Due Diligence Report	48
aa) Umfang/Inhalt	48
bb) Reliance/Non-Reliance	49
cc) Haftungsregime	49
h) Käuferbericht	49
aa) Umfang/Inhalt	49
bb) Reliance/Haftungsregime	50
i) Archivierung der Due Diligence	50
aa) Archivierung der Due-Diligence-Unterlagen aus Verkäufersicht	50
bb) Archivierung aus Sicht des Käufers	50
cc) Art der Archivierung	51
dd) Rückgabe der Unterlagen bei erfolglosem Bid/Abtretung der Ansprüche	51
j) Zusammenspiel von Due Diligence und gesetzlichem und/oder vertraglichem Haftungsregime	52
aa) Zurechnung der Kenntnis nach § 442 BGB	52
bb) Zurechnung nach vertraglicher Kenntnisklausel	53
4. Inhalte des Unternehmenskaufvertrages	54
a) Überblick	54
b) Net-Debt-Kaufpreisanpassung vs. Locked-Box-Modell	55
aa) Die „klassische“ Kaufpreisanpassung um das Net Debt und das Working Capital	56

bb)	Das Locked-Box-Modell	60
cc)	Vor- und Nachteile beider Modelle	62
c)	Vollzugsvoraussetzungen, insb. MAC-Klauseln	63
aa)	Die MAC-Klausel als Vollzugsvoraussetzung	63
bb)	MAC-Klauseln in Finanzierungsverträgen	64
cc)	Gleichlauf von Kaufvertrag und Finanzierungsverträgen	64
d)	Gewährleistungen	64
aa)	Gewährleistungen beim Erwerb durch einen Private-Equity-Investor	65
bb)	Gewährleistungen bei der Veräußerung durch einen Private-Equity-Investor (Exit)	65
e)	Verpflichtungen (Covenants)	68
aa)	Allgemeines zu Covenants	68
bb)	Besondere Covenants bei Beteiligung eines Private-Equity-Investors	68
f)	Vertraulichkeit	69
aa)	Allgemeines zur Vertraulichkeitsklausel	69
bb)	Einschränkungen der Vertraulichkeit für Finanzierungszwecke	70
cc)	Einschränkungen der Vertraulichkeit für den Weiterverkauf	70
g)	Abtretung von Rechten und Pflichten aus dem Unternehmenskaufvertrag	70
aa)	Abtretung an die finanzierenden Banken	70
bb)	Abtretung bei der (teilweisen) Weiterveräußerung der Zielgesellschaft	71
h)	Best Practice in Private-Equity-Transaktionen	73
aa)	Anti-Embarrassment-Klausel	74
bb)	Termination Rights	74
cc)	Deal Protection/Break Fee	75
dd)	Certainty of Funds	75
5.	Equity Commitment, Debt Commitment	76
a)	Equity Commitment Letter	77
aa)	Rechtsnatur, Formen, Parteien, Zeitpunkt	77
bb)	Inhaltliche Ausgestaltung/Bedingungen für Eingreifen des Equity Commitment Letters	78
cc)	Kündigungsgründe des Equity Commitment Letters	80
dd)	Equity Backstop	80
ee)	Formulierungsbeispiel	80
b)	Debt Commitment	82
aa)	Erscheinungsformen	83
bb)	Insbesondere: Certain Funds	84
6.	Fusionskontrolle	85
a)	Anmeldekriterien der Fusionskontrolle	86
aa)	Europäische Union	86
bb)	Deutschland	88
cc)	USA	88
b)	Risiko der kartellrechtlichen Freigabe	89
c)	Einfluss auf das Zielunternehmen vor Freigabe	91
aa)	Vollzugsverbot	91
bb)	Möglichkeiten der Einflussnahme auf das Zielunternehmen	91
d)	Bieterkonsortien	92
7.	Verschärfung des Außenwirtschaftsrechts	94
a)	Gesetzentwurf zum Außenwirtschaftsrecht	95
b)	Voraussetzungen der neuen Beschränkungsmöglichkeit	95
aa)	Erwerb	95
bb)	Durch gemeinschaftsfremden Erwerber	96

c) Prüfungsmaßstab: Öffentliche Ordnung und Sicherheit	97
d) Verfahren und Rechtsfolgen	98
e) Europarechtliche Zweifel	99
8. Closing	100
a) Strukturvarianten	101
aa) Aufschiebend bedingte Anteilsübertragung im SPA	102
bb) Closing mit separater Anteilsübertragung	102
cc) Signing und Closing simultan	102
b) Transaktionssicherheit für Private-Equity-Fonds	103
aa) Bedingungen	103
bb) Kartellrecht	103
cc) MAC-Klausel	104
dd) Gremienvorbehalte	104
ee) Financing	105
c) Ablauf des Closings	105
aa) Zahlung des Kaufpreises vs Abtretung der Anteile	105
bb) Sonderfall: Ablösung bestehender Verbindlichkeiten	107
cc) Closing Memorandum	107
d) Rechtsfolgen des gescheiterten Closing	107
9. Sicherung möglicher Erwerberansprüche/Ansprüche gegen Dritte	108
a) Vertragliche Ansprüche	109
aa) Bürgschaft, Garantie	110
bb) Escrow Account; Tranchenzahlung; Versicherungen	111
cc) Aufrechterhaltung einer Mindestkapitalisierung, Ausschüttungssperren ...	112
b) Quasi-vertragliche und gesetzliche Ansprüche	113
aa) Haftung des Veräußerers für Vorsatz oder Arglist	113
bb) Haftung des Veräußerers für Aussagen Dritter	113
cc) Haftung der Berater gegenüber dem Erwerber	114
dd) Haftung der Geschäftsführung der Zielgesellschaft	115
ee) Konzernhaftung	116

II. Der Unternehmenskauf börsennotierter Unternehmen und seine Besonderheiten (Public Deal)

1. Einführung und Überblick	122
a) Entwicklung des Marktes für Investitionen durch Private-Equity-Investoren in börsennotierte Unternehmen	122
b) Strategische Ausgangslage des Private-Equity-Investors und typische Trans- aktionsformen	123
c) Gang der Darstellung	124
2. Vorbereitung des Angebotes und Beteiligungserwerb	125
a) Formen des Beteiligungserwerbs	125
aa) Der Paketerwerb	125
bb) Einlieferungsverpflichtungen (sog Irrevocable Undertakings)	126
cc) Marktkäufe	126
b) Meldepflichten	126
aa) Stimmrechte aus Aktien	126
bb) Gemeinsam handelnde Personen	128
cc) Stimmrechte aus sonstigen Finanzinstrumenten	129
c) Auswirkungen auf den Mindestpreis	130
d) Vereinbarungen zwischen Bieter und Zielgesellschaft; Break Fee	131

e)	Besonderheiten bei der Due Diligence	132
aa)	Zulässigkeit einer Due Diligence aus Sicht der Zielgesellschaft	132
bb)	Kein Verstoß gegen das Auskunftsrecht anderer Aktionäre und Beachtung des Gleichbehandlungsgebots	134
cc)	Insiderrechtliche Aspekte	135
f)	Besondere Probleme aus der Perspektive der Zielgesellschaft	138
aa)	Ad-hoc-Mitteilungspflicht?	138
bb)	Verfahrensgestaltung (Auktion?)	139
cc)	Vereinbarungen mit dem Bieter im Interesse der Gesellschaft	140
dd)	Abstimmung mit dem Aufsichtsrat	141
ee)	Interessenkonflikte im Vorstand	141
ff)	Stellungnahme zum Angebot	142
3.	Angebotsverfahren	143
a)	Auslösung durch Kontrollerwerb (Pflichtangebot) oder Entscheidung zur Angebotsabgabe (freiwilliges Angebot)	143
aa)	Pflichtangebot	143
bb)	Freiwilliges Angebot	146
cc)	Regelmäßig freiwilliges Angebot bei Paketerwerb	147
b)	Fester Zeitplan, Annahmefristen	148
aa)	Einreichung der Angebotsunterlage	148
bb)	Gestattung durch die BaFin	148
cc)	Annahmefrist	148
dd)	Weitere Annahmefrist	149
ee)	Gesamtüberblick Zeitrahmen des Angebotsverfahrens	150
c)	Offenlegung in der Angebotsunterlage	150
aa)	Allgemeine Erfordernisse und Grundsätze	150
bb)	Einzelne erforderliche Angaben	151
cc)	Haftung für die Angebotsunterlage	154
d)	Finanzierungsbestätigung	155
e)	Bedingungen	156
aa)	Zulässigkeit von Bedingungen	156
bb)	Mindestannahmeschwelle	156
cc)	Material-Adverse-Change- oder Force-Majeure-Bedingung	157
dd)	Weitere Beispiele typischer Bedingungen	157
ee)	Synchronisierung der Bedingungen im Angebot und in einem Paketkaufvertrag	158
f)	Angebotsänderung	159
aa)	Voraussetzungen und Folgen von Angebotsänderungen	159
bb)	Erhöhung der Gegenleistung	159
cc)	Bedingungsverzicht	160
g)	Sonderthema: Konkurrierende Angebote	160
aa)	Regelungen zum Zeitplan	160
bb)	Rücktrittsrecht	162
cc)	Auswirkungen der Preiserhöhung durch Parallelerwerb	163
4.	Integrationsmaßnahmen nach einem Übernahmeangebot	163
a)	Ziele	163
aa)	Kontroll- und Einflussmöglichkeit	163
bb)	Zugriff auf Cash Flow	164
cc)	Upstream Collateral für Finanzierung	164
dd)	Steuerliche Organschaft (Zinsabzug)	164
ee)	Aufgabe der Börsennotierung?	165

b) Strukturmaßnahmen zur Verstärkung der Kontrolle über die Zielgesellschaft	165
aa) Squeeze-out	165
bb) Beherrschungs- und/oder Gewinnabführungsvertrag	167
cc) Weitere Integrationsmaßnahmen	169
5. Besonderheiten bei der Finanzierung	171
a) Aktienrechtliche Problematik des Leveraged Buyout	172
b) Certain-Funds-Finanzierung	173
c) Zeitpunkt der Finanzierung	174
6. Besonderheiten bei Managementbeteiligungsprogrammen und anderen Sonderabreden mit dem Management	174
a) Ausgangslage und Problemaufriss	174
b) Übernahmerechtliche Aspekte	175
aa) Verbot der Gewährung geldwerter Vorteile für das Management gem. § 33 d WpÜG	175
bb) Offenlegungspflicht gem. § 11 WpÜG	178
cc) Stellungnahme gemäß § 27 WpÜG	179
dd) Keine Auswirkungen auf den Mindestpreis, wenn die betroffenen Vorstandsmitglieder zugleich Verkäufer sind	180
c) Aktienrechtliche Vorgaben	181
aa) Organschaftliche und mitgliedschaftliche Treuepflichten	181
bb) Kein Eingriff in die Vergütungskompetenz des Aufsichtsrats gem. § 87 AktG	183
d) Verhaltensempfehlung bei Gewährung von Managementbeteiligungsprogrammen und anderen Sondervereinbarungen	185
7. PIPE – Minderheitsbeteiligungen an börsennotierten Unternehmen	185
a) Gestaltung	185
aa) Paketerwerb	186
bb) Beteiligungsaufbau im Wege einer Kapitalerhöhung	187
cc) Geltung der Mindestpreisvorschriften des WpÜG	188
dd) Publizitätspflichten	189
ee) Kartellrechtliche Erwägungen	189
b) Mitspracherechte	190
8. Übernahmen börsennotierter Unternehmen durch Private-Equity-Fonds 2002 – 2008	191
9. Zeitplan	205

III. Krisentransaktionen

1. Unternehmenskauf in Krise und Insolvenz	209
a) Distressed Assets als Investitionsklasse	210
b) Merkmale eines Unternehmenserwerbes in Krise und Insolvenz	211
aa) Begriff und Phasen der Krise	211
bb) Rahmenbedingungen für Akquisitionen	212
cc) Erwerb des Unternehmensträgers	216
dd) Übertragende Sanierung	219
c) Unternehmenskauf im Vorfeld der Insolvenz	220
aa) Voraussetzungen für Sanierungsvergleiche	220
bb) Trennung von Aktiva und Passiva	221
cc) Erfüllungsverweigerung	224
dd) Anfechtung	226

d) Unternehmenskauf im Insolvenzeröffnungsverfahren	232
aa) Einsetzung eines vorläufigen Insolvenzverwalters	232
bb) Unternehmenserwerb vom „starken“ vorläufigen Verwalter	232
cc) Einzelfallermächtigung	233
dd) Insolvenzzrechtliche Risiken	234
ee) Haftung für Altverbindlichkeiten	235
ff) Beständigkeit des Erwerbs	235
e) Unternehmenskauf im eröffneten Verfahren	236
aa) Ziel des Insolvenzverfahrens	236
bb) Verfahrensablauf	236
cc) Veräußerung nach dem Berichtstermin	236
dd) Veräußerung vor dem Berichtstermin	237
ee) Vorteile eines Erwerbs vom Insolvenzverwalter	238
2. Debt Equity Swap	240
a) Kapitalmaßnahme gegen Einbringung von Krediten	243
aa) Mögliche Strukturen für den Beteiligungserwerb	243
bb) Durchführung der Kapitalmaßnahme	244
cc) Rechtliche Risiken und Lösungsansätze	245
b) Beteiligungserwerb gegen Verzicht auf Kredite	251
aa) Mögliche Strukturen für den Beteiligungserwerb	251
bb) Durchführung des Austauschgeschäfts	252
cc) Rechtliche Risiken und Lösungsansätze	252
c) Verwertung von Pfandrechten an Gesellschaftsanteilen	254
aa) Verwertungsbefugnis	255
bb) Durchführung der Pfandverwertung	256
cc) Rechtliche Risiken, Verfahrenshindernisse und Lösungsansätze	259
d) Beteiligungserwerb und Insolvenzplanverfahren	261
aa) Mögliche Strukturen für eine Beteiligung	261
bb) Durchführung des Erwerbs	262
cc) Rechtliche Risiken, Verfahrenshindernisse und Lösungsansätze	265

IV. Ausgestaltung der Akquisition unter steuerlichen Gesichtspunkten

1. Einführung und Grundlagen	272
a) Gestaltungsziele	272
b) Grundstrukturen	273
c) Die wesentlichen steuerlichen Grundlagen unter Berücksichtigung der Unternehmensteuerreform 2008 („Zinsschranke“)	275
aa) Steuerliche Spielräume in der Unternehmensfinanzierung	275
bb) Einkommen- und Körperschaftsteuer	275
cc) Gewerbesteuer	282
dd) Abzugsbeschränkungen bei Beteiligungsaufwand	284
ee) Grenzüberschreitende Finanzierung	285
2. Typische Strukturen	285
a) Darstellung einer typischen Private-Equity-Struktur	285
b) Steuerliche Kommentierung der einzelnen Strukturebenen	286
aa) HoldCo (Ausland); Substanzerfordernisse	286
bb) Akquisitionsgesellschaft	288
cc) Portfoliounternehmen	288
dd) Private-Equity-Fonds und Investoren	289

Inhaltsverzeichnis

3. Debt Push Down; wesentliche Gestaltungen	289
a) Verschmelzung	290
b) Organschaft	290
c) Anwachung	291
d) Fremdfinanzierte Ausschüttung	291
4. Steuerliche Risiken und Risikobewältigung auf der Ebene der Portfoliogesellschaft	292
a) Typische steuerliche Risiken	292
aa) Einkommen- und Körperschaftsteuer	292
bb) Umwandlungssteuerrecht	293
b) Verkehrssteuern	294
aa) Umsatzsteuer	294
bb) Grunderwerbsteuer	294
c) Risikobewältigung im Unternehmenskaufvertrag	295
d) Typische Betriebsprüfungsrisiken in PE-Strukturen	295

V. Finanzierung

1. Einführung: Das veränderte Umfeld der Private-Equity-Finanzierungen	298
a) Marktüberblick	298
aa) Covenant-lite-Strukturen	299
bb) Verschuldungsgrad	299
cc) Leverage Multiples	299
dd) Risikocontrolling	299
ee) Transaktionsgröße	299
ff) Club Deal vs. Syndizierung	300
gg) Vorfinanzierung	300
hh) Vendor Loans	300
b) Vertragsstandards	300
c) Erwerb eigener Schulden	301
2. Die Kreditpyramide	301
a) Die verschiedenen Rangstufen	301
b) Dokumentation	302
3. Eigenschaften der verschiedenen Rangstufen	304
a) Senior	304
aa) Fälligkeiten, Laufzeiten	305
bb) Verzinsung	306
cc) Sicherheiten	307
dd) Finanzkennzahlen	309
ee) Zusätzliche Tranchen für Betriebsmittel sowie Zukäufe und Anlageinvestitionen	311
ff) Ancillary Facilities	312
b) Second Lien	312
aa) Laufzeiten	313
bb) Verzinsung	313
cc) Sicherheiten	313
c) Mezzanine	314
aa) Laufzeiten	314
bb) Verzinsung und Warrants	314
cc) Finanzkennzahlen und sonstige Auflagen	315
dd) Nachrangige Garantien und eingeschränkte Sachsicherheiten	315

d) PIK-Finanzierungen	315
aa) Laufzeiten	315
bb) Verzinsung auf PIK-Basis	316
cc) Strukturelle Nachrangigkeit	316
dd) Wenige Sicherheiten, keine Garantien	317
e) Gesellschafterdarlehen	317
4. Schwerpunktthemen in LBO-Strukturen	317
a) Certain Funds	318
b) Interim Loan Agreement	318
c) Financial Covenants	318
d) Übertragbarkeit	320
e) Stimmrechte	320
f) Vorzeitige Rückzahlungen	322
g) Zusätzliche Fazilitäten	322
h) Debt Push Down	323
i) Clean-Up-Periode	323
j) Material Adverse Change („MAC“)	324
k) Information	324
l) Zukünftige Themen	325
5. Preisgestaltung: Zinsen, Kosten und Gebühren	325
a) Zinssatz	326
aa) Refinanzierungszinssatz	326
bb) Marge (Margin)	327
cc) Mandatory Costs	327
b) Fees	328
aa) Arrangement Fee und Underwriting Fee	328
bb) Participation Fee	328
cc) Commitment Fee/Ticking Fee	329
dd) Prepayment Fees/Early Redemption Fees	329
ee) Agency Fees	329
c) Market Flex	330
6. Bankfinanzierung im Vergleich zur Emission von Anleihen	330
a) Besonderheiten von Schuldverschreibungen	330
b) Verwendung von Schuldverschreibungen	332
7. Weitere wesentliche Faktoren in LBO-Transaktionen aus Sicht der Kreditgeber	332
a) Due-Diligence-Berichte	333
b) Akquisitionsdokumente	334
c) Legal Opinion	334
d) Verpflichtungserklärung der Sponsoren	335
e) Kapitalstruktur und Businessplan	335

VI. Beteiligung des Managements

1. Ziele und Grundlagen	338
a) Ziele aus Sicht des Investors	338
aa) Interessengleichlauf	338
bb) Bindung an das Unternehmen	339
cc) Unterstützung durch das Management	340
b) Ziele aus Sicht des Managements	340
aa) Wirtschaftliche Effekte	340
bb) Steuerliche Effekte	341
c) Verhandlungssituation	342

2. Investitionsbeitrag des Managements	343
a) Beteiligungshöhe	343
aa) Beteiligungshöhe insgesamt	343
bb) Beteiligungshöhe pro Person	343
b) Finanzierung der Beteiligung	344
aa) Eigenmittel	344
bb) Bankfinanzierung	344
cc) Mittel der Zielgesellschaft	345
dd) Mittel des Investors	346
3. Investitionsobjekt	347
a) Einstieg zum Marktwert	347
aa) Keine Einstiegsbesteuerung	347
bb) Einstiegskosten des Investors	347
b) Sweet Equity	348
aa) Verbilligter Einstieg	349
bb) Chancen-Risiken-Profil	349
c) Abweichende Erlösverteilung	350
d) Gemeinsames Investitionsvehikel des Managements	350
aa) Verwaltungsvereinfachung	350
bb) Vermögensverwaltende Personengesellschaft	351
cc) Vermeidung der Beurkundungspflicht	351
dd) Treuhänder	351
e) Aktienoptionsprogramme	352
aa) AG	352
bb) Vergleichbare Programme	352
4. Teilnehmer des Beteiligungsprogramms	352
a) Vorstand/Geschäftsführung	352
b) Zweite und dritte Führungsebene	353
c) Reserve für künftige Beteiligte	353
aa) Zurückhalten einer Reserve	353
bb) Warehouse-Gesellschaft	353
cc) Verwendung der Reserve	354
5. Bindung an das Anstellungsverhältnis	354
a) Kaufoption bei Beendigung des Anstellungsverhältnisses	354
aa) Grundsatz	354
bb) Zulässigkeit	354
b) Good Leaver, Bad Leaver	356
aa) Hierarchie der Ausscheidensgründe	356
bb) Einstufung	356
cc) Diskriminierungsverbot	357
dd) Middle Leaver	357
c) Kaufpreis	357
aa) Ausgangspunkte	357
bb) Bewertungsmaßstab	358
cc) Wirksamkeit	358
d) Vesting	359
aa) Time Vesting	359
bb) Performance Vesting	359
e) Kaufoption für andere Manager, Verkaufsoption	360
aa) Begünstigter der Kaufoption	360
bb) Nachrangiger Begünstigter	360
cc) Verkaufsoption	360

6. Teilhabe am Erlös	360
a) Übliches Exit-Szenario	361
b) Mitverkaufsrechte, Mitverkaufspflichten	361
aa) Drag-along-Regeln	362
bb) Tag-along-Regeln	363
c) Ratchet	363
aa) Ratchet bei Exit	363
bb) Tatsächliche oder rechnerische Beteiligungsveränderung	364
cc) Positiver Ratchet	364
dd) Ratchet bei laufender Zielerreichung	365
d) Steuerpflicht	365
aa) Anfängliche Beteiligungsquote	365
bb) Positiver Ratchet	365
cc) Negativer Ratchet	366
e) Sonstige Auszahlungen	366
7. Gewährleistungen, sonstige Verpflichtungen	367
a) Gewährleistungen bei Investition	367
aa) Grund	367
bb) Angemessenheit	368
cc) Rechtsfolgen	368
dd) Investorgarantien	369
ee) Durchsetzung von Garantien	369
b) Gewährleistungen beim Exit	369
aa) Grund	369
bb) Bestimmtheit	369
cc) Rechtsfolgen	370
c) Lock-up-Verpflichtung	370
aa) Allgemeine Veräußerungsbeschränkung	371
bb) Spezielle Veräußerungsbeschränkung der Manager	371
d) Wettbewerbsverbot	371
8. Besonderheiten bei Beteiligungsprogrammen	372
a) Vertraulichkeit	372
aa) Notarielle Urkunde	372
bb) Management KG	372
b) Haftung des Investors, Prospektpflicht	372
aa) Haftungsgrundsätze	372
bb) Prospektpflicht in Deutschland	373
cc) Prospektpflicht nach sonstigen Rechtsordnungen	374
c) Beteiligung von Familienmitgliedern	374
d) Kostentragung	374
aa) Kosten des Investors	374
bb) Kosten des Managements	375

VII. Halten des Investments durch den Private-Equity-Investor

1. Eigenkapitalsyndizierung	377
a) Beschreibung	377
b) Beweggründe	378
c) Erscheinungsformen	378
aa) Umfang der Syndizierung	378
bb) Zeitpunkt der Syndizierung	379

cc) Club Deals als besondere Form der Upfront- oder laufenden Syndizierung	380
dd) Friends and Family	381
ee) Syndizierung an Management	381
ff) Equity-Bridge-Finanzierungen	382
d) Erfordernisse	382
aa) Strukturierung	382
bb) Implementierung	383
cc) Insbesondere: Syndizierung bei bestehender Gesellschaftervereinbarung.	385
dd) Due Diligence, Gewährleistungen	385
ee) Kartellrechtliche Implikationen	386
2. Ansprüche unter dem Erwerbs-SPA	387
a) Einführung	387
b) Kaufpreisanpassung	388
aa) Verträge mit Kaufpreisanpassungsmechanismus	388
bb) Verträge mit Festkaufpreis	389
c) Garantien des Verkäufers	389
aa) Prüfung von Garantieverletzungen	389
bb) Gewährleistungsvericherung	394
cc) Weitergabe von Garantiesprüchen	396
d) Freistellungsansprüche	397
aa) Geltendmachung von Freistellungsansprüchen	397
bb) Weitergabe von Freistellungsansprüchen.	398
3. Gesellschaftsrechtliche Restrukturierung des Portfoliounternehmens	398
a) Strukturvereinfachung	399
b) Heben von Trapped Cash	399
c) Steuerliche Optimierung	399
d) Maßnahme des Debt Push Downs	399
4. Akquisitionen und Abverkäufe durch Portfoliounternehmen	400
a) Motivation	400
b) Restriktionen	400
c) Akquisitionen durch Portfoliounternehmen	401
d) Abverkäufe durch Portfoliounternehmen	401
aa) Abverkauf als Telexit	401
bb) Voraussetzungen im Erwerbs-SPA	402
cc) Vertragsgestaltung, insbesondere Gewährleistungen und Freistellungen ...	403
5. Rekapitalisierung	404
a) Einführung und Grundlagen	405
aa) Hintergrund	405
bb) Anlässe für fremdfinanzierte Ausschüttungen	408
b) Typische Strukturen fremdfinanzierter Ausschüttungen	409
aa) Wesentliche strukturelle Fragen	410
bb) Typische Step-up-Transaktionen	412
cc) Exkurs: Pre-Closing Recaps	420
c) Gesellschaftsrechtliche Vorgaben und Einschränkungen	421
aa) Einleitung und Übersicht	422
bb) Kapitalerhaltungsregeln	423
cc) Grundsätze des existenzvernichtenden Eingriffs	428
dd) Tatbestände, die durch die Leitungsorgane der ausschüttenden Gesellschaften zu beachten sind	432

d) Die steuerrechtliche Strukturierung von Rekapitalisierungen	434
aa) Überblick	434
bb) Rekapitalisierung durch Rückzahlung von Gesellschafterdarlehen	434
cc) Ausschüttung von Rücklagen	435
dd) Rekapitalisierung nach Umstrukturierung	436
ee) Typische Umstrukturierungsmaßnahmen	437
ff) Steuerliche Abzugsfähigkeit von Zinsaufwand	445
gg) Organschaft	446
6. PE-Investments in der Krise	447
a) Die wichtigsten Krisenursachen beim PE Investment	449
b) Der Eintritt und das Fortschreiten der Krise	451
aa) Krisenerkennung	451
bb) Krisenursachen	452
cc) Krisenbewältigung	453
c) Die Entscheidung zwischen Exit, Turnaround und Insolvenz	456
aa) Exit	456
bb) Turnaround	456
cc) Insolvenz	457
d) Die (außergerichtliche) Restrukturierung	458
aa) Restrukturierung des Fremdkapitals	458
bb) Erhöhung des Eigenkapitals durch den Private-Equity-Investor	465
cc) Gewährung zusätzlicher Gesellschafterdarlehen	467
e) Insolvenz	473
aa) Der Mangel an Kontrolle bei Eintritt der Insolvenz	473
bb) Prepackaged Plan	478
cc) Haftungsrisiken für die Geschäftsführer, Gesellschafter und Fonds- manager	483

VIII. Desinvestition (Exit)

1. Verkauf	491
a) Einführung	491
b) Beweggründe	492
aa) Interessen der Beteiligten	492
bb) Marktumfeld	493
cc) Finanzierungsspezifische Überlegungen	493
dd) Fondsspezifische Überlegungen	494
ee) Exit-Vereinbarungen	494
b) Vorbereitung des Verkaufs	494
aa) Einführung: Clean Exit	494
bb) „Dress up the bride“	496
cc) Transaktions- und Steuerplanung	496
dd) Abstimmung mit dem Management	496
ee) Umgang mit Minderheitsgesellschaftern	498
ff) Deal-Fee-Vereinbarungen	499
gg) Vendor Due Diligence	499
hh) Stapled Finance	500
c) Besonderheiten im Kaufvertrag	500
aa) Einführung	500
bb) Locked Box	500
cc) Garantien und Freistellungen	501

dd) Haftungsbegrenzungen/Verjährung	503
ee) Besonderheiten bei Secondaries	504
d) Roll-over und Reinvestment	505
aa) Einführung	505
bb) Strukturierungsmöglichkeiten im Überblick	507
cc) Strukturierungstreiber	509
dd) Der „klassische“ Roll-over	510
ee) Reinvestment	513
ff) Paper Deal	514
2. IPO	516
a) Vorbereitung des Börsengangs	517
aa) Beginn des Platzierungsprozesses	517
bb) Mandatsvereinbarung	517
cc) Barkapitalerhöhung	520
dd) Due Diligence	520
b) Die Rolle der Konsortialbanken	521
aa) Erstellung des Emissionskonzepts	521
bb) Due Diligence	521
cc) Prospekterstellung	521
dd) Vertrieb, Übernahme und Zuteilung der Aktien	522
ee) Börsenzulassungsverfahren	522
ff) Kursstabilisierung	523
c) Preisbildung	523
aa) Ausgangslage	523
bb) Festpreisverfahren	523
cc) Auktionsverfahren	524
dd) Bookbuilding	524
d) Dokumentation	527
aa) Öffentliches Angebot	527
bb) Wertpapierprospekt	527
cc) Begleitendes Marketing	529
dd) Börsenzulassung	529
ee) Emissionsbegleitende vertragliche Vereinbarungen	530
e) Dual Track	530
aa) Vorbereitungshandlungen	530
bb) Beteiligte	531
cc) Zeitpunkt der Entscheidung	532
3. Exit-Strukturen unter steuerlichen Gesichtspunkten	532
a) Steuerpflicht möglicher Veräußerungsgewinne	533
aa) Veräußerung der Akquisitionsgesellschaft durch die ausländische Hold- Co/LuxCo	533
bb) Inländische Investoren beim Exit	534
b) Verkehrssteuern	534
aa) Umsatzsteuer	534
bb) Grunderwerbsteuer	535
c) Recap/Refinanzierung	535
Glossar	537
Sachverzeichnis	545