

Inhaltsverzeichnis

Bearbeiterverzeichnis	XXIII
Allgemeines Literaturverzeichnis	XXV
Einführung	1
1. Was ist Private Equity?	1
2. Entstehung der heutigen Private-Equity-Branche	2
3. Regulatorische Rahmenbedingungen	4
4. Besonderheiten von Private-Equity-Transaktionen	6
5. Teilnehmer von Private-Equity-Transaktionen	8
6. 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	22
aa) Abgrenzung zum herkömmlichen Verkaufsprozess und Vorteile des Bieterverfahrens	22
bb) Kurzübersicht: Ablaufplan des Bieterverfahrens	24
b) Marketingphase sowie Interessensbekundung	25
aa) Identifizierung von potentiellen Käufern und Kontaktaufnahme ...	25
bb) Teaser und Vertraulichkeitsvereinbarungen	25
cc) Informationsmemorandum	26
dd) Interessensbekundung	27
c) Due-Diligence-Phase sowie Management-Präsentation und bindendes Angebot	28
aa) Management-Präsentation	28
bb) Due Diligence	28
cc) Bindendes Angebot sowie sog. Markup des Kaufvertragsentwurfes .	29
dd) Beschleunigung des Verfahrens	30
d) Kaufvertragsverhandlungen und -abschluss	31
aa) Allgemeines	31
bb) Insbesondere: Verhandlungen mit mehreren Bietern	31
cc) Abschluss des Kaufvertrages	32
e) Schlussphase	33
aa) Allgemeines	33

bb) Vollzugsbedingungen	33
cc) Dinglicher Vollzug (Closing)	35
3. Due Diligence	36
a) Einleitung	37
b) Zweck und Ziel der Due Diligence	38
aa) Das Zielunternehmen (besser) verstehen	38
bb) Risikovermeidung/Risikoreduzierung	38
cc) Grundlage für das vertragliche Haftungssystem	39
dd) Vorgaben für die Transaktionsstruktur	40
ee) Beweisfunktion	40
c) Bereiche der Due Diligence	41
aa) Legal Due Diligence	41
bb) Financial Due Diligence/Tax Due Diligence	41
cc) Business/Commercial Due Diligence	42
dd) Environmental Due Diligence	42
ee) Compliance	43
d) Rechtliche Besonderheiten der Due Diligence	43
aa) „Anspruch“ auf Due Diligence	43
bb) Pflicht des Käufers zur Due Diligence?	45
e) Organisation der Due Diligence (Käuferseite)	46
aa) Umfang der Due Diligence/Scope	46
bb) Transaktionsdynamischer Due-Diligence-Prozess	47
cc) Debriefing	47
f) Organisation der Due Diligence (Verkäuferseite)	48
aa) Zusammenstellung der Dokumente	48
bb) Physischer Datenraum/virtueller Datenraum	48
g) Due Diligence Report (Käufer)	50
aa) Umfang/Inhalt	51
bb) Reliance/Haftungsregime	52
h) Vendor Due Diligence	52
aa) Umfang/Inhalt	52
bb) Reliance/Non-Reliance	52
cc) Haftungsregime	53
i) Archivierung der Due Diligence	53
aa) Archivierung der Due-Diligence-Unterlagen aus Verkäufersicht	53
bb) Archivierung aus Sicht des Käufers	53
cc) Art der Archivierung	53
dd) Rückgabe der Unterlagen bei erfolglosem Bid/Abtretung der Ansprüche	54
j) Zusammenspiel von Due Diligence und gesetzlichem und/oder vertraglichem Haftungsregime	54
aa) Zurechnung der Kenntnis nach § 442 BGB	55
bb) Zurechnung nach vertraglicher Kennnisklausel	55
4. Unternehmenskaufvertrag	56
a) Überblick	57
b) Kaufpreis	58
aa) Locked Box	59
bb) Closing-Accounts-Berechnung	62
cc) „Hybrid Locked Box“	67
dd) Earn-out	67
ee) Vendor Loan	69
ff) Behandlung von Gesellschafterdarlehen	69

c) Transaktionssicherheit	70
aa) MAC-Klausel	70
bb) Finanzierungsvorbehalt	71
cc) Break Fee	71
d) Garantien	72
aa) Rechtsmängelgarantien	72
bb) Garantien zum Jahresabschluss	72
cc) Sonstige Garantien zum Geschäftsbetrieb	73
dd) Voraussetzungen und Grenzen der Garantiehftung	73
ee) Managementgarantien	75
ff) Sonstige Risikobeteiligung des Verkäufers	75
e) Freistellungen	75
f) Sonstiges	76
aa) Mitwirkung bei der Akquisitionsfinanzierung	76
bb) Vertraulichkeit	76
cc) Abtretbarkeit	76
5. Equity Commitment, Debt Commitment	77
a) Equity Commitment Letter	78
aa) Rechtsnatur, Formen, Parteien, Zeitpunkt, Formfragen	78
bb) Inhaltliche Ausgestaltung/Bedingungen für Eingreifen des Equity Commitment Letter	81
cc) Kündigungsgründe des Equity Commitment Letter	82
dd) Equity Backstop	82
ee) Formulierungsbeispiel	83
b) Debt Commitment	85
aa) Erscheinungsformen	85
bb) Insbesondere: Certain Funds	86
6. Fusionskontrolle	88
a) Anmeldekriterien der Fusionskontrolle	89
aa) Europäische Union	89
bb) Deutschland	91
cc) USA	93
b) Risiko der fusionskontrollrechtlichen Freigabe	94
c) Einfluss auf das Zielunternehmen vor Freigabe	96
aa) Vollzugsverbot	96
bb) Möglichkeiten der Einflussnahme auf das Zielunternehmen	97
d) Wettbewerbsverbote und andere Nebenabreden	98
e) Bieterkonsortien	99
f) Kartellrechtliche Haftungsrisiken eines Private-Equity-Investors	101
7. Beschränkungen von Erwerbsgeschäften nach dem Außenwirtschaftsrecht	102
a) Entwicklung der Investitionskontrolle in Deutschland	103
b) Voraussetzungen der sektorübergreifenden Prüfung	103
aa) Erwerb eines inländischen Unternehmens oder einer unmittelbaren oder mittelbaren Beteiligung an einem inländischen Unternehmen	103
bb) Durch einen unionsfremden Erwerber	104
cc) Durch ein unionsansässiges Unternehmen, an dem ein Unionsfremder mindestens 25 % der Stimmrechte hält	105
c) Prüfungsmaßstab: Gefährdung der öffentlichen Ordnung oder Sicherheit	106
d) Verfahren und Rechtsfolgen	107
e) Auswirkungen auf die Transaktionspraxis	108
f) Ausblick	109
8. Closing	110

Inhaltsverzeichnis

a) Strukturvarianten	111
aa) Aufschiebend bedingte Anteilsübertragung im Unternehmenskaufvertrag	112
bb) Closing mit separater Anteilsübertragung	112
cc) Signing und Closing simultan	112
b) Transaktionssicherheit für Private-Equity-Fonds	112
aa) Bedingungen	113
bb) Kartellrecht	113
cc) MAC-Klausel	114
dd) Gremienvorbehalte	115
ee) Finanzierung	115
c) Ablauf des Closings	115
aa) Zahlung des Kaufpreises vs. Abtretung der Anteile	115
bb) Sonderfall: Ablösung bestehender Verbindlichkeiten	117
cc) Closing Memorandum	117
d) Rechtsfolgen des gescheiterten Closing	117
9. Sicherung möglicher Erwerberansprüche/Ansprüche gegen Dritte	118
a) Vertragliche Ansprüche	120
aa) Bürgschaft, Garantie	120
bb) Escrow Account; Tranchenzahlung; Vendor Loan; Versicherungen ..	121
cc) Aufrechterhaltung einer Mindestkapitalisierung, Ausschüttungssperren	123
b) Quasi-vertragliche und gesetzliche Ansprüche	123
aa) Haftung des Veräußerers für Vorsatz oder Arglist	123
bb) Haftung des Veräußerers für Aussagen Dritter	124
cc) Haftung der Berater gegenüber dem Erwerber	124
dd) Haftung der Geschäftsführung der Zielgesellschaft	126
ee) Konzernhaftung	126

II. Der Unternehmenskauf börsennotierter Unternehmen (Public to Private)

1. Einführung und Überblick	132
a) Investitionen durch Private-Equity-Investoren in börsennotierte Unternehmen	132
b) Strategische Ausgangslage des Private-Equity-Investors bei der Übernahme börsennotierter Unternehmen	133
2. Deal Protection: Vorbereitung des Angebotes und Beteiligungserwerb	135
a) Formen des Beteiligungserwerbs/Stake Building	135
aa) Paketerwerbe/bedingte Aktienkaufverträge	136
bb) Irrevocable Undertakings (Einlieferungsverpflichtungen)	137
cc) Marktkäufe	138
b) Meldepflichten	138
aa) Stimmrechte aus Aktien	139
bb) Gemeinsam handelnde Personen	141
cc) Stimmrechte aus sonstigen Finanzinstrumenten	142
c) Auswirkungen von Vorerwerben auf den Mindestpreis	143
d) Vereinbarungen zwischen Bieter und Zielgesellschaft; Break Fee	143
e) Besonderheiten bei der Due Diligence	145
aa) Zulässigkeit einer Due Diligence aus Sicht der Zielgesellschaft	145
bb) Kein Verstoß gegen das Auskunftsrecht anderer Aktionäre und Beachtung des Gleichbehandlungsgebots	147
cc) Insiderrechtliche Aspekte	148

f)	Besondere Probleme aus der Perspektive der Zielgesellschaft	152
aa)	Ad-hoc-Mitteilungspflicht?	152
bb)	Verfahrensgestaltung (Auktion?)	152
cc)	Vereinbarungen mit dem Bieter im Interesse der Gesellschaft	153
dd)	Abstimmung mit dem Aufsichtsrat	154
ee)	Interessenkonflikte im Vorstand	154
ff)	Stellungnahme zum Angebot	155
3.	Angebotsverfahren	155
a)	Auslösung durch Kontrollerverb oder die Entscheidung zur Angebotsabgabe	156
aa)	Pflichtangebot	156
bb)	Freiwilliges Angebot	160
cc)	Paketerwerbe	162
b)	Fester Zeitplan, Annahmefristen	162
aa)	Einreichung der Angebotsunterlage	162
bb)	Gestattung durch die BaFin	162
cc)	Annahmefrist	163
dd)	Weitere Annahmefrist	163
ee)	Gesamtüberblick: Zeitrahmen des Angebotsverfahrens	164
c)	Offenlegung in der Angebotsunterlage	164
aa)	Grundsätze	164
bb)	Inhalt der Angebotsunterlage	165
cc)	Haftung für die Angebotsunterlage	169
d)	Finanzierungsbestätigung	169
e)	Bedingungen	170
aa)	Zulässigkeit von Bedingungen	170
bb)	Mindestannahmeschwelle	171
cc)	Material-Adverse-Change- oder Force-Majeure-Bedingung	171
dd)	Weitere Beispiele typischer Bedingungen	172
ee)	Synchronisierung der Bedingungen im Angebot und im (bedingten) Paketkaufvertrag	173
f)	Angebotsänderung	174
aa)	Voraussetzungen und Folgen von Angebotsänderungen	174
bb)	Erhöhung der Gegenleistung	174
cc)	Verzicht auf Bedingungen	175
g)	Konkurrierende Angebote mehrerer Bieter	175
aa)	Zeitplan	176
bb)	Rücktrittsrecht	177
cc)	Reaktion auf Preiserhöhungen durch Parallelerwerbe	178
4.	Integrationsmaßnahmen nach einem Übernahmeangebot	178
a)	Ziele	179
aa)	Kontroll- und Einflussmöglichkeit	179
bb)	Zugriff auf Cash Flow	179
cc)	Upstream Collateral für Finanzierung	180
dd)	Steuerliche Organschaft (Zinsabzug)	180
ee)	Aufgabe der Börsennotierung?	180
b)	Strukturmaßnahmen zur Verstärkung der Kontrolle über die Zielgesellschaft	180
aa)	Squeeze-out	180
bb)	Beherrschungs- und/oder Gewinnabführungsvertrag	183
cc)	Weitere Integrationsmaßnahmen	185
5.	Besonderheiten bei der Finanzierung	187
a)	Aktienrechtliche Problematik des Leveraged Buyout	187

Inhaltsverzeichnis

b) Certain-Funds-Finanzierung	188
c) Zeitpunkt der Finanzierung	189
6. Besonderheiten bei Managementbeteiligungsprogrammen und anderen Sonderabreden mit dem Management	189
a) Ausgangslage und Problemaufriss	190
b) Übernahmerechtliche Aspekte	190
aa) Verbot der Gewährung geldwerter Vorteile für das Management gem. § 33d WpÜG	190
bb) Offenlegungspflicht gem. § 11 WpÜG	194
cc) Stellungnahme gemäß § 27 WpÜG	194
dd) Keine Auswirkungen auf den Mindestpreis, wenn die betroffenen Vorstandsmitglieder zugleich Verkäufer sind	196
c) Veröffentlichungspflichten nach MAR	196
aa) Ad hoc-Publizität, Art. 17 MAR	196
bb) Directors' Dealings, Art. 19 MAR	197
d) Aktienrechtliche Vorgaben	198
aa) Organschaftliche und mitgliedschaftliche Treuepflichten	198
bb) Kein Eingriff in die Vergütungskompetenz des Aufsichtsrats gem. § 87 AktG	200
e) Verhaltensempfehlung bei Gewährung von Managementbeteiligungs- programmen und anderen Sondervereinbarungen	202
7. PIPE – Minderheitsbeteiligungen an börsennotierten Unternehmen	202
a) Beteiligungserwerb	204
aa) Paketerwerb/Erwerb über die Börse	204
bb) Kapitalerhöhung	204
cc) Mindestpreis bei späterem Übernahmeangebot	205
dd) Regulatorische Genehmigungen	205
b) Mitsprache- und Informationsrechte	206
c) Finanzierung	207
8. Zeitplan	207
a) Entscheidungs- und Vorbereitungsphase	208
b) Angebotsphase	208
c) Post-Angebotsphase	210
d) Durchführung von Strukturmaßnahmen (zB aktien- oder umwandlungsrechtlicher Squeeze-out, Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag)	210
III. Besondere Transaktionen	211
1. Debt Equity Swap	211
a) Einleitung	213
b) Kapitalmaßnahme gegen Einbringung von Krediten	215
aa) Mögliche Strukturen für den Beteiligungserwerb	215
bb) Durchführung der Kapitalmaßnahme	216
cc) Rechtliche Risiken und Lösungsansätze	218
c) Beteiligungserwerb gegen Verzicht auf Kredite	227
aa) Mögliche Strukturen für den Beteiligungserwerb	227
bb) Durchführung des Austauschgeschäfts	228
cc) Rechtliche Risiken und Lösungsansätze	228
d) Verwertung von Pfandrechten an Gesellschaftsanteilen	230
aa) Mögliche Strukturen für den Beteiligungserwerb	231
bb) Durchführung der Pfandverwertung	232
cc) Rechtliche Risiken, Verfahrenshindernisse und Lösungsansätze	237

e) Beteiligungserwerb Insolvenzplan	243
aa) Mögliche Strukturen für den Beteiligungserwerb	243
bb) Durchführung der Kapitalmaßnahme	244
cc) Rechtliche Risiken, Verfahrenshindernisse und Lösungsansätze	246
f) Steuerfolgen eines Debt Equity Swap	254
aa) Ertragsteuer	254
bb) Grunderwerbsteuer	259
2. Immobilientransaktionen	259
a) Einführung: Real Estate Private Equity	260
aa) Finanzinvestoren im Immobilienmarkt	260
bb) Segmente des Immobilienmarkts	261
cc) Investitionsstrategien	261
dd) Investitionsstruktur	263
ee) Transaktionsablauf	264
b) Angebotsphase	265
aa) Kurzdarstellung (Teaser) und Interessenbekundung	265
bb) Informationsmemorandum und unverbindliches Angebot	266
cc) Auswahlentscheidung	266
c) Due Diligence	267
aa) Sinn und Zweck	267
bb) Fachgebiete	268
cc) Umfang	268
dd) Veranlassung	271
ee) Bericht	272
d) Kaufvertrag	272
aa) Überblick	272
bb) Asset Deal	274
cc) Share Deal	286
dd) Portfoliotransaktionen	289
ee) Vollzugsphase und Closing	292
e) Finanzierung	293
aa) Term Sheet	293
bb) Kreditvertrag	295
cc) Kreditsicherheiten	297
f) Asset Management und Exit	298
aa) Wertschöpfung	298
bb) Vermietung	299
cc) Bau- und Investitionsmaßnahmen	299
dd) Projektentwicklung	299
ee) Exit	300
ff) Anreizsysteme	301
3. Co-Investments und Joint Ventures	302
a) Einleitung	303
b) Anbahnungsphase	304
c) Die Entstehung der Joint-Venture-Gesellschaft/„eingebauter“ Recap	305
d) Die vertragliche Ausgestaltung des Joint Ventures	306
aa) Corporate Governance und Minderheitenschutz	306
bb) Laufzeit und Exit	311
cc) Finanzierung	313
dd) Konsolidierung	314
ee) Sonstige Vereinbarungen	314

IV. Steuerstrukturierung	315
1. Einführung und Grundlagen	316
a) Gestaltungsziele	316
b) Grundstrukturen	317
c) Die wesentlichen steuerlichen Grundlagen der Unternehmensfinanzierung	319
aa) Einkommen- und Körperschaftsteuer	319
bb) Gewerbesteuer	327
cc) Abzugsbeschränkungen bei Beteiligungsaufwand	329
dd) Grenzüberschreitende Finanzierung	330
2. Typische Strukturen	331
a) Darstellung einer typischen Private-Equity-Struktur	331
b) Steuerliche Kommentierung der einzelnen Strukturebenen	332
aa) HoldCo (Ausland); Substanzerfordernisse	332
bb) Akquisitionsgesellschaft	335
cc) Portfoliounternehmen	335
dd) Private-Equity-Fonds und Investoren	336
3. Debt Push Down: Wesentliche Gestaltungen	337
a) Verschmelzung	338
b) Organschaft	338
c) Anwachsung	339
d) Fremdfinanzierte Ausschüttung	339
4. Steuerliche Risiken und Risikobewältigung auf der Ebene der Portfolio- gesellschaft	340
a) Typische steuerliche Risiken	341
aa) Einkommen- und Körperschaftsteuer	341
bb) Umwandlungssteuerrecht	343
b) Verkehrssteuern	344
aa) Umsatzsteuer	344
bb) Grunderwerbsteuer	345
c) Risikobewältigung im Unternehmenskaufvertrag	347
d) Typische Betriebsprüfungsrisiken in PE-Strukturen	347
V. Finanzierung	351
1. Überblick	351
a) Vertragsstandards	352
b) Verschuldungsgrad	353
c) Risiko-Controlling und Due Diligence	353
d) Transaktionsgröße	353
e) Club Deal vs. Syndizierung	354
f) Hochzinsanleihen / High Yield Bonds	354
2. Die Finanzierungsstruktur	355
a) Senior-Kredit	357
aa) Fälligkeiten und Laufzeiten	358
bb) Verzinsung	359
cc) Sicherheiten	360
dd) Finanzkennzahlen	363
ee) Zusätzliche Tranchen für Betriebsmittel sowie Zukäufe und Anlageinvestitionen	365
ff) Ancillary Facilities	366
b) Unitranches	367
c) Second Lien	368
aa) Laufzeiten	369

bb) Verzinsung	369
cc) Sicherheiten	369
d) Mezzanine	370
aa) Laufzeiten	371
bb) Verzinsung und Warrants	371
cc) Finanzkennzahlen und sonstige Auflagen	372
dd) Nachrangige Garantien und eingeschränkte Sachsicherheiten	372
e) Hochzinsanleihen / High Yield Bonds	372
aa) Laufzeiten und Verzinsung	372
bb) Covenants	373
cc) Sicherheiten und Garantien	373
dd) Rechtswahl	374
ee) Angebotsstruktur	374
ff) Angebotsunterlage	375
f) PIK-Finanzierungen	375
aa) Laufzeiten	376
bb) Verzinsung auf PIK-Basis	376
cc) Strukturelle Nachrangigkeit	377
dd) Sicherheiten und Garantien	378
g) Vendor Loans	378
h) Gesellschafterdarlehen	379
i) Debt Push Down	379
3. Prozessablauf	380
a) Commitment Papers	381
b) Interim Loan Agreement	382
c) Long Form Dokumentation	383
d) Erfüllung der Auszahlungsvoraussetzungen (Closing)	383
e) Treuhandstrukturen	384
f) Brückenfinanzierungen	384
g) Post-Closing	385
h) Verbindung zum M&A-Prozess	385
4. Schwerpunktthemen in LBO-Strukturen und Kreditverträgen	386
a) Certain Funds	386
b) Zusätzliche Fazilitäten	387
c) Financial Covenants	388
d) Covenant-lite-Strukturen	389
e) Vorzeitige Rückzahlungen	389
aa) Pflichtondertilgungen	390
bb) Freiwillige Rückzahlungen	391
f) Kontrollwechsel	392
g) Covenants / Undertakings	392
h) Material Adverse Effect (MAE)	393
i) Clean-Up-Period	394
j) Regelmäßige Informationspflichten	395
k) Übertragbarkeit der Kreditgeberposition	395
l) Stimmrechte	396
m) Erwerb eigener Schulden	397
n) Defaulting Lenders	398
5. Besicherung	399
a) Arten der Besicherung	399
b) Strukturierung	399
c) Beschränkungen	400

aa) Bestellung von Kreditsicherheiten durch eine GmbH oder GmbH & Co. KG	400
bb) Vermögensschutz bei Kreditsicherheitenbestellung durch eine AG	401
cc) Liquidity-Protection bei Kapitalgesellschaften	401
6. Preisgestaltung: Zinsen, Kosten und Gebühren	402
a) Zinssatz	403
b) Refinanzierungszinssatz	403
c) Marge	405
d) Fees (allgemein)	405
e) Arrangement Fee und Underwriting Fee	406
f) Participation Fee	406
g) Commitment Fee/Ticking Fee	407
h) Prepayment Fees/Early Redemption Fees	407
i) Agency Fees	409
j) Market Flex	409
7. Weitere wesentliche Faktoren in LBO-Transaktionen aus Sicht der Kreditgeber	410
a) Due-Diligence-Berichte	410
b) Akquisitionsdokumente	412
c) Legal Opinion	412
d) Verpflichtungserklärung der Sponsoren	413
e) Kapitalstruktur und Businessplan	413
VI. Beteiligung des Managements	415
1. Ziele und Grundlagen	415
a) Ziele aus Sicht des Investors	415
aa) Interessengleichlauf	415
bb) Bindung an das Unternehmen	417
cc) Unterstützung durch das Management	417
b) Ziele aus Sicht des Managements	418
aa) Wirtschaftliche Effekte	418
bb) Steuerliche Effekte	418
c) Verhandlungssituation	420
2. Investitionsbeitrag des Managements	420
a) Beteiligungshöhe	421
aa) Beteiligungshöhe insgesamt	421
bb) Beteiligungshöhe pro Person	421
b) Finanzierung der Beteiligung	422
aa) Eigenmittel	422
bb) Bankfinanzierung	422
cc) Mittel der Zielgesellschaft	423
dd) Mittel des Investors	424
3. Investitionsobjekt	424
a) Einstieg zum Marktwert	425
aa) Keine Einstiegsbesteuerung	425
bb) Einstiegskosten des Investors	425
b) Sweet Equity	427
aa) Verbilligter Einstieg	427
bb) Chancen-Risiken-Profil	427
c) Abweichende Erlösverteilung	428
d) Gemeinsames Investitionsvehikel des Managements	428
aa) Verwaltungsvereinfachung	428
bb) Vermögensverwaltende Personengesellschaft	429

cc) Vermeidung der Beurkundungspflicht	429
dd) Treuhänder	429
ee) Einstufung als Kapitalanlagegesellschaft	430
e) Stille Beteiligung	430
f) Aktienoptionsprogramme	431
4. Teilnehmer des Beteiligungsprogramms	431
a) Vorstand/Geschäftsführung	432
b) Zweite und dritte Führungsebene	432
c) Reserve für künftige Beteiligte	432
aa) Zurückhalten einer Reserve	432
bb) Warehouse-Gesellschaft	433
cc) Verwendung der Reserve	433
5. Bindung an das Anstellungsverhältnis	433
a) Kaufoption bei Beendigung des Anstellungsverhältnisses	434
aa) Grundsatz	434
bb) Zulässigkeit	434
b) Good Leaver, Bad Leaver	435
aa) Hierarchie der Ausscheidensgründe	435
bb) Einstufung	436
cc) Diskriminierungsverbot	436
c) Kaufpreis	436
aa) Ausgangspunkte	436
bb) Bewertungsmaßstab	437
cc) Wirksamkeit	438
d) Vesting	438
aa) Time Vesting	438
bb) Performance Vesting	439
e) Kaufoption für andere Manager, Verkaufsoption	439
aa) Begünstigter der Kaufoption	439
bb) Verkaufsoption	439
6. Teilhabe am Erlös	440
a) Übliches Exit-Szenario	440
b) Mitverkaufsrechte, Mitverkaufspflichten	441
aa) Drag-along-Regeln	441
bb) Tag-along-Regeln	442
c) Ratchet	442
aa) Ratchet bei Exit	442
bb) Tatsächliche oder rechnerische Beteiligungsveränderung	443
cc) Positiver oder negativer Ratchet	444
dd) Ratchet bei laufender Zielerreichung	444
d) Steuerpflicht	444
aa) Anfängliche Beteiligungsquote	444
bb) Positiver Ratchet	445
cc) Negativer Ratchet	445
e) Sonstige Auszahlungen	446
7. Gewährleistungen, sonstige Verpflichtungen	446
a) Gewährleistungen bei Investition	446
aa) Grund	446
bb) Angemessenheit	447
cc) Rechtsfolgen	448
dd) Durchsetzung von Garantien	448
b) Gewährleistungen beim Exit	449
aa) Grund	449

bb) Bestimmtheit	449
cc) Rechtsfolgen	450
c) Lock-up-Verpflichtung	450
aa) Allgemeine Veräußerungsbeschränkung	450
bb) Spezielle Veräußerungsbeschränkung der Manager	450
d) Wettbewerbsverbot	451
8. Sonstige Regelungen bei Beteiligungsprogrammen	451
a) Vertraulichkeit	451
aa) Notarielle Urkunde	452
bb) Management KG	452
b) Haftung des Investors, Prospektpflicht	452
aa) Haftungsgrundsätze	452
bb) Prospektpflicht in Deutschland	453
cc) Prospektpflicht nach sonstigen Rechtsordnungen	453
c) Beteiligung von Familienmitgliedern	454
d) Kostentragung	454
aa) Kosten des Investors	454
bb) Kosten des Managements	454
VII. Halten des Investments durch den Private-Equity-Investor	457
1. Eigenkapitalsyndizierung	457
a) Beschreibung	457
b) Beweggründe	458
c) Erscheinungsformen	458
aa) Umfang der Syndizierung	458
bb) Zeitpunkt der Syndizierung	459
cc) Club Deals als besondere Form der Upfront- oder laufenden Syndizierung	460
dd) Friends and Family	461
ee) Syndizierung an Management	462
d) Erfordernisse	462
aa) Strukturierung	462
bb) Implementierung	462
cc) Insbesondere: Syndizierung bei bestehender Gesellschaftervereinbarung	465
dd) Due Diligence, Gewährleistungen	465
ee) Kartellrechtliche Implikationen	466
2. Ansprüche unter dem Erwerbs-SPA	467
a) Einführung	467
b) Kaufpreisanpassung	467
aa) Verträge mit Kaufpreisanpassungsmechanismus	467
bb) Verträge mit Festkaufpreis	468
c) Garantien des Verkäufers	469
aa) Prüfung von Garantieverletzungen	469
bb) Gewährleistungsver sicherung	473
cc) Umgang mit Management-Garantien	475
dd) Weitergabe von Garantieansprüchen	475
d) Freistellungsansprüche	476
aa) Geltendmachung von Freistellungsansprüchen	476
bb) Weitergabe von Freistellungsansprüchen	477
3. Gesellschaftsrechtliche Restrukturierung des Portfoliounternehmens	478
a) Strukturvereinfachung	478
b) Heben von Trapped Cash	478

c) Steuerliche Optimierung	479
d) Maßnahme des Debt Push Downs	479
e) Verbot des Asset-Stripping	479
4. Akquisitionen und Abverkäufe durch Portfoliounternehmen	480
a) Motivation	480
b) Restriktionen	480
c) Akquisitionen durch Portfoliounternehmen	480
d) Abverkäufe durch Portfoliounternehmen	482
aa) Abverkauf als Telexit	482
bb) Voraussetzungen im Erwerbs-SPA	482
cc) Vertragsgestaltung, insbesondere Gewährleistungen und Freistellungen	483
5. Informations- und Transparenzpflichten	484
a) Information und Transparenz des Investors gegenüber dem Portfoliounternehmen	484
b) Information und Transparenz des Portfoliounternehmens gegenüber dem Investor	485
c) Weitergehende Offenlegungstatbestände	486
6. Rekapitalisierung	486
a) Einführung und Grundlagen	488
aa) Hintergrund	488
bb) Anlässe für fremdfinanzierte Ausschüttungen	491
b) Typische Strukturen fremdfinanzierter Ausschüttungen	492
aa) Wesentliche strukturelle Fragen	492
bb) Typische Step-up-Transaktionen	494
cc) Exkurs: Pre-Closing Recaps	502
c) Gesellschaftsrechtliche Vorgaben und Einschränkungen	503
aa) Einleitung und Übersicht	504
bb) Kapitalerhaltungsregeln	505
cc) Grundsätze des existenzvernichtenden Eingriffs	509
dd) Tatbestände, die durch die Leitungsorgane der ausschüttenden Gesellschaften zu beachten sind	513
d) Die steuerrechtliche Strukturierung von Rekapitalisierungen	516
aa) Überblick	516
bb) Rekapitalisierung durch Rückzahlung von Gesellschafterdarlehen	516
cc) Ausschüttung von Rücklagen	517
dd) Rekapitalisierung nach Umstrukturierung	518
ee) Typische Umstrukturierungsmaßnahmen	519
ff) Steuerliche Abzugsfähigkeit von Zinsaufwand	527
gg) Organschaft	528
7. PE-Investments in der Krise	528
a) Die Krisenursachen und Restrukturierungsmöglichkeiten beim PE-Investment	533
b) Der Eintritt und das Fortschreiten der Krise	537
aa) Krisenerkennung	537
bb) Krisenursachen	538
cc) Krisenbewältigung	539
c) Die Entscheidung zwischen Exit, Turnaround und Insolvenz	543
aa) Exit	543
bb) Turnaround	544
cc) Insolvenz	544
d) Die (außergerichtliche) Restrukturierung	546
aa) Restrukturierung des Fremdkapitals	546

bb) Erhöhung des Eigenkapitals durch den Private-Equity-Investor	558
cc) Gewährung zusätzlicher Gesellschafterdarlehen	560
dd) Debt Buy Back	564
c) Insolvenz	565
aa) Die eingeschränkte Kontrolle bei Eintritt der Insolvenz	565
bb) Pre-packaged Plan	571
cc) Haftungsrisiken für die Geschäftsführer, Gesellschafter und Fondsmanager	579
VIII. Desinvestition (Exit)	589
1. Verkauf	589
a) Einführung	590
b) Beweggründe	590
aa) Interessen der Beteiligten	590
bb) Marktumfeld	591
cc) Finanzierungsspezifische Überlegungen	592
dd) Fondsspezifische Überlegungen	592
ee) Exit-Vereinbarungen	592
c) Vorbereitung des Verkaufs	593
aa) Einführung: Clean Exit	593
bb) „Dress up the bride“	594
cc) Transaktions- und Steuerplanung	594
dd) Abstimmung mit dem Management	594
ee) Umgang mit Minderheitsgesellschaftern	596
ff) Deal-Fee-Vereinbarungen	597
gg) Vendor Due Diligence	597
hh) Stapled Finance	597
d) Besonderheiten im Kaufvertrag	598
aa) Einführung	598
bb) Locked Box	598
cc) Garantien und Freistellungen	599
dd) Haftungsbegrenzungen/Verjährung	601
ee) Clean Exit durch Versicherungslösungen	602
ff) Besonderheiten bei Secondaries	603
e) Roll-over und Reinvestment	604
aa) Einführung	604
bb) Strukturierungsmöglichkeiten im Überblick	605
cc) Strukturierungstreiber	607
dd) Der „klassische“ Roll-over	609
ee) Reinvestment	611
ff) Paper Deal	612
2. W&I-Versicherungen	613
a) Überblick	614
aa) Käufer – und Verkäuferpolice	615
bb) Markt	616
b) Versicherungsumfang	616
aa) Grundsatz	616
bb) Ausgestaltung des Garantiekatalogs	617
cc) Ausschlüsse vom Versicherungsschutz	618
dd) Abweichungen vom Garantiekatalog	620
ee) Konditionen	621
c) Verfahren	623

aa) Käuferinitiierte Versicherung	623
bb) Stapled insurance	624
d) Inanspruchnahme der Versicherung	625
aa) Häufigkeit	625
bb) Bestimmte Themen und Höhe der Ansprüche	625
e) Sonstige Versicherungslösungen	626
aa) Bestehende Versicherungen des Zielunternehmens	626
bb) Tax Insurance	626
cc) Litigation Indemnity Insurance	626
3. IPO	626
a) Vorbereitung des Börsengangs	628
aa) Beginn des Platzierungsprozesses	628
bb) Kapitalausstattung	629
cc) Corporate Governance	630
dd) Akquisitionsfinanzierung	631
ee) Mandatsvereinbarung	632
ff) Barkapitalerhöhung	634
gg) Due Diligence	635
b) Die Rolle der Konsortialbanken	635
aa) Erstellung des Emissionskonzepts	636
bb) Due Diligence	636
cc) Prospekterstellung	636
dd) Vertrieb, Übernahme und Zuteilung der Aktien	636
ee) Börsenzulassungsverfahren	637
ff) Kursstabilisierung	637
c) Preisbildung	638
aa) Ausgangslage	638
bb) Festpreisverfahren	638
cc) Auktionsverfahren	638
dd) Bookbuilding	639
d) Dokumentation	641
aa) Öffentliches Angebot	641
bb) Wertpapierprospekt	642
cc) Prospekthaftung	643
dd) Freistellung durch den Private-Equity-Fonds	645
ee) Begleitendes Marketing	647
ff) Börsenzulassung	647
gg) Emissionsbegleitende vertragliche Vereinbarungen	648
e) Steuerliche Fragestellungen	648
aa) Auswahl der IPO-Gesellschaft	648
bb) Due Diligence und Beschreibung steuerlicher Risikofaktoren im Prospekt	648
cc) Auswirkungen auf die Abzugsfähigkeit von Zinsaufwendungen	649
dd) Schicksal von Verlust- und Zinsvorträgen	649
ee) Grunderwerbsteuer	650
ff) Ertragsteuerliche Behandlung von IPO-Kosten	650
gg) Umsatzsteuerliche Behandlung von IPO-Kosten	651
hh) Mitarbeiterbeteiligungsprogramme	652
ii) Dividendenbesteuerung	653
4. Dual Track	654
a) Optimierung des Exits durch Dual-Track-Verfahren	654
b) Parallele Verfahrensprozesse	655
aa) Parallele Verfahrensprozesse ab Beginn der Exit-Vorbereitungen ...	655

Inhaltsverzeichnis

bb) Synergiemöglichkeiten	656
cc) Beteiligte	657
c) Zeitpunkt der Entscheidung	658
d) Besonderheiten in den vertraglichen Dokumenten	658
aa) Hinweis auf den jeweils anderen Exit-Kanal	658
bb) Handelsverbot, Standstill	659
cc) SPA-Klauseln	660
5. Exit-Strukturen unter steuerlichen Gesichtspunkten	660
a) Einführung	661
b) Regelmäßig Exit durch Corporate Share Deal	661
c) Steueroptimierter Exit-Level	661
aa) Inländischer Private-Equity-Fonds	662
bb) Ausländischer Private-Equity-Fonds	662
d) Verlustuntergang	665
e) Verkehrsteuern	665
aa) Umsatzsteuer	665
bb) Grunderwerbsteuer	666
f) Recap/Refinanzierung	667
Glossar	669
Sachverzeichnis	679