Inhaltsübersicht

Seite

Teil A. Allgemeiner Teil 1

I. Grundlagen *(Weitnauer)* 2

1. Begriffsdefinitionen 2
2. Gründe für einen Buy-Out 3
3. Transaktionsstruktur 17
4. Private Equity und Mittelstandsfinanzierung 22

II. Die Entwicklung des Buy-Out-Geschäfts *(Weitnauer)* 24

1. Die Entwicklung in den USA 24
2. Die Situation in Deutschland und Europa 28

III. Regulierung von Private Equity Fonds *(Weitnauer)* 31

1. Derzeitige rechtliche Rahmenbedingungen 31
2. Die AIFM-Richtlinie 32
3. Das Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) 36

Teil B. Die Finanzierung des Buy-Out 49

I. Strukturierung einer Buy-Out Finanzierung *(Hähnel)* 50

1. Allgemeine Rahmenbedingungen und Einflussfaktoren für die Strukturierung 50
2. Strukturierungselemente 54

II. Finanzierung und Management in der Praxis: Nachfolge und andere Konstellationen *(Schroeder)* 68

1. Besonderheiten bei der Finanzierung eines Management gesteuerten Buy-Out 68
2. Entwicklung des Finanzierungskonzepts in der Praxis 78
3. Fazit für das Vorhaben eines MBO/MBI-Managers und die Finanzierung 94

III. Bewertung *(Nestler)* 97

1. Wert und Preis 97
2. Methoden der Unternehmensbewertung 98
3. Preisfindung 109

Seite

Teil C. Steuerliche Gestaltung eines Buy-Out 113

I. Steuerliche Zielsetzung bei Buy-Outs *(Eisen)* 114

II. Konkrete Besteuerung von Buy-Out-Transaktionen *(Eisen)* 115

1. Asset Deal 115
2. Share Deal mit Personengesellschaften als Zielgesellschaft 118
3. Share Deal mit Kapitalgesellschaften als Zielgesellschaft 123

Teil D. Rechtliche Gestaltung eines Buy-Out 141

I. Gründung und Ausgestaltung eines gemeinsamen Akquisitionsvehikels *(Weitnauer)* 143

1. Wahl der Gesellschaftsform 143
2. Gesellschaftervereinbarung 145

II. Rechtliche Gestaltung von Managementbeteiligungen *(Weitnauer)* 152

1. Interessenlage 152
2. Beteiligung als Gesellschafter 153
3. Tantiemen und Phantom Stock 160

III. Die Finanzierung *(Weitnauer)* 162

1. Eigenkapital 162
2. Mezzanine Finanzierung 164
3. Fremdkapital 169

IV. Rechtliche Grenzen von Umstrukturierungsmaßnahmen *(Weitnauer)* 175

1. Problemstellung 175
2. Dividendenausschüttung 176
3. Verschmelzung 180
4. Abschluss eines Beherrschungs- oder Gewinnabführungsvertrags 182

V. Rechtliche Grenzen von Eingriffen in das Vermögen der Zielgesellschaft *(Weitnauer)* 186

1. Haftung der Gesellschafter nach Kapitalerhaltungsregeln 186
2. Deliktische Gesellschafterhaftung aus existenzvernichtendem Eingriff 196
3. Haftung der geschäftsführenden Organe 198

VI. Der Erwerb der Zielgesellschaft *(Weitnauer)* 202

1. Publizitätspflichten und Fusionskontrolle 202

Seite

2. Pflichten des Managements bei den Buy-Out-Verhandlungen 204
3. Verhandlungs- und Prüfungsphase 207
4. Der Unternehmenskaufvertrag 212

Teil E. Managementbeteiligung beim Institutionellen Buy-Out 227

I. Ausgangssituation *(Himmelreich/Rose)* 228

1. Situation des Managements beim IBO 228
2. Situation des Finanzinvestors beim IBO 229
3. Managementbeteiligung als Anreizsystem 229

II. Wirtschaftliche Eckpunkte einer Managementbeteiligung *(Himmelreich/Rose)* 231

1. Teilnehmerkreis 231
2. Finanzielle Attraktivität der Managementbeteiligung 232
3. Wesentliche Spielregeln der Managementbeteiligung 238
4. Secondary IBO 241
5. Steuern 243

III. Einbindung der Managementbeteiligung in den Verkaufsprozess *(Himmelreich/Rose)* 243

1. Zeitrahmen 243
2. Aspekte der Verhandlung 244
3. Verhandlungsspielraum 245

Teil F. Die Umsetzung eines Buy-Out nach dem Closing 247

I. Wesentliche Einflussfaktoren auf die Post Closing Phase *(Giessler)* 248

1. Zustand des Unternehmens 248
2. Transaktionskontext/-anlass 251
3. Zielsetzungen des Erwerbers 252
4. Interessenkonstellationen/Principal Agent Problem/ Informationsasymetrie 253
5. Vorgehensweise 253
6. Besondere Faktoren 255

II. Die vier Entwicklungshorizonte nach einem Closing *(Giessler)* 256

1. Kontrolle, Risikomanagement und Momentum (Horizont 1) 256
2. Wertsteigerung und Steigerung der Innenfinanzierung (Horizont 2) 258
3. Strategische Neuausrichtung (Horizont 3) 259
4. Nachhaltigkeit der Verbesserungen (Horizont 4) 261

Seite

III. Beispiele *(Giessler)* 262

1. Management Buy-In zur Umsetzung einer Buy and Build-Strategie 262
2. Management Buy-Out eines Automobilzulieferers zur Sanierung 265
3. Leveraged Buy-Out in der Immobilienwirtschaft 268

Anhang *(Weitnauer)* 275

Anhang 1. Praxisfälle 275
Anhang 2. Vermittlungsvereinbarung 282
Anhang 3. Unternehmenskaufvertrag (Asset Deal) 286
Anhang 4. Unternehmenskaufvertrag (Share Deal) 297
Anhang 5. Gesellschaftervereinbarung 306

Glossar 321

Stichwortverzeichnis 327

Inhaltsverzeichnis

Seite

Vorwort V
Vorwort zur Vorauflage VII
Inhaltsübersicht IX
Inhaltsverzeichnis XIII
Literaturverzeichnis XXIII

Teil A. Allgemeiner Teil 1

I. Grundlagen 2
1. Begriffsdefinitionen 2
2. Gründe für einen Buy-Out 3
a) Der Institutionelle Buy-Out (IBO) 3
aa) Die Kombination von Buy-Out-Fonds und Management 3
bb) Charakteristika des IBO 5
cc) Geeignetheit von Zielgesellschaften 6
dd) Besondere Anlässe eines Institutionellen Buy Outs 7
b) Der Management Buy Out/Buy In (MBO/MBI) 11
aa) Interessen und Motive der Beteiligten 11
bb) Buy-Outs und Unternehmensnachfolge 12
cc) Der „Faktor Mensch“ 15
dd) Suche nach einem geeigneten Zielunternehmen beim MBI 16
3. Transaktionsstruktur 17
a) Finanzierungsbausteine 17
aa) Einsatz von Private Equity 17
bb) Mezzanine-Finanzierung 18
cc) Einsatz von Fremdkapital beim Leveraged Buy-Out 19
b) Unmittelbare/mittelbare Übernahme 20
c) Bedeutung der Post-Buy-Out-Phase 21
4. Private Equity und Mittelstandsfinanzierung 22

II. Die Entwicklung des Buy-Out-Geschäfts 24
1. Die Entwicklung in den USA 24
a) Die Vorgeschichte 24
b) Das LBO-Zeitalter ab den 80er Jahren 26
c) Entwicklung ab 2001 27
2. Die Situation in Deutschland und Europa 28

III. Regulierung von Private Equity Fonds 31
1. Derzeitige rechtliche Rahmenbedingungen 31

Seite

2. Die AIFM-Richtlinie ... 32
a) Geltungsbereich der AIFM-Richtlinie ... 33
b) Regelungsinhalt der AIFM-RL ... 34
c) Verfahren zur Umsetzung der AIFM-RL ... 35
3. Das Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) ... 36
a) Anwendungsbereich ... 36
b) Fondskategorien ... 37
aa) AIF und OGAW ... 37
bb) Offene und geschlossene Investmentvermögen ... 37
cc) Publikums-AIF und Spezial-AIF ... 37
c) Fondsgestaltung und Typenzwang ... 38
d) Erlaubnispflicht und „kleine" AIFM ... 39
aa) Kleine AIFM, die nur Spezial-AIF verwalten ... 39
bb) Kleine AIFM, die auch Publikums-AIF verwalten ... 40
e) Produktregulierung ... 40
aa) Spezial-AIF ... 40
bb) Geschlossene Publikums-AIF ... 42
f) Sonstige Regelungen ... 43
aa) Allgemeine Pflichten des AIFM ... 43
bb) Verwahrstelle ... 44
cc) Vergütungsregelungen ... 44
dd) Vertrieb ... 44
ee) Sanktionen ... 45
ff) Bestandsschutz und Übergangsregelungen ... 46
g) Anwendungsbereich der VC-VO ... 46

Teil B. Die Finanzierung des Buy-Out ... 49

I. Strukturierung einer Buy-Out Finanzierung ... 50
1. Allgemeine Rahmenbedingungen und Einflussfaktoren für die Strukturierung ... 50
a) Höhe des Kaufpreises ... 51
b) Renditeerwartung und Sicherheitsbedürfnis des Investors ... 51
c) Nachhaltigkeit des vom Unternehmen erwirtschafteten Cash Flows ... 53
d) Verfügbarkeit von Fremdkapitalmitteln von Banken, Mezzaninegebern oder Verkäufern ... 54
2. Strukturierungselemente ... 54
a) Management- und Investorenmittel ... 55
b) Verkäufermittel ... 56
aa) Verkäuferdarlehen ... 57
bb) Earn out ... 57
cc) Rückbeteiligung ... 59
c) Mezzaninekapital ... 59
aa) Begriff und Struktur ... 59
bb) Ausgestaltung ... 60
cc) Rechtliche und vertragliche Aspekte ... 61

Seite

d) Fremdfinanzierung durch Bankmittel 61
aa) Begriff und Struktur 61
bb) Ausgestaltung 62
cc) Vertragliche und rechtliche Aspekte 63
dd) Folgen einer Verletzung der Covenants 65
ee) Besondere Auswirkungen der Wirtschaftskrise: 66

II. Finanzierung und Management in der Praxis: Nachfolge und andere Konstellationen 68

1. Besonderheiten bei der Finanzierung eines Management gesteuerten Buy-Out 68
a) Abgrenzung zu häufig vorkommenden anderen Arten der Unternehmensnachfolge 68
aa) Strategischer Verkauf 68
bb) Etablierung einer Fremd-Geschäftsführung 69
cc) Nachfolgeregelung durch Management gesteuerten MBO 69
b) Idealprofil eines Zielunternehmens 72
c) Spezifische Risikofaktoren 75
aa) Transaktionsbedingte Risikoelemente 75
bb) Risiken infolge der mittelständischen Struktur des Zielunternehmens 77
2. Entwicklung des Finanzierungskonzepts in der Praxis 78
a) Vorüberlegungen und Struktur 78
b) Fallgestaltungen der Praxis 81
aa) Praxisbeispiel 1: MBO und Akquisitionsdarlehen 81
bb) Praxisbeispiel 2: MBI und Verkäuferdarlehen 86
3. Fazit für das Vorhaben eines MBO/MBI-Managers und die Finanzierung 94
a) Persönliche Situation der MBO/MBI-Manager 94
b) Auswahl der Finanzierungspartner im Finanzierungsmix 95
c) Fazit 97

III. Bewertung 97

1. Wert und Preis 97
2. Methoden der Unternehmensbewertung 98
a) Überblick über die Verfahren und Bewertungsprinzipien 98
b) Discounted Cash Flow-Verfahren 101
aa) Equity-Methode 101
bb) Entity-Methode 102
cc) Anwendung des WACC-Ansatzes 102
c) Multiplikatorverfahren 106
d) Sonstige Bewertungsmethoden 108
3. Preisfindung 109

Seite

Teil C. Steuerliche Gestaltung eines Buy-Out 113

I. Steuerliche Zielsetzung bei Buy-Outs 114

II. Konkrete Besteuerung von Buy-Out-Transaktionen 115

1. Asset Deal 115
   a) Buy-Out-Veräußerer 115
      aa) Einzelunternehmen/Personengesellschaft 115
      bb) Kapitalgesellschaft 117
   b) Buy-Out-Erwerber 117
   c) Verkehrssteuern 118
2. Share Deal mit Personengesellschaften als Zielgesellschaft 118
   a) Buy-Out-Veräußerer 119
      aa) Natürliche Person 119
      bb) Personengesellschaft 120
      cc) Kapitalgesellschaft 121
   b) Buy-Out-Erwerber 121
      aa) Rechtsformneutralität 121
      bb) Umstrukturierung der Zielgesellschaft 122
   c) Verkehrssteuern 123
3. Share Deal mit Kapitalgesellschaften als Zielgesellschaft 123
   a) Buy-Out-Veräußerer 123
      aa) Natürliche Person/Personengesellschaft 123
      bb) Kapitalgesellschaft 124
   b) Buy-Out-Erwerber 125
      aa) Grds. keine Erhaltung von Verlustvorträgen 126
      bb) Abzugsfähigkeit von Fremdfinanzierungsaufwand 126
      cc) Gewinnausschüttungen nach Erwerb der Kapitalgesellschaft 128
      dd) Gestaltungsmodelle zur Herstellung der Abschreibungsmöglichkeit 128
      ee) Fazit 134
   c) Verkehrssteuern 137

Teil D. Rechtliche Gestaltung eines Buy-Out 141

I. Gründung und Ausgestaltung eines gemeinsamen Akquisitionsvehikels 143

1. Wahl der Gesellschaftsform 143
2. Gesellschaftervereinbarung 145
   a) Informations- und Zustimmungsrechte 146
   b) Wettbewerbsverbot 147
   c) Garantien 147
   d) Ausstiegsregeln 148
      aa) Beim IBO 148
      bb) Beim MBO/MBI 150

Seite

II. Rechtliche Gestaltung von Managementbeteiligungen 152

1. Interessenlage 152
2. Beteiligung als Gesellschafter 153
   a) Bündelung der Managerbeteiligungen 154
   b) Sweet und Sweat Equity 154
      aa) Sweet Equity 154
      bb) Sweat Equity 159
3. Tantiemen und Phantom Stock 160

III. Die Finanzierung 162

1. Eigenkapital 162
   a) Bedeutung 162
   b) Bestimmender Faktor für die Finanzierungsstruktur 163
2. Mezzanine-Finanzierung 164
   a) Allgemeines 164
   b) Equity Kicker 165
   c) Nachrang 165
3. Fremdkapital 169
   a) Allgemeines 169
   b) Covenants in Kreditverträgen 169
   c) Die Besicherung der Fremdfinanzierung 172
   d) Aufsichtsrechtliche Grenzen der Hebelfinanzierung 173

IV. Rechtliche Grenzen von Umstrukturierungsmaßnahmen 175

1. Problemstellung 175
2. Dividendenausschüttung 176
   a) Beschlusskompetenz 176
   b) Gesellschaftsrechtliche Grenzen 177
   c) Aufsichtsrechtliche Grenzen 178
3. Verschmelzung 180
   a) Gesellschaftsrechtliche Grenzen 180
      aa) Downstream Merger 180
      bb) Upstream Merger 180
      cc) Verschmelzungsrechtliche Folgen 181
      dd) Anwachsung statt Verschmelzung 181
   b) Aufsichtsrechtliche Grenzen 182
4. Abschluss eines Beherrschungs- oder Gewinnabführungsvertrags 182
   a) Konzernierung durch Unternehmensverträge 182
      aa) Zustandekommen und Inhalte 182
      bb) Schutzregeln 183
      cc) Besonderheiten bei der GmbH 184
   b) Steuerliche Organschaft 184
   c) Aufsichtsrechtliche Grenzen 185

Seite

V. Rechtliche Grenzen von Eingriffen in das Vermögen der Zielgesellschaft ... 186

1. Haftung der Gesellschafter nach Kapitalerhaltungsregeln ... 186
   a) Kapitalerhaltung bei der GmbH ... 186
      aa) Auszahlung ... 186
      bb) Kein Drittgeschäft ... 186
      cc) Eingriff in das Stammkapital durch Besicherung ... 187
   b) Kapitalerhaltung bei der GmbH & Co. KG ... 193
   c) Kapitalerhaltung bei der AG ... 193
      aa) Rückgewährpflicht gem. §§ 57, 62 AktG ... 193
      bb) Vorrangigkeit des § 311 AktG ... 194
      cc) Verbot der Finanzierungshilfe für den Aktienerwerb ... 195
2. Deliktische Gesellschafterhaftung aus existenzvernichtendem Eingriff ... 196
3. Haftung der geschäftsführenden Organe ... 198
   a) Keine „financial assistance" für Geschäftsführer ... 198
   b) Schadensersatzpflicht bei Verstoß gegen die Kapitalerhaltungsregeln ... 199
   c) Allgemeine Sorgfaltspflicht ... 199
   d) Insolvenzverursachungshaftung ... 200

VI. Der Erwerb der Zielgesellschaft ... 202

1. Publizitätspflichten und Fusionskontrolle ... 202
   a) Transparenz ... 202
      aa) Meldepflichten aufgrund des Risikobegrenzungsgesetzes ... 202
      bb) Meldepflichten nach dem KAGB-E ... 202
   b) Kartellrechtliche Anmeldepflicht ... 203
2. Pflichten des Managements bei den Buy-Out-Verhandlungen ... 204
   a) Konflikt mit Verschwiegenheitspflicht ... 204
   b) Besondere Pflichten des Managements ... 206
3. Verhandlungs- und Prüfungsphase ... 207
   a) Letter of Intent ... 207
   b) Due Diligence ... 208
      aa) Bedeutung der Due Diligence ... 208
      bb) Ablauf des Due Diligence Prozesses ... 210
4. Der Unternehmenskaufvertrag ... 212
   a) Grundstrukturen ... 212
   b) Abschluss des Unternehmenskaufs ... 212
      aa) Bestimmung des Vertragsgegenstands ... 212
      bb) Form- und Wirksamkeitserfordernisse ... 213
      cc) Finanzierungsvorbehalt und Material Adverse Change (MAC)-Klauseln ... 215
      dd) Kaufpreisregeln ... 216
   c) Vollzug des Unternehmenskaufvertrags ... 217
      aa) Closing ... 217
      bb) Schutz gegen Veränderungen nach dem Signing ... 217

Seite

d) Haftung ... 218
aa) Risikoverteilung ... 218
bb) Besondere Haftungsrisiken beim Asset Deal ... 218
cc) Gesetzliche Gewährleistungsregelungen ... 221
dd) Vertragspraxis ... 223

Teil E. Managementbeteiligung beim Institutionellen Buy-Out ... 227

I. Ausgangssituation ... 228

1. Situation des Managements beim IBO ... 228
2. Situation des Finanzinvestors beim IBO ... 229
3. Managementbeteiligung als Anreizsystem ... 229

II. Wirtschaftliche Eckpunkte einer Managementbeteiligung ... 231

1. Teilnehmerkreis ... 231
2. Finanzielle Attraktivität der Managementbeteiligung ... 232
   a) Investitionsbetrag ... 232
   b) Disproportionales Eigenkapitalinvestment ... 232
   c) Erlösverteilung im Base Case ... 233
   d) Erlösverteilung bei erfolglosem IBO ... 235
   e) Mögliche Interessenkonflikte bzw. Fehlanreize der Managementbeteiligung in der Portfoliophase ... 236
3. Wesentliche Spielregeln der Managementbeteiligung ... 238
   a) Verknüpfung der Managementbeteiligung mit dem Anstellungsverhältnis ... 238
   b) Managementgarantien ... 239
   c) Einschränkung der Stimmrechte ... 240
   d) Wettbewerbsverbot ... 240
   e) Unterstützung im Exit ... 241
4. Secondary IBO ... 241
5. Steuern ... 243

III. Einbindung der Managementbeteiligung in den Verkaufsprozess ... 243

1. Zeitrahmen ... 243
   a) Erste Gespräche zwischen Finanzinvestor und Management ... 243
   b) Term Sheet ... 244
   c) Vertragsdokumentation und Implementierung ... 244
2. Aspekte der Verhandlung ... 244
   a) Sichtweise ... 244
   b) Verhandlung auch für die Kollegen ... 244
3. Verhandlungsspielraum ... 245

Teil F. Die Umsetzung eines Buy-Out nach dem Closing ... 247

I. Wesentliche Einflussfaktoren auf die Post Closing Phase ... 248

1. Zustand des Unternehmens ... 248
   a) Der Idealzustand ... 249

Seite

b) Der Mobilisierungsfall ... 249
c) Der Restrukturierungsfall ... 250
d) Der Sanierungsfall ... 250
2. Transaktionskontext/-anlass ... 251
a) Unternehmensnachfolge in mittelständischen Unternehmen ... 251
b) Veräußerung von Tochtergesellschaften bzw. Geschäftsfeldern ... 251
3. Zielsetzungen des Erwerbers ... 252
4. Interessenkonstellationen/Principal Agent Problem/Informationsasymetrie 253
5. Vorgehensweise ... 253
6. Besondere Faktoren ... 255
a) Das Management ... 255
b) Besonderheiten, Größe des Unternehmens ... 255
c) Arbeitnehmer, Lieferanten und Banken ... 255
d) Finanzierung des Buy-Out ... 255

II. Die vier Entwicklungshorizonte nach einem Closing ... 256

1. Kontrolle, Risikomanagement und Momentum (Horizont 1) ... 256
a) Überprüfung der Zahlungsströme ... 256
b) Analyse der einzelnen Geschäftsvorgänge ... 257
c) Verifizierung der Due Diligence-Daten ... 257
d) Kommunikation mit Mitarbeitern, Kunden und Banken ... 257
2. Wertsteigerung und Steigerung der Innenfinanzierung (Horizont 2) ... 258
a) Maßnahmen zur Verbesserung des Vertriebs ... 258
b) Produktoptimierung ... 258
c) Kostenreduktionen ... 258
d) Finanzierung ... 259
3. Strategische Neuausrichtung (Horizont 3) ... 259
4. Nachhaltigkeit der Verbesserungen (Horizont 4) ... 261
a) „Können“ ... 261
b) „Verstehen“ ... 261
c) „Wollen“ ... 261

III. Beispiele ... 262

1. Management Buy-In zur Umsetzung einer Buy and Build-Strategie ... 262
a) Wirtschaftliche Ausgangslage ... 263
b) Effizienz, Integration und Wachstum ... 263
aa) Änderung der Vertriebsstruktur ... 263
bb) Hebung von Kostensynergien ... 264
cc) Produktoptimierung bzw. Erweiterung des Geschäftsfeldes ... 264
c) Lessons Learnt ... 265
2. Management Buy-Out eines Automobilzulieferers zur Sanierung ... 265
a) Überblick ... 265
b) Wirtschaftliche Ausgangslage ... 266
c) Sanierung ... 266
d) Lessons Learnt ... 268

Seite

3. Leveraged Buy-Out in der Immobilienwirtschaft 268
a) Wirtschaftliche Ausgangslage 268
b) Restrukturierung des Geschäftsmodells und Neupositionierung 269
aa) Intensivierung der internen Kontrolle 269
bb) Umgestaltung des Geschäftsportfolios 270
cc) Reorganisation der Verwaltung 272
c) Lessons Learnt 273

Anhang 275

Anhang 1. Praxisfälle 275
Anhang 2. Vermittlungsvereinbarung 282
Anhang 3. Unternehmenskaufvertrag (Asset Deal) 286
Anhang 4. Unternehmenskaufvertrag (Share Deal) 297
Anhang 5. Gesellschaftervereinbarung 306

Glossar 321

Stichwortverzeichnis 327