

## 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

XI

**Inhaltsübersicht**

---

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

**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 disproportionaler 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 Hebelfinanzierung .....	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/Informationsasymetrie .....	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



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