

Private Equity

Eilers / Koffka / Mackensen / Paul / Josenhans

4. Auflage 2022

ISBN 978-3-406-78306-7

C.H.BECK

Private Equity

Unternehmenskauf – Finanzierung
Restrukturierung – Exitstrategien

Herausgegeben von

Prof. Dr. Stephan Eilers, LL. M.

Rechtsanwalt und Fachanwalt für
Steuerrecht in Düsseldorf

Dr. Marcus Mackensen, LL. M.

Rechtsanwalt in Hamburg

Dr. Nils Matthias Koffka

Rechtsanwalt in Hamburg

Dr. Markus Paul

Rechtsanwalt in Frankfurt am Main

Dr. Michael Josenhans, LL. M.

Rechtsanwalt in Frankfurt am Main

Bearbeitet von

Dr. Franz Aleth, Rechtsanwalt in Düsseldorf; *Dr. David Beutel*, Rechtsanwalt und Steuerberater in München; *Simone Bono, LL.M.*, Rechtsanwältin in London; *Dr. Heiner Braun, LL.M.*, Rechtsanwalt in Frankfurt am Main; *Dr. Johannes Conradi*, Solicitor (England und Wales), Rechtsanwalt in Hamburg; *Dr. Nils Derksen*, Rechtsanwalt in Köln; *Dr. Natascha Doll*, Solicitor (England und Wales), Rechtsanwältin in Hamburg und London; *Prof. Dr. Stephan Eilers, LL. M.*, Rechtsanwalt und Fachanwalt für Steuerrecht in Düsseldorf; *Jochen Ellrott*, Rechtsanwalt in Tokio; *Dr. Ferdinand Fromholzer, LL. M.*, Rechtsanwalt in München; *Dr. Christoph Gleske*, Rechtsanwalt in Frankfurt am Main; *Dr. Kai Hasselbach*, Rechtsanwalt in München; *Dr. Florian C. Haus*, Rechtsanwalt in Bonn; *Dr. Wessel Heukamp, LL. M.*, Attorney-at-law (New York), Rechtsanwalt in München; *Dr. Juliane Hilf*, Rechtsanwältin in Düsseldorf; *Dr. Stephanie Hundertmark*, Rechtsanwältin in Berlin; *Dr. Mario Hüther*, Rechtsanwalt in Frankfurt am Main; *Dr. Michael Josenhans, LL. M.*, Rechtsanwalt in Frankfurt am Main; *Dr. Nils Matthias Koffka*, Rechtsanwalt in Hamburg; *Dr. Marcus Mackensen, LL. M.*, Rechtsanwalt in Hamburg; *Dr. Christoph Nawroth*, Rechtsanwalt in Düsseldorf; *Dr. Alina Paschke*, Rechtsanwältin und Steuerberaterin in Frankfurt am Main; *Dr. Markus Paul*, Rechtsanwalt in Frankfurt am Main; *Dr. Oliver von Rosenberg, LL. M.*, Rechtsanwalt in Köln; *Dr. Alexander Schwahn, LL.M.*, Rechtsanwalt in Hamburg und Berlin; *Dr. Andreas von Werder, LL. M.*, Rechtsanwalt, Fachanwalt für Steuerrecht und Notar in Frankfurt am Main; *Dr. Lars Westpfahl*, Rechtsanwalt in Hamburg; *Dr. Jan-Philip Wilde, LL.M.*, Rechtsanwalt in Hamburg

4. Auflage 2022



Zitiervorschlag:

Eilers/Koffka/Mackensen/Paul/Josenhans Private Equity/Bearbeiter Teil I Rn. 1


beck-shop.de
DIE FACHBUCHHANDLUNG

www.beck.de

ISBN 978 3 406 78306 7

© 2022 Verlag C. H. Beck oHG
Wilhelmstraße 9, 80801 München

Druck und Bindung: Westermann Druck Zwickau GmbH
Crimmitschauer Straße 43, 08058 Zwickau

Satz: Druckerei C. H. Beck Nördlingen
(Adresse wie Verlag)

Umschlaggestaltung: X-Design
München (www.x-designnet.de)



chbeck.de/nachhaltig

Gedruckt auf säurefreiem, alterungsbeständigem Papier
(hergestellt aus chlorfrei gebleichtem Zellstoff)

Vorwort

Private Equity ist der Erwerb von Unternehmen durch Finanzinvestoren auf Zeit. Dies ist das primäre Kriterium, welches Private-Equity-Transaktionen von anderen Unternehmenstransaktionen unterscheidet. Bereits beim Erwerb eines Unternehmens wird ein Private-Equity-Käufer immer die künftige Veräußerung des Unternehmens mitdenken, und damit werden die einzelnen Besonderheiten von Private-Equity-Transaktionen erklärt. Private-Equity-Transaktionen werden geprägt durch den Einsatz von Fremdkapital zur Finanzierung; dies führt zu einer hohen Komplexität und dem Erfordernis eines koordinierten Zusammenwirkens zwischen rechtlicher Umsetzung, steuerlicher Gestaltung, Einpassung der Transaktion in die Fremdfinanzierungsvorgaben und genaue Betrachtung ihrer bilanzrechtlichen Implikationen. Für die unterschiedlichen an der Transaktion wirtschaftlich Beteiligten – Private-Equity-Haus als Treiber der Transaktion, Investoren als Eigenkapitalgeber (teils als Co-Investoren zusätzlich zum Private-Equity-Fonds), Fremdkapitalgeber und dem Management der Zielgesellschaft muss eine Struktur gefunden werden, die allen Interessengruppen weitestgehend gerecht wird und die Interessen angleicht.

Seit Erscheinen der ersten Auflage hat die Private-Equity-Welt mehrere Konjunkturzyklen durchlebt. Kurz nach der ersten Auflage, im Herbst 2008 nach der Insolvenz von Lehman Brothers, wurden die Finanzmärkte deutlich volatil, Bankkredite waren zunächst gar nicht mehr erhältlich und auch zum Zeitpunkt der zweiten Auflage noch nicht wieder in dem Maße verfügbar wie vor 2008. Unternehmensbewertungen waren stark gefallen und der Markt differenzierte viel mehr zwischen stabilen, erfolgreichen und zyklisch abhängigen Unternehmen. Seit 2012/2013 sind sowohl die Aufnahmefähigkeit der Kreditmärkte als auch die Durchschnittsbewertungen von Unternehmen kontinuierlich gestiegen, während die Zinssätze bis auf die heutigen Minimalsätze gesunken sind. Davon hat aber nicht nur Private Equity profitiert, sondern auch industrielle, strategische Unternehmenskäufer und -verkäufer haben die Situation zu nutzen gewusst. Die Corona-Pandemie hat den M&A-Markt insgesamt und damit Private Equity nur kurz innehalten lassen; im Jahr 2021 erreichten die M&A-Transaktionen und damit auch Private-Equity-Transaktionen bislang nie erreichte Höhen.

Mit dem Zyklen der Private-Equity-Konjunktur hat sich auch der Markt geändert. Neue Produkte und Strukturen wurden eingeführt, um Transaktionen zu steuern; wie auch zuvor kamen innovative Ideen oftmals aus der Private-Equity-Ecke, um nach einiger Zeit vom Gesamtmarkt übernommen zu werden. Diese vierte Auflage ist auf diese geänderten Marktverhältnisse angepasst.

Wie auch bei den Voraufagen folgt dieses Handbuch dem Lebenszyklus einer Private-Equity-Transaktion. Die Teile I bis VI betreffen den Erwerb: Das Zielunternehmen kann im Rahmen eines Privatverkaufs erworben werden (Teil I) oder über die Börse, insbesondere durch öffentliches Übernahmeangebot (Teil II). Sonderfälle der Transaktion wie der Debt-Equity-Swap, Immobilientransaktionen und Joint Ventures sind in Teil III dargestellt. Steuerstrukturierung ist ein Kernelement von Private-Equity-Transaktionen (Teil IV), ebenso wie dessen Fremdfinanzierung (Teil V). Ein weiterer Kern von Private-Equity-Transaktionen ist ebenfalls die Incentivierung des Managements (Teil VI). Teil VII betrifft den Zeitraum nach dem Erwerb, in dem das Zielunternehmen konsolidiert und restrukturiert wird. Ein besonderer Schwerpunkt wird dabei auf die Sanierung von Portfolio-Unternehmen gelegt, die nach dem Erwerb in die Krise geraten sind. Teil VIII schließlich behandelt den Exit.

Dieses Handbuch ist von Praktikern für Praktiker verfasst worden. Es ist bewusst nicht ausschließlich für die Private-Equity-Branche geschrieben. Es richtet sich vielmehr an

Vorwort

Unternehmer, Unternehmen und ihre jeweiligen Berater gleichermaßen wie an Professionals aus der Private-Equity-Branche. Das betrifft sowohl Unternehmensverkäufer, die sich plötzlich Private-Equity-Investoren gegenübersehen oder mit diesen im Wettbewerb um den Erwerb eines Zielunternehmens stehen, als aber auch die Geschäftsführungsebene des Zielunternehmens.

Finanzinvestoren sind aus unserer Sicht erfolgreiche Investoren und sie schaffen im Regelfall Wertsteigerung sowohl für ihre Investoren als auch in den betroffenen Unternehmen. Daran geht häufig die politische Diskussion über Finanzinvestoren vorbei. Dieses Buch soll allen Beteiligten Wege zur erfolgreichen Private-Equity-Transaktion weisen. Die Verantwortung der rechtlichen Berater in diesen Transaktionen ist hoch; dies war und ist Anreiz für uns gewesen, dieses Buch mit unseren Partnern und Kollegen zu schreiben. Das dies jetzt schon in der vierten Auflage erfolgt, zeigt den Bedarf für dieses Buch. Wie in den Voraufagen wurde dabei bewusst darauf Wert gelegt, in verständlicher Sprache nicht nur für Juristen die oft komplizierten Sachverhalte darzustellen.

Düsseldorf/Frankfurt/Hamburg, im Januar 2022

Stephan Eilers
Nils M. Koffka
Marcus Mackensen
Markus Paul
Michael Josenhans


beck-shop.de
DIE FACHBUCHHANDLUNG

Inhaltsverzeichnis

Bearbeiterverzeichnis	XXIII
Allgemeines Literaturverzeichnis	XXV
Einführung	1
1. Was ist Private Equity?	1
2. Aktuelle Entwicklungen in der Private-Equity-Branche	4
3. Einige Besonderheiten von Private-Equity-Transaktionen	7
4. Teilnehmer von Private-Equity-Transaktionen	8
5. Komplexität von Private-Equity-Transaktionen	9
I. Der Unternehmenskauf durch einen Private-Equity-Investor	
(Grundmodell)	13
1. Vorbereitung des Unternehmenskaufs	13
a) Begriff des Unternehmenskaufs und des Unternehmenskaufvertrages	13
b) Beteiligte	15
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	20
d) Teaser, Informationsmemorandum	20
e) Datenraum	21
2. Bieterverfahren	21
a) Verfahrensablauf im Überblick	23
aa) Abgrenzung zum herkömmlichen Verkaufsprozess und Vorteile des Bieterverfahrens	23
bb) Kurzübersicht: Ablaufplan des Bieterverfahrens	25
b) Marketingphase sowie Interessensbekundung	26
aa) Identifizierung von potentiellen Käufern und Kontaktaufnahme	26
bb) Teaser und Vertraulichkeitsvereinbarungen	27
cc) Informationsmemorandum	27
dd) Interessensbekundung	28
c) Due-Diligence-Phase sowie Management-Präsentation und bindendes Angebot	29
aa) Management-Präsentation	29
bb) Due Diligence	30
cc) W&I-Versicherungen	30
dd) Bindendes Angebot sowie sog. Markup des Kaufvertragsentwurfes	30
ee) Beschleunigung des Verfahrens	32
d) Kaufvertragsverhandlungen und -abschluss	33
aa) Allgemeines	33
bb) Insbesondere: Verhandlungen mit mehreren Bietern	33
cc) Abschluss des Kaufvertrages	34

Inhaltsverzeichnis

e) Schlussphase	35
aa) Allgemeines	35
bb) Vollzugsbedingungen	35
cc) Dinglicher Vollzug (Closing)	37
3. Due Diligence	37
a) Einleitung	39
b) Zweck und Ziel der Due Diligence	40
aa) Das Zielunternehmen (besser) verstehen	40
bb) Risikovermeidung/Risikoreduzierung	40
cc) Grundlage für das vertragliche Haftungssystem	41
dd) Vorgaben für die Transaktionsstruktur	42
ee) Beweisfunktion	43
c) Bereiche der Due Diligence	43
aa) Legal Due Diligence	43
bb) Financial Due Diligence/Tax Due Diligence	44
cc) Business/Commercial Due Diligence	45
dd) Environmental Due Diligence / ESG	45
ee) Compliance	46
d) Rechtliche Besonderheiten der Due Diligence	47
aa) „Anspruch“ auf Due Diligence	47
bb) Pflicht des Käufers zur Due Diligence?	48
e) Organisation der Due Diligence (Käuferseite)	49
aa) Umfang der Due Diligence/Scope	49
bb) Transaktionsdynamischer Due-Diligence-Prozess	51
cc) Debriefing oder Read-out	51
f) Organisation der Due Diligence (Verkäuferseite)	52
aa) Zusammenstellung der Dokumente	52
bb) Physischer Datenraum/virtueller Datenraum	52
g) Due Diligence Report (Käufer)	54
aa) Umfang/Inhalt	54
bb) Reliance/Haftungsregime	55
h) Vendor Due Diligence	56
aa) Umfang/Inhalt	56
bb) Reliance/Non-Reliance	56
cc) Haftungsregime	56
i) Archivierung der Due Diligence	56
aa) Archivierung der Due-Diligence-Unterlagen aus Verkäufersicht	56
bb) Archivierung aus Sicht des Käufers	57
cc) Art der Archivierung	57
dd) Rückgabe der Unterlagen bei erfolglosem Bid/Abtretung der Ansprüche	57
j) Zusammenspiel von Due Diligence und gesetzlichem und/oder ver- traglichem Haftungsregime	58
aa) Zurechnung der Kenntnis nach § 442 BGB	58
bb) Zurechnung nach vertraglicher Kennnisklausel	59
4. Unternehmenskaufvertrag	60
a) Überblick	60
b) Kaufpreis	61
aa) Locked Box	62
bb) Closing-Accounts-Berechnung	66
cc) „Hybrid Locked Box“	70
dd) Earn-out	71

Inhaltsverzeichnis

ee) Vendor Loan	72
ff) Behandlung von Gesellschafterdarlehen	73
c) Transaktionssicherheit	74
aa) MAC-Klausel	74
bb) Finanzierungsvorbehalt	74
cc) Break Fee	75
d) Garantien	75
aa) Rechtsmängelgarantien	76
bb) Garantien zum Jahresabschluss	76
cc) Sonstige Garantien zum Geschäftsbetrieb	77
dd) Voraussetzungen und Grenzen der Garantiehafung	77
ee) Managementgarantien	79
ff) Verkäuferhaftung wegen Arglist	79
gg) Sonstige Risikobeteiligung des Verkäufers	80
e) Freistellungen	80
f) Sonstiges	80
aa) Mitwirkung bei der Akquisitionsfinanzierung	80
bb) Vertraulichkeit	81
cc) Abtretbarkeit	81
5. Equity Commitment, Debt Commitment	82
a) Equity Commitment Letter	82
aa) Rechtsnatur, Formen, Parteien, Zeitpunkt, Formfragen	83
bb) Inhaltliche Ausgestaltung/Bedingungen für Eingreifen des Equity Commitment Letter	85
cc) Kündigungsgründe des Equity Commitment Letter	86
dd) Equity Backstop	87
ee) Formulierungsbeispiel	87
b) Debt Commitment	89
aa) Erscheinungsformen	89
bb) Insbesondere: Certain Funds	90
6. W&I-Versicherungen	93
a) Überblick	94
aa) Käufer – und Verkäuferpolice	94
bb) Markt	95
b) Versicherungsumfang	96
aa) Grundsatz	96
bb) Ausgestaltung des Garantiekatalogs	97
cc) Ausschlüsse vom Versicherungsschutz	98
dd) Abweichungen vom Garantiekatalog	101
ee) Konditionen	102
c) Verfahren	104
aa) Käuferinitiierte Versicherung	104
bb) Stapled Insurance	105
d) Inanspruchnahme der Versicherung	106
aa) Häufigkeit	106
bb) Bestimmte Themen und Höhe der Ansprüche	106
e) Sonstige Versicherungslösungen	107
aa) Bestehende Versicherungen des Zielunternehmens	107
bb) Tax Insurance	107
cc) Litigation Indemnity Insurance	107
7. Regulatorische Bedingungen	108
a) Investitionskontrolle	109
aa) Entwicklung der Investitionskontrolle in Deutschland	109

Inhaltsverzeichnis

bb) Voraussetzungen der sektorübergreifenden Prüfung	110
cc) Prüfungsmaßstab: Gefährdung der öffentlichen Ordnung oder Sicherheit	112
dd) Verfahren und Rechtsfolgen	113
ee) Die sektorspezifische Prüfung	115
ff) Auswirkungen auf die Transaktionspraxis	115
gg) Ausblick	116
b) Kartellrecht	117
aa) Anmeldekriterien der Fusionskontrolle	117
bb) Risiko der fusionskontrollrechtlichen Freigabe	123
cc) Einfluss auf das Zielunternehmen vor Freigabe	125
dd) Wettbewerbsverbote und andere Nebenabreden	127
ee) Kartellrechtliche Haftungsrisiken eines Private-Equity-Investors ..	128
8. Closing	129
a) Strukturvarianten	130
aa) Aufschiebend bedingte Anteilsübertragung im Unternehmenskaufvertrag	130
bb) Closing mit separater Anteilsübertragung	131
cc) Signing und Closing simultan	131
b) Transaktionssicherheit für Private-Equity-Fonds	131
aa) Bedingungen	131
bb) Kartellrecht/Außenwirtschaftsrecht	132
cc) MAC-Klausel	133
dd) Gremienvorbehalte	134
ee) Finanzierung	135
c) Ablauf des Closings	135
aa) Zahlung des Kaufpreises vs. Abtretung der Anteile	135
bb) Sonderfall: Ablösung bestehender Verbindlichkeiten	136
cc) Closing Memorandum	137
d) Rechtsfolgen des gescheiterten Closing	137
II. Der Unternehmenskauf börsennotierter Unternehmen (Public to Private)	139
1. Einführung und Überblick	140
a) Investitionen durch Private-Equity-Investoren in börsennotierte Unternehmen	140
b) Strategische Ausgangslage des Private-Equity-Investors bei der Übernahme börsennotierter Unternehmen	142
2. Deal Protection: Vorbereitung des Angebotes und Beteiligungserwerb ..	143
a) Formen des Beteiligungserwerbs/Stake Building	144
aa) Paketerwerbe/bedingte Aktienkaufverträge	144
bb) Irrevocable Undertakings (Einlieferungsverpflichtungen)	145
cc) Marktkäufe	146
b) Meldepflichten	147
aa) Stimmrechte aus Aktien	147
bb) Gemeinsam handelnde Personen	149
cc) Stimmrechte aus sonstigen Finanzinstrumenten	150
c) Auswirkungen von Vorerwerben auf den Mindestpreis	151
d) Vereinbarungen zwischen Bieter und Zielgesellschaft; Break Fee	152
e) Besonderheiten bei der Due Diligence	154
aa) Zulässigkeit einer Due Diligence aus Sicht der Zielgesellschaft ..	154

Inhaltsverzeichnis

bb) Kein Verstoß gegen das Auskunftsrecht anderer Aktionäre und Beachtung des Gleichbehandlungsgebots	156
cc) Insiderrechtliche Aspekte	156
f) Besondere Probleme aus der Perspektive der Zielgesellschaft	160
aa) Ad-hoc-Mitteilungspflicht?	160
bb) Verfahrensgestaltung (Auktion?)	161
cc) Vereinbarungen mit dem Bieter im Interesse der Gesellschaft ...	162
dd) Abstimmung mit dem Aufsichtsrat	163
ee) Interessenkonflikte im Vorstand	163
ff) Stellungnahme zum Angebot	164
3. Angebotsverfahren	165
a) Auslösung durch Kontrollerwerb oder die Entscheidung zur Angebotsabgabe	165
aa) Pflichtangebot	165
bb) Freiwilliges Angebot	170
cc) Paketerwerbe	171
b) Fester Zeitplan, Annahmefristen	172
aa) Einreichung der Angebotsunterlage	172
bb) Gestattung durch die BaFin	172
cc) Annahmefrist	172
dd) Weitere Annahmefrist	173
ee) Gesamtüberblick: Zeitrahmen des Angebotsverfahrens	173
c) Offenlegung in der Angebotsunterlage	174
aa) Grundsätze	174
bb) Inhalt der Angebotsunterlage	175
cc) Haftung für die Angebotsunterlage	179
d) Finanzierungsbestätigung	179
e) Bedingungen	180
aa) Zulässigkeit von Bedingungen	180
bb) Mindestannahmeschwelle	181
cc) Material-Adverse-Change- oder Force-Majeure-Bedingung	181
dd) Weitere Beispiele typischer Bedingungen	182
ee) Synchronisierung der Bedingungen im Angebot und im (bedingten) Paketkaufvertrag	183
f) Angebotsänderung	184
aa) Voraussetzungen und Folgen von Angebotsänderungen	184
bb) Erhöhung der Gegenleistung	184
cc) Verzicht auf Bedingungen	185
g) Konkurrierende Angebote mehrerer Bieter	185
aa) Zeitplan	186
bb) Rücktrittsrecht	188
cc) Reaktion auf Preiserhöhungen durch Parallelerwerbe	188
4. Integrationsmaßnahmen nach einem Übernahmeangebot	189
a) Ziele	189
aa) Kontroll- und Einflussmöglichkeit	189
bb) Zugriff auf Cash Flow	189
cc) Upstream Collateral für Finanzierung	190
dd) Steuerliche Organschaft (Zinsabzug)	190
ee) Aufgabe der Börsennotierung?	190
b) Strukturmaßnahmen zur Verstärkung der Kontrolle über die Zielgesellschaft	191
aa) Squeeze-out	191

Inhaltsverzeichnis

bb) Beherrschungs- und/oder Gewinnabführungsvertrag	193
cc) Weitere Integrationsmaßnahmen	195
5. Besonderheiten bei der Finanzierung	197
a) Aktienrechtliche Problematik des Leveraged Buyout	198
b) Certain-Funds-Finanzierung	198
c) Zeitpunkt der Finanzierung	199
6. Besonderheiten bei Managementbeteiligungsprogrammen und anderen Sonderabreden mit dem Management	200
a) Ausgangslage und Problemaufriss	200
b) Übernahmerechtliche Aspekte	201
aa) Verbot der Gewährung geldwerter Vorteile für das Management gem. § 33d WpÜG	201
bb) Offenlegungspflicht gem. § 11 WpÜG	205
cc) Stellungnahme gemäß § 27 WpÜG	205
dd) Keine Auswirkungen auf den Mindestpreis, wenn die betroffenen Vorstandsmitglieder zugleich Verkäufer sind	206
c) Veröffentlichungspflichten nach MAR	207
aa) Ad hoc-Publizität, Art. 17 MAR	207
bb) Directors' Dealings, Art. 19 MAR	208
d) Aktienrechtliche Vorgaben	208
aa) Organschaftliche und mitgliedschaftliche Treuepflichten	208
bb) Kein Eingriff in die Vergütungskompetenz des Aufsichtsrats gem. § 87 AktG	211
e) Verhaltensempfehlung bei Gewährung von Managementbeteiligungs- programmen und anderen Sondervereinbarungen	212
7. PIPE – Minderheitsbeteiligungen an börsennotierten Unternehmen	213
a) Beteiligungserwerb	214
aa) Paketerwerb/Erwerb über die Börse	214
bb) Kapitalerhöhung	214
cc) Mindestpreis bei späterem Übernahmeangebot	215
dd) Regulatorische Genehmigungen	215
b) Mitsprache- und Informationsrechte	216
c) Finanzierung	217
8. Zeitplan	217
a) Entscheidungs- und Vorbereitungsphase	218
b) Angebotsphase	218
c) Post-Angebotsphase	219
d) Durchführung von Strukturmaßnahmen (zB aktien- oder umwand- lungsrechtlicher Squeeze-out, Beherrschungs- und Gewinnabführ- ungsvertrag)	220
III. Besondere Transaktionen	221
1. Debt Equity Swap	221
a) Einleitung	223
b) Kapitalmaßnahme gegen Einbringung von Krediten	226
aa) Mögliche Strukturen für den Beteiligungserwerb	226
bb) Durchführung der Kapitalmaßnahme	226
cc) Rechtliche Risiken und Lösungsansätze	229
c) Beteiligungserwerb gegen Verzicht auf Kredite	238
aa) Mögliche Strukturen für den Beteiligungserwerb	238
bb) Durchführung des Austauschgeschäfts	239
cc) Rechtliche Risiken und Lösungsansätze	239

Inhaltsverzeichnis

d) Verwertung von Pfandrechten an Gesellschaftsanteilen	241
aa) Mögliche Strukturen für den Beteiligungserwerb	242
bb) Durchführung der Pfandverwertung	243
cc) Rechtliche Risiken, Verfahrenshindernisse und Lösungsansätze ..	248
e) Beteiligungserwerb im Restrukturierungsverfahren nach StaRUG ...	254
aa) Mögliche Strukturen für den Beteiligungserwerb	255
bb) Durchführung der Kapitalmaßnahme	256
cc) Rechtliche Risiken, Verfahrenshindernisse und Lösungsansätze ..	258
f) Beteiligungserwerb Insolvenzplanverfahren	267
aa) Mögliche Strukturen für den Beteiligungserwerb	268
bb) Durchführung der Kapitalmaßnahme	269
cc) Rechtliche Risiken, Verfahrenshindernisse und Lösungsansätze ..	271
g) Steuerfolgen eines Debt Equity Swap	278
aa) Ertragsteuer	278
bb) Grunderwerbsteuer	284
2. Immobilientransaktionen	284
a) Einführung: Real Estate Private Equity	285
aa) Finanzinvestoren im Immobilienmarkt	285
bb) Segmente des Immobilienmarkts	286
cc) Investitionsstrategien	287
dd) Investitionsstruktur	288
ee) Transaktionsablauf	289
b) Angebotsphase	290
aa) Kurzdarstellung und Interessenbekundung	290
bb) Informationsmemorandum und unverbindliches Angebot	290
cc) Auswahlentscheidung	291
c) Due Diligence	292
aa) Sinn und Zweck	292
bb) Fachgebiete	293
cc) Umfang	293
dd) Veranlassung	295
ee) Bericht	297
d) Kaufvertrag	297
aa) Überblick	297
bb) Asset Deal	299
cc) Share Deal	311
dd) Portfoliotransaktionen	315
ee) Vollzugsphase und Closing	317
e) Finanzierung	318
aa) Term Sheet	318
bb) Kreditvertrag	320
cc) Kreditsicherheiten	322
f) Asset Management und Exit	323
aa) Wertschöpfung	323
bb) Vermietung	324
cc) Bau- und Investitionsmaßnahmen	324
dd) Projektentwicklung	324
ee) Exit	325
ff) Anreizsysteme	327
3. Co-Investments und Joint Ventures	327
a) Einleitung	328
b) Anbahnungsphase	330
c) Die Entstehung der Joint-Venture-Gesellschaft/„eingebauter“ Recap	331

Inhaltsverzeichnis

d) Die vertragliche Ausgestaltung des Joint Ventures	331
aa) Corporate Governance und Minderheitenschutz	332
bb) Laufzeit und Exit	337
cc) Finanzierung	340
dd) Konsolidierung	341
ee) Sonstige Vereinbarungen	341
IV. Steuerstrukturierung	343
1. Einführung und Grundlagen	344
a) Gestaltungsziele	344
b) Grundstrukturen	345
c) Die wesentlichen steuerlichen Grundlagen der Unternehmensfinan- zierung	347
aa) Einkommen- und Körperschaftsteuer	348
bb) Gewerbesteuer	357
cc) Abzugsbeschränkungen bei Beteiligungsaufwand	358
dd) Grenzüberschreitende Finanzierung	359
2. Typische Strukturen	360
a) Darstellung einer typischen Private-Equity-Struktur	360
b) Steuerliche Kommentierung der einzelnen Strukturebenen	361
aa) HoldCo (Ausland); Substanzerfordernisse	361
bb) Akquisitionsgesellschaft	364
cc) Portfoliounternehmen	365
dd) Private-Equity-Fonds und Investoren	366
3. Debt Push Down: Wesentliche Gestaltungen	367
a) Verschmelzung	367
b) Organschaft	368
c) Anwachsung	369
d) Fremdfinanzierte Ausschüttung	369
4. Steuerliche Risiken und Risikobewältigung auf der Ebene der Portfoliogesellschaft	370
a) Typische steuerliche Risiken	370
aa) Einkommen- und Körperschaftsteuer	370
bb) Umwandlungssteuerrecht	374
b) Verkehrssteuern	375
aa) Umsatzsteuer	375
bb) Grunderwerbsteuer	377
c) Risikobewältigung im Unternehmenskaufvertrag	378
d) Typische Betriebsprüfungsrisiken in PE-Strukturen	379
5. Steuerliche Strukturhinweise für die Investoren/Initiatoren von PE Investments	381
a) Steuerliche Gestaltungsziele	381
b) Steuerfreier Exit	382
c) Trennung von Beratung und Investmentsphären	382
d) Besteuerung des Carried Interest (§ 18 Abs. 1 Nr. 4 EStG)	383
V. Finanzierung	385
1. Überblick	385
a) Vertragsstandards	386
b) Verschuldungsgrad	387
c) Risiko-Controlling und Due Diligence	387
d) Transaktionsgröße	387

Inhaltsverzeichnis

e) Club Deal vs. Syndizierung	388
f) Zusätzliche Finanzierungsinstrumente	388
2. Die Finanzierungsstruktur	389
a) Senior-Kredit	391
aa) Fälligkeiten und Laufzeiten	392
bb) Verzinsung	394
cc) Sicherheiten	395
dd) Finanzkennzahlen	397
ee) Zusätzliche Tranchen für Betriebsmittel sowie Zukäufe und Anlageinvestitionen	399
ff) Ancillary Facilities	401
b) Unitranches	402
c) Second Lien	403
aa) Laufzeiten	404
bb) Verzinsung	404
cc) Sicherheiten	404
d) Mezzanine	405
aa) Laufzeiten	405
bb) Verzinsung und Warrants	406
cc) Finanzkennzahlen und sonstige Auflagen	406
dd) Nachrangige Garantien und Sachsicherheiten	407
e) Hochzinsanleihen / High Yield Bonds	407
aa) Laufzeiten und Verzinsung	407
bb) Covenants	407
cc) Sicherheiten und Garantien	408
dd) Rechtswahl	409
ee) Angebotsstruktur	409
ff) Angebotsunterlage	410
f) PIK-Finanzierungen	410
aa) Laufzeiten	411
bb) Verzinsung auf PIK-Basis	411
cc) Strukturelle Nachrangigkeit	412
dd) Sicherheiten und Garantien	412
g) Vendor Loans	412
h) Gesellschafterdarlehen	413
i) Debt Push Down	413
3. Prozessablauf	414
a) Commitment Papers	415
b) Interim Loan Agreement	417
c) Long Form Dokumentation	417
d) Erfüllung der Auszahlungsvoraussetzungen (CP Satisfaction) und Auszahlung (Closing)	418
e) Treuhandstrukturen	418
f) Brückenfinanzierungen	418
g) Post-Closing	419
h) Verbindung zum M&A-Prozess	419
4. Schwerpunktthemen in LBO-Strukturen und Kreditverträgen	420
a) Certain Funds	420
b) Zusätzliche Fazilitäten	421
c) Financial Covenants	422
d) Covenant-lite-Strukturen	423

Inhaltsverzeichnis

e) Vorzeitige Rückzahlungen	424
aa) Pflichtsondertilgungen	424
bb) Freiwillige Rückzahlungen	425
f) Kontrollwechsel	426
g) Covenants/Undertakings	427
h) Material Adverse Effect (MAE)	428
i) Clean-Up-Period	428
j) Regelmäßige Informationspflichten	429
k) Übertragbarkeit der Kreditgeberposition	429
l) Stimmrechte	430
m) Erwerb eigener Schulden	432
n) Defaulting Lenders und Impaired Agent	432
5. Besicherung	433
a) Arten der Besicherung	433
b) Strukturierung	433
c) Beschränkungen	434
aa) Bestellung von Kreditsicherheiten durch eine GmbH & Co. KG	434
bb) Vermögensschutz bei Kreditsicherheitenbestellung durch eine AG	435
cc) Liquiditätsschutz bei Kapitalgesellschaften	436
6. Preisgestaltung: Zinsen, Kosten und Gebühren	436
a) Zinssatz	437
b) Refinanzierungzinssatz	437
c) Marge	439
d) Fees (allgemein)	439
e) Arrangement Fee und Underwriting Fee	440
f) Participation Fee	441
g) Commitment Fee/Ticking Fee	441
h) Prepayment Fees/Early Redemption Fees	442
i) Agency Fees	443
j) Market Flex	443
7. Weitere wesentliche Faktoren in LBO-Transaktionen aus Sicht der Kreditgeber	444
a) Due-Diligence-Berichte	444
b) Akquisitionsdokumente	446
c) Legal Opinion	446
d) Verpflichtungserklärung der Sponsoren	447
e) Kapitalstruktur und Businessplan	447
VI. Beteiligung des Managements	449
1. Ziele und Grundlagen	449
a) Ziele aus Sicht des Investors	449
aa) Interessengleichlauf	449
bb) Bindung an das Unternehmen	451
cc) Unterstützung durch das Management	451
b) Ziele aus Sicht des Managements	452
aa) Wirtschaftliche Effekte	452
bb) Steuerliche Effekte	452
c) Verhandlungssituation	454
2. Investitionsbeitrag des Managements	454
a) Beteiligungshöhe	454
aa) Beteiligungshöhe insgesamt	454
bb) Beteiligungshöhe pro Person	455

Inhaltsverzeichnis

b) Finanzierung der Beteiligung	455
aa) Eigenmittel	455
bb) Bankfinanzierung	456
cc) Mittel der Zielgesellschaft	457
dd) Mittel des Investors	457
3. Investitionsobjekt	458
a) Einstieg zum Marktwert	458
aa) Keine Einstiegsbesteuerung	458
bb) Einstiegskosten des Investors	458
b) Sweet Equity	460
aa) Tranchen der Eigenmittel	460
bb) Ausgestaltung der Tranchen	461
c) Abweichende Erlösverteilung	461
d) Gemeinsames Investitionsvehikel des Managements	461
aa) Verwaltungsvereinfachung	461
bb) Vermögensverwaltende Personengesellschaft	462
cc) Vermeidung der Beurkundungspflicht	462
dd) Mehrere Beteiligungsvehikel	462
ee) Treuhänder	463
ff) Einstufung als Kapitalanlagegesellschaft	463
e) Stille Beteiligung	463
f) Aktienoptionsprogramme	464
4. Teilnehmer des Beteiligungsprogramms	464
a) Vorstand/Geschäftsführung	464
b) Zweite und dritte Führungsebene	465
c) Reserve für künftige Beteiligte	465
aa) Zurückhalten einer Reserve	465
bb) Warehouse-Gesellschaft	465
cc) Verwendung der Reserve	466
5. Bindung an das Anstellungsverhältnis	466
a) Kaufoption bei Beendigung des Anstellungsverhältnisses	466
aa) Grundsatz	466
bb) Zulässigkeit	467
b) Good Leaver, Bad Leaver	468
aa) Hierarchie der Ausscheidensgründe	468
bb) Einstufung	468
c) Kaufpreis	469
aa) Ausgangspunkte	469
bb) Bewertungsmaßstab	469
cc) Wirksamkeit	470
d) Vesting	471
aa) Time Vesting	471
bb) Performance Vesting	471
e) Kaufoption für andere Manager, Verkaufsoption	471
aa) Begünstigter der Kaufoption	471
bb) Verkaufsoption	472
6. Teilhabe am Erlös	472
a) Übliches Exit-Szenario	472
b) Mitverkaufsrechte, Mitverkaufspflichten	473
aa) Drag-along-Regeln	473
bb) Tag-along-Regeln	474
cc) Continuation funds	474

Inhaltsverzeichnis

c) Ratchet	475
aa) Ratchet bei Exit	475
bb) Tatsächliche oder rechnerische Beteiligungsveränderung	476
cc) Positiver oder negativer Ratchet	476
dd) Ratchet bei laufender Zielerreichung	477
d) Steuerpflicht	477
aa) Anfängliche Beteiligungsquote	477
bb) Positiver Ratchet	477
cc) Negativer Ratchet	478
e) Sonstige Auszahlungen	478
7. Gewährleistungen, sonstige Verpflichtungen	479
a) Gewährleistungen bei Investition	479
aa) Grund	479
bb) Angemessenheit	480
cc) Rechtsfolgen	480
dd) Durchsetzung von Garantien	481
b) Gewährleistungen beim Exit	481
aa) Grund	481
bb) Bestimmtheit	481
cc) Rechtsfolgen	482
c) Lock-up-Verpflichtung	482
aa) Allgemeine Veräußerungsbeschränkung	482
bb) Spezielle Veräußerungsbeschränkung der Manager	482
d) Wettbewerbsverbot	483
8. Sonstige Regelungen bei Beteiligungsprogrammen	483
a) Verwässerungsschutz	483
b) Vertraulichkeit	484
aa) Notarielle Urkunde	484
bb) Management KG	484
c) Haftung des Investors, Prospektpflicht	485
aa) Haftungsgrundsätze	485
bb) Prospektpflicht in Deutschland	485
cc) Prospektpflicht nach sonstigen Rechtsordnungen	485
d) Beteiligung von Familienmitgliedern	486
e) Kostentragung	486
aa) Kosten des Investors	486
bb) Kosten des Managements	487
VII. Halten des Investments durch den Private-Equity-Investor	489
1. Eigenkapitalsyndizierung	489
a) Beschreibung	489
b) Beweggründe	490
c) Erscheinungsformen	490
aa) Umfang der Syndizierung	490
bb) Zeitpunkt der Syndizierung	491
cc) Club Deals als besondere Form der Upfront- oder laufenden Syndizierung	492
dd) Friends and Family	493
ee) Syndizierung an Management	494
d) Erfordernisse	494
aa) Strukturierung	494
bb) Implementierung	494

cc) Insbesondere: Syndizierung bei bestehender Gesellschaftervereinbarung	497
dd) Due Diligence, Gewährleistungen	497
ee) Kartellrechtliche und außenwirtschaftsrechtliche Implikationen ..	498
2. Ansprüche unter dem Erwerbs-SPA	499
a) Einführung	499
b) Kaufpreisanpassung	499
aa) Verträge mit Kaufpreisanpassungsmechanismus	499
bb) Verträge mit Festkaufpreis	500
c) Garantien des Verkäufers	501
aa) Prüfung von Garantieverletzungen	501
bb) Gewährleistungsversicherung	505
cc) Umgang mit Management-Garantien	508
dd) Weitergabe von Garantieansprüchen	508
d) Freistellungsansprüche	509
aa) Geltendmachung von Freistellungsansprüchen	509
bb) Weitergabe von Freistellungsansprüchen	510
3. Gesellschaftsrechtliche Restrukturierung des Portfoliounternehmens ...	510
a) Strukturvereinfachung	510
b) Heben von Trapped Cash	511
c) Steuerliche Optimierung	511
d) Maßnahme des Debt Push Downs	511
e) Verbot des Asset-Stripping	512
4. Akquisitionen und Abverkäufe durch Portfoliounternehmen	513
a) Motivation	513
b) Restriktionen	513
c) Akquisitionen durch Portfoliounternehmen	513
d) Abverkäufe durch Portfoliounternehmen	515
aa) Abverkauf als Telexit	515
bb) Voraussetzungen im Erwerbs-SPA	515
cc) Vertragsgestaltung, insbesondere Gewährleistungen und Freistellungen	516
5. Informations- und Transparenzpflichten	517
a) Information und Transparenz des Investors gegenüber dem Portfoliounternehmen	517
b) Information und Transparenz des Portfoliounternehmens gegenüber dem Investor	518
c) Weitergehende Offenlegungstatbestände	519
6. Rekapitalisierung	520
a) Einführung und Grundlagen	522
aa) Hintergrund	522
bb) Anlässe für fremdfinanzierte Ausschüttungen	524
b) Typische Strukturen fremdfinanzierter Ausschüttungen	525
aa) Wesentliche strukturelle Fragen	526
bb) Typische Step-up-Transaktionen	528
cc) Exkurs: Pre-Closing Recaps	536
c) Gesellschaftsrechtliche Vorgaben und Einschränkungen	537
aa) Einleitung und Übersicht	538
bb) Kapitalerhaltungsregeln	538
cc) Grundsätze des existenzvernichtenden Eingriffs	543
dd) Tatbestände, die durch die Leitungsorgane der ausschüttenden Gesellschaften zu beachten sind	547

Inhaltsverzeichnis

d) Die steuerrechtliche Strukturierung von Rekapitalisierungen	549
aa) Überblick	549
bb) Rekapitalisierung durch Rückzahlung von Gesellschafterdarle-	
hen	550
cc) Ausschüttung von Rücklagen	550
dd) Rekapitalisierung nach Umstrukturierung	552
ee) Typische Umstrukturierungsmaßnahmen	553
ff) Steuerliche Abzugsfähigkeit von Zinsaufwand	561
gg) Organschaft	562
7. PE-Investments in der Krise	563
a) Die Krisenursachen und Restrukturierungsmöglichkeiten beim PE-	
Investment	565
b) Der Eintritt und das Fortschreiten der Krise	570
aa) Krisenerkennung	571
bb) Krisenursachen	572
cc) Krisenbewältigung	573
c) Die Entscheidung zwischen Exit, Turnaround und Insolvenz	577
aa) Exit	578
bb) Turnaround	578
cc) Insolvenz	580
d) Die (außergerichtliche) Restrukturierung	583
aa) Restrukturierung des Fremdkapitals	583
bb) Erhöhung des Eigenkapitals durch den Private-Equity-Investor ..	598
cc) Gewährung zusätzlicher Gesellschafterdarlehen	599
dd) Debt Buy Back	606
e) Insolvenz	607
aa) Die eingeschränkte Kontrolle bei Eintritt der Insolvenz	607
bb) Unternehmenssanierung im Insolvenzverfahren	617
cc) Haftungsrisiken für die Geschäftsleiter, Gesellschafter und Fonds-	
manager	629
VIII. Desinvestition (Exit)	643
1. Verkauf	643
a) Einführung	644
b) Beweggründe	645
aa) Interessen der Beteiligten	645
bb) Marktumfeld	646
cc) Finanzierungsspezifische Überlegungen	646
dd) Fondsspezifische Überlegungen	646
ee) Exit-Vereinbarungen	647
c) Vorbereitung des Verkaufs	647
aa) Einführung: Clean Exit	647
bb) „Dress up the bride“	649
cc) Transaktions- und Steuerplanung	649
dd) Abstimmung mit dem Management	649
ee) Umgang mit Minderheitsgesellschaftern	651
ff) Deal-Fee-Vereinbarungen	652
gg) Vendor Due Diligence	652
hh) Stapled Finance	652
d) Besonderheiten im Kaufvertrag	653
aa) Einführung	653
bb) Locked Box	653
cc) Garantien und Freistellungen	654

Inhaltsverzeichnis

dd) Haftungsbegrenzungen/Verjährung	656
ee) Clean Exit durch Versicherungslösungen	657
ff) Besonderheiten bei Secondaries	658
e) Roll-over und Reinvestment	659
aa) Einführung	659
bb) Strukturierungsmöglichkeiten im Überblick	660
cc) Strukturierungstreiber	663
dd) Der „klassische“ Roll-over	664
ee) Reinvestment	666
ff) Paper Deal	667
f) De-SPAC-Transaktionen	669
aa) Einführung	669
bb) Die de-SPAC-Transaktion	671
cc) Auswahlkriterien beim Vergleich von IPO und de-SPAC	676
2. IPO	678
a) Vorbereitung des Börsengangs	679
aa) Beginn des Platzierungsprozesses	679
bb) Kapitalausstattung	680
cc) Corporate Governance	681
dd) Akquisitionsfinanzierung	682
ee) Mandatsvereinbarung	683
ff) Barkapitalerhöhung	686
gg) Due Diligence	686
b) Die Rolle der Konsortialbanken	686
aa) Erstellung des Emissionskonzepts	687
bb) Due Diligence	687
cc) Prospekterstellung	687
dd) Vertrieb, Übernahme und Zuteilung der Aktien	687
ee) Börsenzulassungsverfahren	688
ff) Kursstabilisierung	689
c) Preisbildung	689
aa) Ausgangslage	689
bb) Festpreisverfahren	689
cc) Auktionsverfahren	690
dd) Bookbuilding	690
d) Dokumentation	693
aa) Öffentliches Angebot	693
bb) Wertpapierprospekt	693
cc) Prospekthaftung	695
dd) Freistellung durch den Private-Equity-Fonds	696
ee) Begleitendes Marketing	699
ff) Börsenzulassung	699
gg) Emissionsbegleitende vertragliche Vereinbarungen	699
e) Steuerliche Fragestellungen	700
aa) Auswahl der IPO-Gesellschaft	700
bb) Due Diligence und Beschreibung steuerlicher Risikofaktoren im Prospekt	700
cc) Auswirkungen auf die Abzugsfähigkeit von Zinsaufwendungen ..	700
dd) Schicksal von Verlust- und Zinsvorträgen	701
ee) Grunderwerbsteuer	701
ff) Ertragsteuerliche Behandlung von IPO-Kosten	702
gg) Umsatzsteuerliche Behandlung von IPO-Kosten	703

Inhaltsverzeichnis

hh) Mitarbeiterbeteiligungsprogramme	704
ii) Dividendenbesteuerung	704
3. Dual Track	705
a) Optimierung des Exits durch Dual-Track-Verfahren	705
b) Parallele Verfahrensprozesse	707
aa) Parallele Verfahrensprozesse ab Beginn der Exit-Vorbereitungen	707
bb) Synergiemöglichkeiten	707
cc) Beteiligte	708
c) Zeitpunkt der Entscheidung	709
d) Besonderheiten in den vertraglichen Dokumenten	710
aa) Hinweis auf den jeweils anderen Exit-Kanal	710
bb) Handelsverbot, Standstill	711
cc) SPA-Klauseln	711
4. Exit-Strukturen unter steuerlichen Gesichtspunkten	712
a) Einführung	712
b) Regelmäßig Exit durch Corporate Share Deal	712
c) Steueroptimierter Exit-Level	713
aa) Inländischer Private-Equity-Fonds	713
bb) Ausländischer Private-Equity-Fonds	714
d) Verlustuntergang	717
e) Verkehrsteuern	717
aa) Umsatzsteuer	717
bb) Grunderwerbsteuer	718
f) Recap/Refinanzierung	719
Glossar	721
Sachverzeichnis	731