

Inhaltsübersicht

Vorwort zur 1. Auflage	V
Vorwort zur 2. Auflage	VII
Vorwort zur 3. Auflage	IX
Inhaltsverzeichnis	XIII
Literaturverzeichnis	XXI

Kapitel 1. Allgemeiner Teil

I. Grundlagen	1
II. Die Entwicklung des Buy-Out-Marktes	20

Kapitel 2. Bewertung und Preisfindung

I. Strukturierung einer Buy-Out Finanzierung	32
II. Besonderheiten bei der Finanzierung eines Management gesteuerten Buy-Out	51
III. Wert und Preis	94

Kapitel 3. Steuern

I. Einleitung	109
II. Kapitalgesellschaft als Zielgesellschaft	110
III. Personengesellschaft als Zielgesellschaft	121
IV. Steuerliche Gestaltungsschwerpunkte	126

Kapitel 4. Rechtliche Rahmenbedingungen und Gestaltung eines Buy-Out

I. Gründung und Ausgestaltung eines gemeinsamen Akquisitionsvehikels	136
II. Rechtliche Gestaltung von Managementbeteiligungen	143
III. Die Finanzierung	154
IV. Rechtliche Grenzen von Umstrukturierungsmaßnahmen	165
V. Rechtliche Grenzen von Eingriffen in das Vermögen der Zielgesellschaft	176
VI. Der Erwerb der Zielgesellschaft	187

Kapitel 5. Managementbeteiligung bei Institutionellen Buy-outs (IBO)

I. Ausgangssituation: Wirtschaftliche Zusammenhänge einer Managementbeteiligung	210
II. Disproportionales Beteiligungsmodell	213
III. Ausgewählte Investitionskonditionen	224
IV. Alternative Modelle	227
V. Abstimmungsprozess	233
VI. Zusammenfassung	235

Kapitel 6. Die Umsetzung eines Buy-Out nach dem Closing

I. Wesentliche Einflussfaktoren auf die Post Closing Phase	237
II. Die vier Entwicklungshorizonte nach einem Closing	243
III. Zusammenfassung	249

Inhaltsübersicht

Anhang 1 Vermittlungsvereinbarung	251
Anhang 2 Unternehmenskaufvertrag (Asset Deal)	255
Anhang 3 Geschäftsanteilskauf- und -einbringungsvertrag (Share Deal) ..	265
Anhang 4 Managerbeteiligungsgesellschaft	279
Anhang 5 Gesellschaftervereinbarung	285
Glossar	295
Sachverzeichnis	301

Inhaltsverzeichnis

Vorwort zur 1. Auflage	V
Vorwort zur 2. Auflage	VII
Vorwort zur 3. Auflage	IX
Inhaltsübersicht	XI
Literaturverzeichnis	XXI

Kapitel 1. Allgemeiner Teil

I. Grundlagen	1
1. Begriffsdefinitionen	1
2. Der Institutionelle Buy-Out (IBO)	2
a) Charakteristika des IBO	2
b) Geeignetheit von Zielgesellschaften	3
c) Besondere Anlässe eines Institutionellen Buy-Outs	4
3. Der Management Buy-Out/Buy-In (MBO/MBI)	8
a) Interessen und Motive der Beteiligten	8
b) Buy-Outs und Unternehmensnachfolge	8
4. Transaktionsstruktur	12
a) Erwerberstruktur	12
b) Finanzierungsbausteine	13
c) Bedeutung der Post-Buy-Out-Phase	16
5. Rechtliche Rahmenbedingungen für Private-Equity-Fonds in Deutschland	17
a) Steuerrecht	17
b) Kapitalmarktrecht	18
II. Die Entwicklung des Buy-Out-Marktes	20
1. Historische Entwicklung seit den 1980er Jahren	20
a) Die Phase bis zur Finanzkrise	20
b) Marktentwicklung seit der Finanzkrise bis Anfang 2022	22
2. Erfolgsfaktoren	23
a) Erfolg macht erfolgreich	23
b) Small is beautiful	25
c) Private goes Public Private Equity	26
d) ESG-Vorgaben und Alignment-of-Interest	27
e) People Business	28
f) Blue Chip-Fonds oder Spezialitäten	28
3. Fazit	29

Kapitel 2. Bewertung und Preisfindung

I. Strukturierung einer Buy-Out Finanzierung	32
1. Allgemeine Rahmenbedingungen und Einflussfaktoren	32
a) Höhe der Bewertung und Kaufpreis	33
b) Nachhaltigkeit der Cashflows und das Risiko-Rendite Profil	34
c) Verfügbarkeit von Eigenkapital, Mezzanine und Fremdkapital	39
d) Marktüberblick und „State of Play“	40

Inhaltsverzeichnis

2. Strukturierungselemente	41
a) Überblick der Strukturierungselemente	41
b) Eigenkapital	43
c) Mezzanine-Kapital	44
d) Fremdkapital	46
e) Verkäufer-Fremdfinanzierung	48
f) Sonstige Fremdmittel	50
3. Zusammenfassung	50
II. Besonderheiten bei der Finanzierung eines Management gesteuerten Buy-Out	51
1. Bedeutung, Herausforderungen und Abgrenzungen zu anderen Übernahmeformen	51
2. Arten des Management gesteuerten Buy-Out	52
a) MBO vs. MBI	52
b) Sonderfall MBO/MBI „by Team“	52
c) MBO/MBI „sponsored by“ Private Equity/Family Office	53
d) Liquidationspräferenz und disproportionales Beteiligungsmodell	54
3. Nachfolgesituation in Deutschland	54
4. Finanzierung	57
a) Innenfinanzierung und Außenfinanzierung	57
b) Idealprofil des Zielunternehmens	58
c) Kaufpreisstrukturen	58
d) Bewertung des Unternehmens	59
e) Finanzierungsstruktur	60
f) Rechtliche und steuerliche Überlegungen	61
g) Zukunftspläne und Exit-Strategie	61
5. Finanzierungsformen	62
a) Eigenkapital	62
b) Fremdkapital	63
c) Mischkapital	64
d) Alternativen	64
e) Besicherung	65
f) Öffentliche Finanzierungshilfen	66
g) Betriebsgrundstück und -immobilie	69
h) Interessenskonflikte und Verhaltenspflichten beim Management Buy-Out	70
i) Einfluss veränderter Finanzierungsrahmenbedingungen und Marktunsicherheiten	71
6. Entwicklung des Finanzierungskonzepts in der Praxis	71
a) Einleitung	71
b) Kernelemente der Übernahme	72
c) Phasen	73
7. Fallstudie Management Buy-Out zur Nachfolgeregelung im Mittelstand	84
a) Ausgangssituation und Struktur	84
b) Vermögens- und Ertragssituation des Zielunternehmens	85
c) Bewertung/Kaufpreis	85
d) Finanzierungsstruktur	87
e) Entwicklung des Unternehmens über die Haltedauer und Exit-Plan	87
8. Fazit für MBO/MBI-Manager	88
a) Wahrung der Identität von Führung und Eigentum	88
b) Frühzeitige Planung, Vorbereitung und Timing	89
c) Vertrauensvolle Kooperation und gewissenhafter Übergang	90

d) Expertise und Neutralität an Bord holen	91
e) Investoren als entscheidenden Wettbewerbsvorteil nutzen	92
9. Zusammenfassung	93
III. Wert und Preis	94
1. Methoden der Unternehmensbewertung	95
a) Überblick über die Verfahren und Bewertungsprinzipien	95
b) Discounted Cashflow-Verfahren	97
c) Multiplikatorverfahren	102
d) Sonstige Bewertungsmethoden	104
2. Preisfindung	105
a) Wesentliche Parameter der Preisfindung	105
b) Besonderheiten bei einem MBO	105
3. Zusammenfassung	106

Kapitel 3. Steuern

I. Einleitung	109
II. Kapitalgesellschaft als Zielgesellschaft	110
1. Share Deal	110
a) Ertragsteuern: Perspektive des Veräußerers	110
b) Ertragsteuern: Perspektive des Erwerbers	114
c) Ertragsteuerliche Aspekte auf Gesellschaftsebene	118
d) Umsatzsteuer	119
e) Grunderwerbsteuer	120
2. Asset Deal	120
a) Ertragsteuern: Perspektive des Veräußerers	120
b) Ertragsteuern: Perspektive des Erwerbers	120
c) Umsatzsteuer	121
d) Grunderwerbsteuer	121
III. Personengesellschaft als Zielgesellschaft	121
1. Share Deal	121
a) Ertragsteuern: Perspektive des Veräußerers	121
b) Ertragsteuern: Perspektive des Erwerbers	125
c) Ertragsteuerliche Aspekte auf Gesellschaftsebene	125
d) Umsatz- und Grunderwerbsteuer	125
2. Asset Deal	126
IV. Steuerliche Gestaltungsschwerpunkte	126
1. Holding-Struktur	126
2. Steuerregelungen im Unternehmens-/Anteilskaufvertrag	128
a) Share Deal	128
b) Asset Deal	129
3. Ratenzahlungen und Earn-Out	129
4. Organschaftsthemen	130
5. Debt Push Down	131
a) Organschaft	131
b) Downstream Merger (Abwärtsverschmelzung)	131
c) Upstream Merger (Aufwärtsverschmelzung)	132
d) Schuldübernahme	133

**Kapitel 4. Rechtliche Rahmenbedingungen und
Gestaltung eines Buy-Out**

I. Gründung und Ausgestaltung eines gemeinsamen Akquisitionsvehikels	136
1. Wahl der Gesellschaftsform	136

Inhaltsverzeichnis

2. Gesellschaftervereinbarung	137
a) Künftige Corporate Governance	137
b) Wettbewerbsverbot	138
c) Garantien	139
d) Ausstiegsregeln	140
II. Rechtliche Gestaltung von Managementbeteiligungen	143
1. Allgemeines	143
a) Abgrenzung	143
b) Interessenlage	143
c) Finanzierung einer Eigenkapitalbeteiligung	143
d) Bündelung der Managerbeteiligungen	144
2. Sweet Equity	145
a) Ausgestaltung	145
b) Korrektur durch Vesting-Regeln	145
c) Steuerliche Folgen der Managerbeteiligung	148
3. Sonstige Beteiligungsformen	151
a) Sweat Equity	151
b) Tantiemen	152
c) Phantom Stock	153
d) Genussrechte	153
III. Die Finanzierung	154
1. Eigenkapital	154
a) Bedeutung	154
b) Bestimmender Faktor für die Finanzierungsstruktur	155
2. Mezzanine-Finanzierung	156
a) Allgemeines	156
b) Equity Kicker	156
c) Nachrang	157
3. Fremdkapital	159
a) Allgemeines	159
b) Covenants in Kreditverträgen	160
c) Die Besicherung der Fremdfinanzierung	162
d) Aufsichtsrechtliche Grenzen der Hebefinanzierung	163
IV. Rechtliche Grenzen von Umstrukturierungsmaßnahmen	165
1. Problemstellung	165
2. Aufsichtsrechtliche Grenzen des Asset Stripping	166
a) Anwendungsbereich des Übernahmesonderrechts des KAGB	166
b) Fälle des verbotenen Asset Stripping	167
3. Sonstige gesetzliche Grenzen	168
a) Dividendenausschüttung	168
b) Verschmelzung	170
c) Abschluss eines Beherrschungs- oder Gewinnabführungsvertrags	172
V. Rechtliche Grenzen von Eingriffen in das Vermögen der Zielgesellschaft	176
1. Haftung der Gesellschafter nach Kapitalerhaltungsregeln	176
a) Kapitalerhaltung bei der GmbH	176
b) Kapitalerhaltung bei der GmbH & Co. KG	180
c) Kapitalerhaltung bei der AG	180
2. Deliktische Gesellschafterhaftung	183
a) Konzept der Innenhaftung	183
b) Anwendung auf die LBO-Finanzierung	183
3. Haftung der geschäftsführenden Organe	184
a) Keine „financial assistance“ für Manager	184
b) Schadensersatzpflicht bei Verstoß gegen die Kapitalerhaltungsregeln ...	184

c) Allgemeine Sorgfaltspflicht	184
d) Insolvenzverursachungshaftung	185
VI. Der Erwerb der Zielgesellschaft	187
1. Publizitätspflichten und Fusionskontrolle	187
a) Transparenz	187
b) Kartellrechtliche Anmeldepflicht	188
2. Pflichten des Managements bei den Buy-Out-Verhandlungen	189
a) Konflikt mit Verschwiegenheitspflicht	189
b) Besondere Pflichten des Managements	191
3. Verhandlungs- und Prüfungsphase	191
a) Strukturierung des Verkaufsprozesses	191
b) Term Sheet	192
c) Due Diligence	193
4. Der Unternehmenskaufvertrag	194
a) Grundstrukturen	194
b) Abschluss des Unternehmenskaufs	198
c) Vollzug des Unternehmenskaufs	202
d) Haftung	204

**Kapitel 5. Managementbeteiligung bei
Institutionellen Buy-outs (IBO)**

I. Ausgangssituation: Wirtschaftliche Zusammenhänge einer Managementbeteiligung	210
1. Wertsteigerungspotenzial: Komponenten und Einflussmöglichkeiten	210
2. Finanzierung mit Fremdkapital – Leverage-Effekt	212
3. Zusammenarbeit mit Private Equity-Investoren	212
4. Anreizsystem	213
II. Disproportionales Beteiligungsmodell	213
1. Modellbeschreibung	213
a) Eigenkapital-Leverage	214
b) Allokation des Investments	215
c) Überschussreturn und Verwässerung	215
2. Auszahlungsprofil	215
a) Sensitivität unterschiedlicher Eigenkapitalbewertungen (Deal MoM) – Exit-Jahr 4	215
b) Break-even	216
c) Sensitivität entlang der Zeitleiste	216
3. Gestaltungsmöglichkeiten	218
4. Kennzahlen und Vergleich	219
a) Beispiel	219
b) Vergleich und Interpretation	221
c) Aufteilung zwischen Management- und Pari-passu-Strip	223
III. Ausgewählte Investitionskonditionen	224
1. Leaver-Risiko	224
2. Marktbewertung in der Portfoliophase	225
3. Dealspezifika	225
4. Eigenkapitalerhöhung	225
5. Continuation Fund	226
6. Exit IPO	227
IV. Alternative Modelle	227
1. Überschussmodell	228
a) Modellbeschreibung	228

Inhaltsverzeichnis

b) Auszahlungsprofil: Sensitivität unterschiedlicher Eigenkapitalbewertungen (Deal MoM) – Exit-Jahr 4	228
c) Auszahlungsprofil: Sensitivität entlang der Zeitleiste – Variante A	229
d) Gestaltungsmöglichkeiten	230
2. Envy-Faktor-Modell	230
a) Modellbeschreibung	230
b) Auszahlungsprofil: Sensitivität unterschiedlicher Eigenkapitalbewertungen (Deal MoM) – Exit-Jahr 4	231
c) Auszahlungsprofil: Sensitivität entlang der Zeitleiste	232
d) Gestaltungsmöglichkeiten	233
V. Abstimmungsprozess	233
1. Phase 1: Interne Phase	233
2. Phase 2: Abstimmung zwischen Management und Private Equity-Investoren	234
3. Phase 3: Implementierung	235
VI. Zusammenfassung	235

Kapitel 6. Die Umsetzung eines Buy-Out nach dem Closing

I. Wesentliche Einflussfaktoren auf die Post Closing Phase	237
1. Zustand des Unternehmens	238
a) Der Idealzustand	238
b) Der Mobilisierungsfall	238
c) Der Restrukturierungsfall	238
d) Der Sanierungsfall	239
2. Transaktionskontext/-anlass	239
a) Unternehmensnachfolge in mittelständischen Unternehmen	239
b) Veräußerung von Tochtergesellschaften bzw. Geschäftsfeldern	240
3. Zielsetzungen des Erwerbers	240
4. Interessenkonstellationen/Principal Agent Problem/Informationsasymmetrie	241
5. Vorgehensweise	241
6. Besondere Faktoren	242
a) Besonderheiten, Größe des Unternehmens	242
b) Arbeitnehmer, Lieferanten und Banken	243
c) Finanzierung des Buy-Out	243
II. Die vier Entwicklungshorizonte nach einem Closing	243
1. Kontrolle, Risikomanagement und Momentum (Horizont 1)	244
a) Überprüfung der Zahlungsströme	244
b) Analyse der einzelnen Geschäftsvorgänge	244
c) Verifizierung der Due Diligence-Daten	244
d) Kommunikation mit Mitarbeitern, Kunden und Banken	245
2. Wertsteigerung und Steigerung der Innenfinanzierung (Horizont 2)	245
a) Maßnahmen zur Verbesserung des Vertriebs	245
b) Produktoptimierung	245
c) Kostenreduktionen	246
d) Finanzierung	246
e) Exkurs: ESG	246
3. Strategische Neuausrichtung (Horizont 3)	247
4. Nachhaltigkeit der Verbesserungen (Horizont 4)	247
a) „Können“	248
b) „Verstehen“	248
c) „Wollen“	248
III. Zusammenfassung	249

Inhaltsverzeichnis

Anhang 1 Vermittlungsvereinbarung	251
Anhang 2 Unternehmenskaufvertrag (Asset Deal)	255
Anhang 3 Geschäftsanteilskauf- und -einbringungsvertrag (Share Deal) ..	265
Anhang 4 Managerbeteiligungsgesellschaft	279
Anhang 5 Gesellschaftervereinbarung	285
Glossar	295
Sachverzeichnis	301