

# Inhaltsübersicht

## 1. Teil. Investoren

§ 1 Stiftungen als Investoren (Richter/Steinmüller/Gollan) .....	1
§ 2 Versicherungsunternehmen und Pensionskassen als Investoren (von Berger/Reusche) .....	18
§ 3 Dachfonds als Investoren (von Kuhlberg/Seidel) .....	36

## 2. Teil. Fondsstrukturierung

§ 4 Inländische Fondsstrukturen (Schatz) .....	73
§ 5 Fondsstrukturen (Inbound) (Klass/Lay) .....	82
§ 6 Fondsstrukturen (Outbound) (Boxberger) .....	108

## 3. Teil. Due Diligence

§ 7 Legal Due Diligence (Geyrhalter/Zirngibl) .....	139
§ 8 Tax Due Diligence (Böhl) .....	165
§ 9 Financial Due Diligence und Unternehmensbewertung (Strottmann/Pinkernelle) .....	191

## 4. Teil. Beteiligungsstrukturierung

§ 10 Management-Beteiligung (Hohaus) .....	207
§ 11 Beteiligungsvertrag (Inhester) .....	230
§ 12 Fremdfinanzierung (Ingenhoven) .....	256
§ 13 Steuerliche Fragen der Akquisitionsfinanzierung und Rekapitalisierung einer deutschen Zielgesellschaft (Helios/Kloster/Tchervenatchki) .....	290
§ 14 Beteiligungscontrolling (Theiler) .....	339

## 5. Teil. Exit-Strukturierung

§ 15 Exit-Option Anteilsveräußerung (von Beauvais/Hellich) .....	363
§ 16 Exit-Option Börsengang (Schlitt/Ries) .....	396
§ 17 Dual-Track-Verfahren (Simmat/Schneider) .....	423

## 6. Teil. Einzelrechtsgebiete

§ 18 Steuerrechtliche Fragestellungen (Herkenroth/Striegel/Wiesbrock) .....	449
§ 19 Kartellrechtliche Fragestellungen (Rinne) .....	480
§ 20 Arbeitsrechtliche Fragestellungen (Löw) .....	541

## 7. Teil. Spezielle Beteiligungsformen

§ 21 PIPEs (Nussbaum/Rothenfusser) .....	569
§ 22 Mezzanine Investments (Klier/Kuzmicki/von Schweinitz) .....	596
§ 23 Distressed Equity Investments (Knecht/Jesch) .....	643
§ 24 Distressed Debt Investments (Halasz/Vögelmann/Körner) .....	667
§ 25 Real Estate Investments (Töben/Fischer) .....	723
§ 26 Infrastructure Investments (Stengel/Muhs) .....	740
§ 27 Biotechnology Investments (Freier/Schell) .....	759

## 8. Teil. Länderberichte/Country Reports

§ 1 USA (Skilken/Spangler) .....	777
§ 2 UK (Fleet/Spangler/Lewin) .....	793

## Inhaltsübersicht

§ 3 Frankreich ( <i>Dutton/Goldschmidt/Teissier/Dufrêne</i> ) . . . . .	808
§ 4 Österreich ( <i>Sauer/Aigner/Pucher</i> ) . . . . .	824
§ 5 Spanien ( <i>Hödl/von Thunen</i> ) . . . . .	836
§ 6 Belgien ( <i>Liebman/Rousselle</i> ) . . . . .	855
§ 7 Niederlande ( <i>van Asbeck/Reumkens</i> ) . . . . .	869
§ 8 Schweden ( <i>Busch/Bärlin</i> ) . . . . .	875
§ 9 Kanada ( <i>Dietrich/Johnston</i> ) . . . . .	887
§ 10 Japan ( <i>Shirai/Hafermalz</i> ) . . . . .	899
§ 11 Volksrepublik China ( <i>Liew/Xing</i> ) . . . . .	921
§ 12 Indien ( <i>Krause/von Ilsemann</i> ) . . . . .	931
§ 13 Russland ( <i>Heidemann</i> ) . . . . .	944
Rechtsprechungs- und Literaturverzeichnis . . . . .	955
Stichwortverzeichnis . . . . .	989

# Inhaltsverzeichnis

## 1. Teil. Investoren

§ 1 Stiftungen als Investoren ( <i>Richter/Steinmüller/Gollan</i> ) . . . . .	1
1. Einleitung . . . . .	1
2. Stiftungen als Anleger . . . . .	2
2.1. Rechtsformen . . . . .	2
2.1.1. Die rechtsfähige Stiftung bürgerlichen Rechts . . . . .	3
2.1.2. Die nichtrechtsfähige Stiftung . . . . .	3
2.1.3. Die Stiftungs-GmbH . . . . .	3
2.1.4. Der Stiftungs-Verein . . . . .	4
2.1.5. Stiftungen der öffentlichen Hand . . . . .	4
2.2. Allgemeine rechtliche Grundlagen der Vermögensanlage für Stiftungen . . . . .	4
2.2.1. Zivilrechtliche Rahmenbedingungen für die Vermögensanlage . . . . .	4
2.2.2. Gemeinnützige-rechtliche Rahmenbedingungen für die Vermögensanlage . . . . .	6
3. Charakteristika von Private-Equity-Fonds . . . . .	6
4. Rechtliche Fragestellungen im Zusammenhang mit der Anlage von Stiftungen in Anteile an Private-Equity-Fonds . . . . .	8
4.1. Verlustrisiko . . . . .	8
4.1.1. Stiftungsrechtliches Gebot der sicheren Vermögensanlage . . . . .	8
4.1.2. Gemeinnützige-rechtliches Gebot der Selbstlosigkeit . . . . .	11
4.2. Beteiligung an gewerblichen Private-Equity-Fonds . . . . .	12
4.2.1. Folgen der Gewerblichkeit für steuerpflichtige Stiftungen . . . . .	12
4.2.2. Folgen der Gewerblichkeit für gemeinnützige Stiftungen . . . . .	12
4.2.3. Abgrenzung von Gewerblichkeit und Vermögensverwaltung bei Private-Equity-Fonds . . . . .	13
4.3. Illiquidität von Anlagen in Private-Equity-Fonds . . . . .	14
4.3.1. Gebot der ertragreichen Vermögensanlage . . . . .	14
4.3.2. Gebot der zeitnahe Mittelverwendung . . . . .	15
4.4. Kostenstrukturen von Private-Equity-Fonds . . . . .	16
4.4.1. Stiftungsrechtliche Vorgaben beim Einsatz von Vermögensverwaltern . . . . .	16
4.4.2. Gemeinnützige-rechtliches Begünstigungsverbot . . . . .	17
5. Zusammenfassung . . . . .	17
§ 2 Versicherungsunternehmen und Pensionskassen als Investoren ( <i>von Berger/Reusche</i> ) . . . . .	18
1. Einleitung . . . . .	18
2. Anforderungen durch Regulierung . . . . .	19
2.1. Zweck und Umfang der Versicherungsaufsicht . . . . .	19
2.2. Vermögensbegriff des Versicherungsaufsichtsgesetzes . . . . .	20
2.3. Anlagebeschränkungen . . . . .	20
2.3.1. Qualitative Beschränkungen . . . . .	20
2.3.2. Quantitative Beschränkungen . . . . .	22
2.3.3. Kontrolle durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht . . . . .	23
3. Anforderungen durch Kapitalmarkt und Steuergesetze . . . . .	24
3.1. Erfordernis einer niedrigen Volatilität der Anlagen . . . . .	24
3.2. Vermeidung einer gewerblichen Infektion . . . . .	25

## Inhaltsverzeichnis

3.3. Master-Feeder-Struktur für Private-Equity-Fonds .....	27
4. Zukünftige Anforderungen durch Solvency II .....	28
4.1. Entwicklung der Versicherungsaufsicht zu Solvency I .....	28
4.2. Fortentwicklung der Versicherungsaufsicht zu Solvency II .....	30
4.3. Konsequenzen für die Anlage in Private Equity .....	32
5. Fazit .....	33
§ 3 Dachfonds als Investoren ( <i>von Kuhlberg/Seidel</i> ) .....	36
1. Vorbemerkung .....	37
2. Dachfonds als Investoren .....	37
2.1. Struktur eines Private-Equity-Dachfonds („Fund-of-Funds“) .....	37
2.2. Multi-Fonds-Strategie oder Feeder Fund .....	38
2.3. Blind Pool- oder Pre-Commitment-Strategie .....	38
2.4. Private-Equity-Allokationen über Dachfonds .....	39
2.5. Dachfondskonzepte für private und institutionelle Investoren .....	40
2.5.1. Diversifizierte „Retail“-Produkte für private Investoren .....	40
2.5.2. Spezialisierte Konzepte für institutionelle Investoren .....	40
2.6. Typische Merkmale für die Strukturierung von Private-Equity-Dachfonds .....	41
2.6.1. Trennung von Vermögensanlage und Vermögensverwaltung .....	42
2.6.2. Vergütungsstrukturen .....	42
2.6.3. Weitere typische Fondsstrukturierungsmerkmale .....	44
2.7. Erfolgsfaktoren eines Private-Equity-Dachfonds .....	44
2.7.1. Risikoreduktion durch Diversifikation .....	44
2.7.2. Qualität des Managements .....	45
2.7.3. Kontinuität .....	46
2.7.4. Track Record .....	46
2.7.5. Commitment-Struktur .....	47
2.7.6. Weitere Erfolgsfaktoren .....	48
3. Private-Equity-Dachfonds in der Rechtsform einer GmbH & Co. KG .....	48
3.1. Steuerliche Gesichtspunkte für die Wahl der Rechtsform einer GmbH & Co. KG .....	48
3.1.1. Besteuerung der Investoren .....	48
3.1.2. Erfordernis der Abgrenzung zwischen privater Vermögensverwaltung und gewerblicher Tätigkeit .....	49
3.2. Haftungsrechtliche Gesichtspunkte für die Wahl der Rechtsform einer GmbH & Co. KG .....	51
3.3. Gesellschafterstruktur eines Dachfonds in der Rechtsform der GmbH & Co. KG .....	51
3.3.1. Komplementärin .....	51
3.3.2. Gründungskommanditisten .....	51
3.3.3. Investoren als Kommanditisten .....	52
4. Andere Beteiligungsformen .....	53
4.1. Gesellschaft mit beschränkter Haftung .....	53
4.2. Aktiengesellschaft .....	54
4.3. Wagniskapitalbeteiligungsgesellschaft .....	55
4.4. Unternehmensbeteiligungsgesellschaft .....	56
4.5. Strukturen nach Luxemburger Recht .....	58
4.5.1. Société d'Investissement à Capital Variable (SICAV) .....	58
4.5.2. Société d'Investissement en Capital à Risque (SICAR) .....	59
5. Erlaubnispflicht .....	61
5.1. Erlaubnispflicht nach dem Kreditwesengesetz .....	61
5.1.1. Verwaltungspraxis der BaFin in Bezug auf Treuhandkommanditmodelle .....	62

# Inhaltsverzeichnis

5.1.2. Gegenauflistung der Rechtsprechung .....	63
5.1.3. Keine Erlaubnispflicht von Private-Equity-Fonds nach dem Kreditwesengesetz .....	64
5.2. Erlaubnispflicht nach dem Investmentgesetz .....	65
6. Prospektpflicht .....	65
6.1. Rechtsgrundlagen .....	65
6.2. Öffentliches Angebot .....	66
6.3. Prospektinhalt .....	67
6.4. Prospektprüfung und Veröffentlichung .....	67
6.5. Prospekthaftung .....	68
7. Vertragsdokumentation .....	68
7.1. Gesellschaftsvertrag/ „Limited Partnership Agreement“ .....	69
7.2. Managementvertrag .....	69
7.3. Treuhandvertrag .....	70
7.4. Mittelverwendungsvertrag .....	71
<b>2. Teil. Fondsstrukturierung</b>	
§ 4 Inländische Fondsstrukturen ( <i>Schatz</i> ) .....	73
1. Einleitung .....	73
2. Was ist ein Private-Equity-Fonds? .....	73
3. Was sind die Parameter für inländische Fondsstrukturen? .....	74
3.1. Personengesellschaftsmodelle .....	74
3.1.1. Die vermögensverwaltende GmbH & Co. KG .....	74
3.1.2. Gewerbliche GmbH & Co. KG .....	77
3.1.3. Das GbR mbH-Modell .....	77
3.1.4. Stille Gesellschaft als Beteiligungsmodell .....	78
3.2. Kapitalgesellschaftsmodelle .....	78
3.2.1. AG/GmbH-Modell .....	78
3.2.2. GmbH & Co. KGaA-Modell .....	78
3.3. Unternehmensbeteiligungsgesellschaft und Wagniskapitalbeteiligungsgesellschaft .....	80
3.3.1. Unternehmensbeteiligungsgesellschaft .....	80
3.3.2. Wagniskapitalbeteiligungsgesellschaft .....	80
4. Ausblick: Die AIFM-Richtlinie – Wie geht es weiter? .....	81
§ 5 Fondsstrukturen (Inbound) ( <i>Klass/Lay</i> ) .....	82
1. Einleitung .....	82
2. Ertragsteuerliche Behandlung von Inlandsinvestitionen durch Steuerausländer .....	83
2.1. Grundlagen .....	83
2.1.1. Steuersubjekte und Abkommensberechtigung .....	83
2.1.2. Beschränkte Steuerpflicht .....	85
2.2. Steuereffiziente Repatriierung von Gewinnen .....	92
2.2.1. Direktbeteiligung .....	93
2.2.2. Indirekte Beteiligung .....	94
2.2.3. Sonderfall Immobilieninvestment .....	99
3. US-amerikanische Vorgaben für Inlandsinvestitionen durch Steuerausländer .....	101
3.1. US-amerikanische Besteuerungstatbestände auf Investorenebene .....	102
3.1.1. Hinzurechnungsbesteuerung/CFC-Rules .....	102
3.1.2. ECI/UBTI .....	103
3.2. ERISA .....	105
3.2.1. Voraussetzungen der „Plan Assets Regulation“ .....	105
3.2.2. Rechtsfolgen des ERISA .....	105
3.2.3. Vermeidungsstrategien .....	106

# Inhaltsverzeichnis

§ 6 Fondsstrukturen (Outbound) ( <i>Boxberger</i> ) . . . . .	108
1. Einleitung . . . . .	108
1.1. Typische Outbound-Fondsstruktur: US-Fonds . . . . .	109
1.2. Typische Outbound-Fondsstruktur: Pan-Asienfonds . . . . .	110
1.3. Typische Outbound-Fondsstruktur: VR China-Fonds . . . . .	110
2. Aufsichtsrechtliche Strukturerwägungen . . . . .	112
2.1. Geographische Beschränkung der Anlagemöglichkeiten . . . . .	113
2.2. Schuldnerbezogene Beschränkungen . . . . .	114
2.3. Beschränkungen von Fremdwährungsengagements . . . . .	114
2.4. Anlagesicherheit: Monitoring . . . . .	114
2.5. Fungibilität/Treuhändervermerk . . . . .	115
2.6. Aufsichtsrechtlich probate Feeder-Vehikel . . . . .	115
3. Steuerrechtliche Strukturerwägungen . . . . .	115
3.1. Verfahrensrecht . . . . .	116
3.1.1. Erhöhte Anzeige- und Erklärungspflichten bei Auslandssachverhalten . . . . .	116
3.1.2. Steuererklärungspflichten (§§ 179, 180 AO) . . . . .	116
3.2. Besteuerung der Investoren . . . . .	117
3.2.1. Institutionelle Investoren . . . . .	118
3.2.2. Private Investoren . . . . .	120
3.2.3. Steuerbefreite Investoren . . . . .	120
3.3. Investmentsteuerrecht . . . . .	123
3.3.1. Anwendbarkeit des InvG/InvStG . . . . .	124
3.3.2. Vermeidung der „Strafbesteuerung“ . . . . .	128
3.4. Außensteuergesetz (AStG) . . . . .	130
3.5. Steuerliches Einlagekonto (§ 27 Abs. 8 KStG) . . . . .	131
3.5.1. EU-Gesellschaften . . . . .	131
3.5.2. Drittstaaten- (und EWR-)Gesellschaften . . . . .	132
3.6. Carried Interest . . . . .	132
3.6.1. Übergangsregelung unter MoRaKG . . . . .	134
3.6.2. Vermögensverwaltender Fonds/gewerbliches Carry-Vehikel . . . . .	134
3.6.3. Auszahlungs- und Zuflusszeitpunkt . . . . .	135
3.6.4. Lohnsteuerrechtliche Aspekte . . . . .	136
4. Fazit . . . . .	137
<b>3. Teil. Due Diligence</b>	
§ 7 Legal Due Diligence ( <i>Geyrhalter/Zirngibl</i> ) . . . . .	139
1. Die Due Diligence als Bestandteil einer Unternehmenstransaktion . . . . .	140
1.1. Einordnung der Due Diligence in den Transaktionsprozess . . . . .	140
1.2. Wechselwirkung von Due Diligence und Vertragsgestaltung . . . . .	141
2. Zulassung einer Due Diligence . . . . .	142
2.1. Die Due Diligence im Spannungsverhältnis von Informationsoffenlegung und Geheimhaltung . . . . .	142
2.2. Materieller Inhalt der Entscheidung über die Zulassung der Due Diligence . . . . .	144
2.3. Entscheidung über die Zulassung einer Due Diligence bei der Aktiengesellschaft . . . . .	144
2.3.1. Formelle Zuständigkeit für die Entscheidung . . . . .	144
2.3.2. Maßgebliche Entscheidungskriterien . . . . .	146
2.3.3. Abwägung der verschiedenen Interessen . . . . .	147
2.3.4. Zurückhaltung bestimmter Informationen aufgrund besonderer Verpflichtungen . . . . .	149
2.4. Entscheidung über die Zulassung einer Due Diligence bei der GmbH . . . . .	150

# Inhaltsverzeichnis

2.4.1. Gesellschafterbeschluss über die Zulassung der Due Diligence .....	150
2.4.2. Maßgebliche Entscheidungskriterien .....	151
2.4.3. Pflicht zur Zulassung der Due Diligence durch die Geschäftsführung aufgrund Informationsanspruchs des Gesellschafters .....	151
2.5. Entscheidung über die Zulassung einer Due Diligence bei Personengesellschaften .....	152
3. Vorbereitung der Due Diligence .....	153
3.1. Vorbereitung durch den Verkäufer .....	153
3.1.1. Aufbereitung der Information entsprechend der Due Diligence Request List .....	153
3.1.2. Einrichtung eines Datenraums .....	153
3.1.3. Erstellung von Datenraumregeln, Q&A-Process, Data Request Forms .....	155
3.1.4. Vorbereitung der Management Presentation .....	155
3.2. Vorbereitung durch den Käufer .....	155
3.2.1. Vorüberlegungen .....	155
3.2.2. Erstellen einer Due Diligence Request List und Übermittlung an den Verkäufer .....	155
3.2.3. Aufstellung des Due Diligence Teams .....	155
3.2.4. Festlegen der Reportingstandards .....	156
4. Durchführung der Due Diligence .....	156
4.1. Nutzung aller verfügbaren Informationsquellen .....	156
4.2. Kommunikation während der Due Diligence .....	157
4.3. Erstellung der Due Diligence Reports .....	157
4.3.1. Aufbau .....	157
4.3.2. Darstellung .....	158
5. Sonderfall Vendor Due Diligence .....	158
5.1. Vor- und Nachteile .....	158
5.2. Nutzen des Vendor Due Diligence Report für den Käufer .....	159
6. Typische Prüfungsschwerpunkte .....	159
6.1. Gesellschaftsrecht .....	159
6.2. Arbeitsrecht .....	160
6.3. Immobilienrecht .....	161
6.4. Commercial: Wichtige Vertragsbeziehungen .....	161
6.5. Gewerbliche Schutzrechte .....	161
6.6. Finanzierung/Banking .....	161
6.7. Versicherungen .....	162
6.8. Rechtsstreitigkeiten .....	162
6.9. Öffentliche Zusüsse und Beihilfen .....	162
7. Besonderheiten bei Private Equity Transaktionen .....	162
7.1. Einführung .....	162
7.2. Besonderheiten im Hinblick auf die Strukturierung von Private Equity Transaktionen .....	163
7.2.1. Übernahme oder Ablösung der bestehenden Finanzierung der Zielgesellschaft .....	163
7.2.2. Erweiterter Adressatenkreis der Due Diligence .....	163
7.3. Besonderheiten im Hinblick auf den Anlagehorizont von Private Equity Investoren .....	164
7.3.1. Restrukturierungsmöglichkeiten der Zielgesellschaft .....	164
7.3.2. Geplanter Exit .....	164
7.4. Besonderheiten bei Secondary Buy-outs .....	164
§ 8 Tax Due Diligence (Böhl) .....	165
1. Einführung .....	166

# Inhaltsverzeichnis

1.1. Begriff, Inhalt und Ziele . . . . .	166
1.2. Vorgehensweise . . . . .	166
2. Vorbereitung . . . . .	167
2.1. Auftragsvergabe und Festlegung des Untersuchungsprogramms . . . . .	167
2.2. Steuerlich relevante Informationen und ihre Beschaffung . . . . .	168
3. Durchführung . . . . .	169
3.1. Aufnahme des steuerlichen Status . . . . .	169
3.1.1. Abgeschlossene Betriebsprüfungen . . . . .	169
3.1.2. Offene Veranlagungszeiträume . . . . .	170
3.2. Untersuchung ausgewählter Bilanzpositionen . . . . .	170
3.2.1. Allgemeines . . . . .	170
3.2.2. Eigenkapital . . . . .	170
3.2.3. Rückstellungen . . . . .	170
3.2.4. Wertaufholung nach Teilwertabschreibungen . . . . .	171
3.2.5. Immaterielle Wirtschaftsgüter . . . . .	172
3.3. Organschaften . . . . .	173
3.3.1. Inhalt und Bedeutung der Organschaft . . . . .	173
3.3.2. Ausgewählte Prüfungsfelder . . . . .	174
3.4. Steuerliche Verlustvorträge . . . . .	175
3.4.1. Rechtslage bis 2007 . . . . .	175
3.4.2. Rechtslage ab 2008 . . . . .	177
3.4.3. Rechtslage ab 2010 . . . . .	178
3.5. Verträge mit Gesellschaftern/nahe stehenden Personen . . . . .	179
3.5.1. Gesellschaftsrechtlich verursachte Gewinnverschiebungen . . . . .	179
3.5.2. Verdeckte Gewinnausschüttung . . . . .	179
3.6. Finanzierung . . . . .	180
3.6.1. Allgemeines . . . . .	180
3.6.2. Gesellschafterfremdfinanzierung . . . . .	180
3.6.3. Zinsschranke . . . . .	181
3.7. Beziehungen zu ausländischen verbundenen Unternehmen . . . . .	183
3.7.1. Fremdvergleichsmaßstab als Prüfungsschwerpunkt . . . . .	183
3.7.2. Dokumentation von Verrechnungspreisen . . . . .	184
3.7.3. Einkünfteberichtigung . . . . .	184
3.8. Umsatzsteuer . . . . .	185
3.8.1. Ausgewählte Prüfungsschwerpunkte . . . . .	185
3.8.2. Umsatzsteuerliche Konsequenzen der Geschäftsveräußerung . . . . .	185
3.8.3. Umsatzsteuerliche Risiken des Zielunternehmens . . . . .	186
3.9. Grunderwerbsteuer . . . . .	187
3.9.1. Ausgewählte Prüfungsschwerpunkte . . . . .	187
3.9.2. Übertragung von Grundstücken (Asset Deal) . . . . .	187
3.9.3. Übertragung von Gesellschaftsanteilen (Share Deal) . . . . .	188
3.9.4. Restrukturierungen . . . . .	189
4. Auswertung . . . . .	189
4.1. Berichterstattung und Auswertung . . . . .	189
4.2. Steuerklauseln . . . . .	190
4.3. Maßnahmen zur Risikobegrenzung . . . . .	190
§ 9 Financial Due Diligence und Unternehmensbewertung	
( <i>Strottmann/Pinkernelle</i> ) . . . . .	191
1. Einführung . . . . .	191
2. Financial Due Diligence . . . . .	191
2.1. Zielsetzung einer Financial Due Diligence . . . . .	191
2.2. Bilanz, GuV und Business Plan als Informationsgrundlage . . . . .	192
2.3. Analyse des Working Capital . . . . .	193

# Inhaltsverzeichnis

2.4. Analyse des Cash Flow . . . . .	194
2.5. Analyse von Planungsrechnungen . . . . .	195
3. Unternehmensbewertung . . . . .	195
3.1. Grundsätzliche Problemstellung . . . . .	195
3.2. Direkte und indirekte Bewertungsverfahren . . . . .	196
3.3. Anwendung der Multiplikatormethode . . . . .	197
3.4. Anwendung der Discounted Cash Flow Methode . . . . .	198
3.5. Ertragswertverfahren . . . . .	201
3.6. Substanzwertverfahren . . . . .	201
3.7. Realoptionen . . . . .	202
3.8. Besonderheiten für Start-Up-Unternehmen . . . . .	203
3.9. IDW S1 . . . . .	204
3.10. EVCA and PEIGG Valuation Guidelines . . . . .	204
4. Zusammenfassung und Fazit . . . . .	205
<b>4. Teil. Beteiligungsstrukturierung</b>	
§ 10 Management-Beteiligung ( <i>Hohaus</i> ) . . . . .	207
1. Vorbemerkung . . . . .	207
1.1. Grundlagen . . . . .	207
1.2. Zielrichtungen von Managementbeteiligungen und vergleichbaren Anreizen . . . . .	208
2. Gestaltungsmöglichkeiten . . . . .	209
2.1. Echte Kapitalbeteiligung . . . . .	209
2.2. Tantiemen und virtuelle Kapitalbeteiligung . . . . .	210
2.3. Optionsrechte . . . . .	210
2.4. Kombinationsmodelle . . . . .	211
3. Tantiemen und Optionsrechte . . . . .	212
3.1. Allgemeine Rahmenbedingungen für Tantiemen . . . . .	212
3.1.1. Arbeitsrechtliche Grundsätze . . . . .	212
3.1.2. Problematik der verdeckten Gewinnausschüttung . . . . .	213
3.2. Optionsrechte . . . . .	214
3.2.1. Formelle Vorgaben des Aktiengesetzes . . . . .	214
3.2.2. Einbeziehung von Aufsichtsratsmitgliedern . . . . .	215
3.2.3. Arbeitsrechtliche Aspekte . . . . .	215
4. Eigenkapitalbeteiligungen . . . . .	217
4.1. Arten des Beteiligungserwerbs und dessen Finanzierung . . . . .	217
4.2. Wesentliche Vertragselemente . . . . .	218
4.2.1. Vesting-Schedule und Leaver-Scheme . . . . .	219
4.2.2. Ausgestaltung von Call- und Put-Optionen im Leaver Scheme . . . . .	220
4.2.3. Rechtliche Wirksamkeit von Call-Optionen . . . . .	221
4.2.4. Zwangseinziehung . . . . .	223
4.2.5. Rückkaufpreis . . . . .	224
4.2.6. Ratchets . . . . .	226
4.3. Steuerrechtliche Rahmenbedingungen . . . . .	226
4.3.1. Steuerliche Gestaltungsziele . . . . .	226
4.3.2. Lohnsteueranrufungsauskünfte . . . . .	228
5. Offenlegung der Vergütungen der Führungsorgane . . . . .	228
§ 11 Beteiligungsvertrag ( <i>Inhester</i> ) . . . . .	230
1. Grundlagen zur Begriffsbestimmung . . . . .	230
1.1. Rechtsnatur von Beteiligungsvereinbarungen . . . . .	231
1.2. Wechselwirkung von Beteiligungsvereinbarung und Satzung . . . . .	232
2. Der Letter of Intent als Produkt der Investitionsentscheidung des Investors . . . . .	233
2.1. Bedeutung des Letter of Intent für den Transaktionsverlauf . . . . .	233

# Inhaltsverzeichnis

2.2. Abgrenzung zum Vorvertrag . . . . .	234
3. Beteiligungsvereinbarung im engeren Sinn . . . . .	234
3.1. Beteiligung des Investors . . . . .	235
3.1.1. Beitritt durch Kapitalerhöhung . . . . .	235
3.1.2. Kombination mit Fremdkapitalinstrumenten . . . . .	237
3.1.3. Festlegung der (weiteren) Finanzierungsleistungen, Milestone-Finanzierung . . . . .	239
3.1.4. Disquotale Einlagen . . . . .	241
3.2. Garantieverpflichtungen der Gründungsgesellschafter . . . . .	241
3.2.1. Vertragliche Rechtsfolgenvereinbarungen (Garantien) . . . . .	241
3.2.2. Garantiegeber . . . . .	242
3.2.3. Maßgeblicher Zeitpunkt . . . . .	243
3.2.4. Rechtsfolgen der Garantieverletzung (Haftung) . . . . .	243
3.3. Verwässerungsschutz (Anti-Dilution) . . . . .	245
4. Typische Gesellschaftervereinbarungen im Rahmen der Beteiligung . . . . .	246
4.1. Corporate Governance Regelungen . . . . .	246
4.1.1. Besetzung der Management- und Aufsichtsgremien . . . . .	246
4.1.2. Informationsrechte . . . . .	247
4.1.3. Zustimmungsvorbehalte des PE-Investors . . . . .	248
4.1.4. Key-Man Klauseln, Vesting . . . . .	248
4.1.5. Wettbewerbsverbote . . . . .	249
4.1.6. Technologietransfer . . . . .	250
4.2. Anteilsverfügungen, Andienungs- und Vorkaufsrechte . . . . .	250
4.2.1. Verfügungsbeschränkungen, Vinkulierungsklauseln . . . . .	250
4.2.2. Andienungs- und Vorkaufsrechte . . . . .	251
4.3. Exitvereinbarungen . . . . .	252
4.3.1. Verpflichtung zum Trade Sale oder Börsengang . . . . .	252
4.3.2. Mitverkaufspflichten (Drag Along) . . . . .	252
4.3.3. Mitverkaufsrechte (Tag Along) . . . . .	253
4.3.4. Erlösverteilungspräferenzen . . . . .	253
5. Besondere Rechtsfragen im Zusammenhang mit der Beteiligungsvereinbarung . . . . .	254
5.1. Formfragen . . . . .	254
5.2. Laufzeit . . . . .	255
§ 12 Fremdfinanzierung ( <i>Ingenhoven</i> ) . . . . .	256
1. Einführung . . . . .	256
2. Beschreibung einer typischen Akquisitionsfinanzierungsstruktur . . . . .	257
3. Übersicht über die klassischen Fremdfinanzierungstranchen . . . . .	258
3.1. Senior-Kredite . . . . .	258
3.1.1. Laufzeitkredite – Term Facilities . . . . .	258
3.1.2. Betriebsmittellinie – Revolving Facility . . . . .	260
3.1.3. Ergänzende bilaterale Linien – Ancillary Facilities . . . . .	261
3.2. Second-Lien-Kredite . . . . .	261
3.3. Mezzanine-Kredite . . . . .	262
3.4. Sonderformen der Fremdfinanzierung . . . . .	264
3.4.1. PIK-Kredite . . . . .	264
3.4.2. Verkäuferdarlehen (Vendor Loans) . . . . .	265
3.4.3. Hochzinsanleihen (High Yield Bonds) . . . . .	266
3.4.4. Asset Based Lending . . . . .	266
4. Finanzierungszusage und Certain Funds . . . . .	267
4.1. Finanzierungszusage – Commitment Papers . . . . .	267
4.2. Sicherstellung der Kaufpreisfinanzierung – Certain Funds . . . . .	268
4.3. Wege zu Certain Funds . . . . .	269

## Inhaltsverzeichnis

4.3.1. Bankgarantie und Treuhandkonto . . . . .	269
4.3.2. Unterzeichneter Kreditvertrag . . . . .	269
4.3.3. Aufhebung des Dokumentationsvorbehaltes – Fundable Commitment Papers . . . . .	270
4.3.4. Übergangsfinanzierung – Interim Facility Agreement . . . . .	270
4.3.5. Erfüllung der Auszahlungsvoraussetzungen . . . . .	271
5. Vertragsdokumentation der Kreditfinanzierung . . . . .	271
5.1. Vertragsmuster für Kreditverträge . . . . .	271
5.2. Überblick über die wichtigsten Regelungen des Kreditvertrages . . . . .	273
5.2.1. Zusicherungen der Kreditnehmer – Representations . . . . .	273
5.2.2. Allgemeine Auflagen für Kreditnehmer – General Undertakings	274
5.2.3. Finanzkennzahlen – Financial Covenants . . . . .	277
5.2.4. Kündigungsgründe – Events of Default . . . . .	279
5.3. Konsortialbestimmungen und die Intercreditor-Vereinbarung . . . . .	281
5.3.1. Die Konsortialbestimmungen . . . . .	281
5.3.2. Die Intercreditor-Vereinbarung . . . . .	282
6. Die Besicherung der Kredite . . . . .	283
6.1. Struktur der Besicherung . . . . .	283
6.2. Aufhebung des strukturellen Nachrangs . . . . .	284
6.2.1. Aufsteigende Sicherheiten und Garantien . . . . .	284
6.2.2. Refinanzierung auf Ebene der Zielunternehmen . . . . .	285
6.2.3. Schuldübernahme – Debt Push-Down . . . . .	285
6.2.4. Verschmelzung mit der Zielgesellschaft . . . . .	286
6.2.5. Beherrschungsverträge und Gewinnabführungsverträge . . . . .	286
7. Steuerliche Aspekte im Zusammenhang mit der Akquisitionsfinanzierung . . . . .	287
7.1. Abzugsfähigkeit des Zinsaufwandes beim Kreditnehmer . . . . .	287
7.2. Besteuerung des Kreditgebers . . . . .	287
7.3. Kapitalertragsteuer . . . . .	288
§ 13 Steuerliche Fragen der Akquisitionsfinanzierung und Rekapitalisierung einer deutschen Zielgesellschaft ( <i>Helios/Kloster/Tchervenichki</i> ) . . . . .	290
1. Einleitung: Ziele einer aus steuerlicher Sicht optimierten Akquisitions- finanzierung . . . . .	291
2. Überblick über die steuerrechtlichen Parameter einer Akquisitions- finanzierung . . . . .	292
2.1. Grundsatz der Finanzierungsfreiheit . . . . .	292
2.2. Zinsschranke (§§ 4h EStG, 8a KStG) . . . . .	293
2.2.1. Tatbestandsvoraussetzungen und Wirkungsweise . . . . .	293
2.2.2. Praktisch relevante Finanzierungsgestaltungen außerhalb der gesetzlichen Ausnahmetatbestände . . . . .	296
2.2.3. Gesetzliche Ausnahmen von der Zinsschranke . . . . .	298
2.3. Gewerbesteuerliche Abzugsbeschränkungen . . . . .	302
3. Besonderheiten einer grenzüberschreitenden Akquisitionsstruktur . . . . .	303
3.1. Nutzung einer ausländischen Holdinggesellschaft . . . . .	303
3.1.1. Zwischenschaltung einer LuxCo . . . . .	303
3.1.2. Nutzung grenzüberschreitender Akquisitionsstrukturen . . . . .	306
3.2. Steuerfolgen für die inländische Akquisitionsgesellschaft (NewCo) . . . . .	306
3.3. Steuerfolgen für die inländische Zielgesellschaft . . . . .	309
4. Ausgewählte Debt-push-down Strukturen . . . . .	310
4.1. Überblick . . . . .	310
4.2. Organschaft . . . . .	310
4.2.1. Voraussetzungen und Funktionsweise . . . . .	310
4.2.2. Zeitliche Fragen . . . . .	311
4.2.3. Pro- und con . . . . .	313

# Inhaltsverzeichnis

4.3. Verschmelzung der Erwerbszweck- auf die Zielgesellschaft (Down-stream Verschmelzung) . . . . .	313
4.3.1. Voraussetzungen und Funktionsweise . . . . .	315
4.3.2. Weitere Rechtsfolgen . . . . .	317
4.3.3. Zeitliche Fragen . . . . .	318
4.3.4. Pro- und con . . . . .	318
4.4. Verschmelzung der Ziel- auf die Erwerbszweckgesellschaft (Up-stream merger) . . . . .	319
4.4.1. Voraussetzungen und Funktionsweise . . . . .	319
4.4.2. Weitere Rechtsfolgen . . . . .	321
4.4.3. Zeitliche Fragen . . . . .	322
4.4.4. Pro- und con . . . . .	322
4.5. Formwechsel der Zielgesellschaft und sich anschließende Anwachstung .	322
4.6. Debt-push-down durch „Umhängen“ der Fremdfinanzierung . . . . .	323
4.6.1. Erwerb eigener Anteile . . . . .	324
4.6.2. Fremdfinanzierte Dividende bzw. fremdfinanziertes Up-stream Darlehen . . . . .	324
4.6.3. Konzerninterne Veräußerung (insbesondere beim internationalen Debt-push-down) . . . . .	325
4.7. Besonderheiten bei der Übernahme börsennotierter Gesellschaften .	326
5. Gewinnrepatriierung . . . . .	327
5.1. Ausgangsstruktur . . . . .	327
5.2. Besteuerung des Target/NewCo beim „full-exit“ aus der Struktur .	328
5.3. Besteuerung von Ausschüttungen des Target/NewCo („Teil-Exit“) 5.3.1. Körperschaftsteuer . . . . .	328
5.3.2. Gewerbesteuer . . . . .	330
5.4. Besteuerung der Repatriierung von Lux S.arl an den PE-Fonds . . . .	330
6. Rekapitalisierung (Leveraged Re-Capitalization) als wirtschaftlicher Teil-Exit . . . . .	330
6.1. Wirtschaftliche Hintergrund . . . . .	330
6.2. Struktur der Leveraged Recap . . . . .	332
6.2.1. Ablauf der Leveraged Recap . . . . .	332
6.2.2. Zusammenfassendes Beispiel einer Leveraged Recap . . . . .	335
6.3. Gesellschaftsrechtliche Rahmenbedingungen . . . . .	337
§ 14 Beteiligungscontrolling ( <i>Theiler</i> ) . . . . .	339
1. Einleitung . . . . .	339
2. Begriffsabgrenzungen und Definitionen . . . . .	340
2.1. Skizzierung des Private Equity Geschäftsmodells . . . . .	340
2.2. Begriff des Beteiligungscontrolling in Private Equity Gesellschaften .	341
2.2.1. Abgrenzung zum allgemeinen Controllingbegriff . . . . .	341
2.2.2. Merkmale des Private Equity Beteiligungscontrolling . . . . .	341
2.2.3. Abgrenzung des Private Equity Beteiligungscontrolling gegen- über dem Beteiligungscontrolling aus Konzernsicht . . . . .	343
3. Aufgaben des Private Equity Beteiligungscontrolling in den unterschied- lichen Investmentphasen . . . . .	343
3.1. Aufgaben des Private Equity Beteiligungscontrolling in der Investitions- phase . . . . .	344
3.1.1. Allgemeine Aufgaben und Zielsetzungen . . . . .	344
3.1.2. Ergebnisse der Investitionsphase . . . . .	344
3.1.3. Wertsteigerungskonzept/Finanzplan für das Portfolio- Unternehmen . . . . .	345
3.1.4. Maßnahmenplan („6-Monatsplan“) für das Portfolio- Unternehmen . . . . .	347

# Inhaltsverzeichnis

3.2. Aufgaben des Private Equity Beteiligungscontrolling in der Betreuungsphase .....	347
3.2.1. Abweichungsanalyse/Laufender Soll-/Ist-Vergleich .....	347
3.2.2. Dem Private Equity Controller kommen in dieser Phase somit drei wesentliche Aufgabenbereiche zu .....	348
3.3. Aufgaben des Private Equity Beteiligungscontrolling in der Exitphase ..	348
4. Wichtige Instrumente des Private Equity Beteiligungscontrolling .....	349
4.1. Einordnung .....	349
4.2. Wesentliche Kennzahlen des Private Equity Beteiligungscontrolling zur Informationsgewinnung .....	351
4.2.1. Kennzahlen der Liquidität und Kapitalverzinsung .....	351
4.2.2. Weitere Kennzahlen des Private Equity Controlling .....	352
4.2.3. Zusammenfassung wesentlicher Kennzahlen des Private Equity Beteiligungscontrolling .....	353
4.3. Informationsaufbereitung im Portfoliobericht .....	353
4.3.1. Überblick und Zusammenfassung .....	354
4.3.2. Kennzahlensystem .....	355
4.4. Informationsverdichtung im Controlling-Gespräch .....	358
5. Erfolgsfaktoren des Private Equity Beteiligungscontrolling aus Anwendersicht .....	360
5.1. Aufhebung Informationsasymmetrien zwischen Management des Beteiligungsunternehmens und der Private Equity Gesellschaft .....	360
5.2. Konsequenz der Kontrolle/Effiziente Verzahnung der Controlling-Instrumente .....	361
5.3. Funktionale Träger des Beteiligungscontrolling .....	361
6. Fazit .....	362
<b>5. Teil. Exit-Strukturierung</b>	
§ 15 Exit-Option Anteilsveräußerung ( <i>von Beauvais/Hellich</i> ) .....	363
1. Vorbemerkung .....	364
2. Arten des Exit durch Anteilsveräußerung .....	364
2.1. Trade Sale .....	364
2.2. Secondary Purchase .....	365
2.3. Buy Back .....	366
3. Bewertung der Exit-Möglichkeiten .....	366
3.1. Trade Sale .....	367
3.2. Secondary Purchase .....	368
3.3. Buy Back .....	369
4. Exit-Regelungen in Beteiligungsvereinbarung und Satzung .....	369
4.1. Mitveräußerungspflicht (drag along) .....	369
4.2. Mitveräußerungsrecht (tag along) .....	370
4.3. Liquidationspräferenz .....	370
4.4. Call Option, Vorerwerbsrecht/Voranbietungspflicht, Vorkaufsrecht .....	371
5. Rechtliche Ausgestaltung .....	372
5.1. Allgemeines .....	372
5.1.1. Kaufpreis .....	372
5.1.2. Fusionskontrollrechtliche Anmeldepflichten .....	374
5.2. Trade Sale .....	376
5.2.1. Rechtliche Struktur .....	376
5.2.2. Haftung .....	377
5.2.3. Gewährleistung und Garantie .....	378
5.2.4. Meldepflichten .....	383
5.2.5. Besonderheiten Trade Sale durch Asset Deal .....	383

## Inhaltsverzeichnis

5.3. Secondary Purchase . . . . .	386
5.3.1. Rechtliche Struktur . . . . .	386
5.3.2. Gewährleistung und Garantie . . . . .	387
5.4. Buy Back . . . . .	387
6. Steuerliche Folgen . . . . .	387
6.1. Trade Sale durch Share Deal . . . . .	387
6.1.1. Verkehrsteuern . . . . .	387
6.1.2. Ertragsteuern . . . . .	388
6.2. Trade Sale durch Asset Deal . . . . .	391
6.2.1. Verkehrsteuern . . . . .	391
6.2.2. Ertragsteuern . . . . .	392
6.3. Secondary Purchase . . . . .	392
6.4. Buy Back . . . . .	392
7. Strukturierung des Verkaufsprozesses . . . . .	393
7.1. Phase 1 – Vorbereitung . . . . .	393
7.2. Phase 2 – Käuferauswahl . . . . .	393
7.3. Phase 3 – Due Diligence . . . . .	394
7.4. Phase 4 – Vertragsverhandlungen . . . . .	394
7.5. Phase 5 – Signing und Closing . . . . .	395
§ 16 Exit-Option Börsengang ( <i>Schlitt/Ries</i> ) . . . . .	396
1. Einführung . . . . .	396
2. Rechtliche Voraussetzungen eines Börsengangs . . . . .	397
3. Vorbereitung des Börsengangs . . . . .	398
3.1. Dual Track . . . . .	398
3.2. Börseneinführungsrechte . . . . .	398
3.3. Umwandlung der Gesellschaft . . . . .	398
3.4. Anpassung der Satzung . . . . .	399
3.5. Auswahl der Konsortialbanken . . . . .	400
3.6. Due Diligence . . . . .	401
3.7. Emissionskonzept . . . . .	401
3.7.1. Börsenzulassung . . . . .	401
3.7.2. Öffentliches Angebot von Aktien . . . . .	403
3.7.3. Emissionsvolumen . . . . .	404
4. Dokumentation . . . . .	404
4.1. Wertpapierprospekt . . . . .	404
4.1.1. Prospektfordernis . . . . .	404
4.1.2. Prospektinhalt . . . . .	404
4.1.3. Prospektsprache . . . . .	405
4.1.4. Billigung . . . . .	406
4.1.5. Veröffentlichung . . . . .	406
4.1.6. Nachtragspflicht . . . . .	406
4.1.7. Europäischer Pass . . . . .	407
4.1.8. Prospekthaftung . . . . .	407
4.2. Gremienbeschlüsse . . . . .	408
4.2.1. Hauptversammlung . . . . .	408
4.2.2. Vorstand . . . . .	409
4.2.3. Aufsichtsrat . . . . .	409
4.3. Mandatsvereinbarung . . . . .	409
4.4. Übernahmevertrag . . . . .	410
4.5. Angebot . . . . .	415
4.5.1. Bookbuilding . . . . .	415
4.5.2. Decoupled Bookbuilding . . . . .	416
4.6. Börsenzulassung . . . . .	417

## Inhaltsverzeichnis

5. Marketing und Stabilisierung . . . . .	418
5.1. Marketing . . . . .	418
5.2. Stabilisierung . . . . .	419
6. Kapitalmarktrechtliche Folgepflichten . . . . .	422
7. Fazit . . . . .	422
§ 17 Dual-Track-Verfahren ( <i>Simmat/Schneider</i> ) . . . . .	423
1. Einleitung . . . . .	423
2. Definition . . . . .	424
3. M&A-Prozess, IPO und Dual Track . . . . .	425
3.1. M&A-Prozess . . . . .	425
3.1.1. Trade Sale – Verkauf an einen strategischen Investor . . . . .	425
3.1.2. Secondary Buyout – Verkauf an einen Finanzinvestor . . . . .	426
3.2. Börsengang (IPO) . . . . .	426
3.3. Dual Track . . . . .	428
3.3.1. Transaktionssicherheit . . . . .	429
3.3.2. Erlösmaximierung . . . . .	430
3.3.3. Weitere Motive . . . . .	431
4. Herausforderungen und Besonderheiten bei Durchführung eines Dual Track . . . . .	431
4.1. Prozess und Koordination . . . . .	431
4.1.1. Die Vorbereitung des Exits, Synergien . . . . .	431
4.1.2. Die Rolle des Managements . . . . .	437
4.1.3. Auswahl der Berater . . . . .	441
4.1.4. Prozesssteuerung und Kommunikation . . . . .	442
4.1.5. Zeitliche Planung . . . . .	444
4.2. Besondere rechtliche Anforderungen . . . . .	446
4.2.1. Vertraulichkeitsvereinbarung . . . . .	446
4.2.2. Prozessbrief . . . . .	446
4.2.3. Unternehmenskaufvertrag . . . . .	447
4.2.4. Mandatsvereinbarung Bank/Übernahmevertrag . . . . .	447
5. Dual Track – Pro und Contra auf einen Blick . . . . .	448
<b>6. Teil. Einzelrechtsgebiete</b>	
§ 18 Steuerrechtliche Fragestellungen ( <i>Herkenroth/Striegel/Wiesbrock</i> ) . . . . .	449
1. Vorbemerkung . . . . .	449
2. Die vermögensverwaltende Personengesellschaft als der Standardfall . . . . .	450
2.1. Die Struktur und Vorgaben . . . . .	450
2.2. Die Besteuerung der Personengesellschaft . . . . .	451
2.2.1. Die steuerliche Transparenz . . . . .	451
2.2.2. Die gewerbliche Tätigkeit der Personengesellschaft . . . . .	452
2.2.3. Das Besteuerungsverfahren . . . . .	454
2.2.4. Der Einspruch und das Rechtsbehelfsverfahren . . . . .	454
2.2.5. Das Zwischenergebnis . . . . .	454
2.3. Die Besteuerung der Investoren . . . . .	455
2.3.1. Natürliche Personen . . . . .	455
2.3.2. Institutionelle Investoren . . . . .	460
2.3.3. Steuerbefreite institutionelle Investoren . . . . .	462
2.3.4. Der Carry-Inhaber . . . . .	464
2.4. Das Investmentsteuergesetz . . . . .	470
2.5. Die Umsatzsteuer . . . . .	470
3. Die Kapitalgesellschaft als Fondsgesellschaft . . . . .	472
4. Die Unternehmensbeteiligungsgesellschaft nach UBG als Fondsgesellschaft . . . . .	473
5. Die Wagnisbeteiligungsgesellschaft als Fondsgesellschaft . . . . .	473
6. Die SICAR als Fondsgesellschaft . . . . .	474

## Inhaltsverzeichnis

7. Die Finanzierung .....	474
7.1. Zinsschranke .....	475
7.2. CPECs .....	476
8. Transaktionskosten .....	477
8.1. Ertragsteuer .....	477
8.2. Umsatzsteuer .....	477
9. Laufende Kosten des Fonds .....	477
9.1. Ertragsteuer .....	477
9.2. Umsatzsteuer .....	478
10. Der ausländische Investor .....	479
10.1. Die natürliche Person .....	479
10.2. Der ausländische institutionelle Anleger .....	479
§ 19 Kartellrechtliche Fragestellungen ( <i>Rinne</i> ) .....	480
1. Einführung .....	481
2. Europäische Fusionskontrolle .....	482
2.1. Allgemeines .....	482
2.2. Zusammenschlusstatbestand .....	482
2.2.1. Die Fusion .....	482
2.2.2. Der Kontrollerwerb .....	483
2.2.3. Bankenklausel .....	485
2.3. Umsatzschwellen des Art. 1 FKVO .....	485
2.3.1. Umsatzschwellen des Art. 1 Abs. 2 und 3 FKVO .....	486
2.3.2. Beteiligte Unternehmen .....	486
2.3.3. Berechnung des Umsatzes, Art. 5 FKVO .....	487
2.3.4. Berechnung des Umsatzes bei PE Unternehmen .....	488
2.4. Materielle Beurteilung von Zusammenschlussvorhaben .....	489
2.4.1. Marktabgrenzung .....	489
2.4.2. Materielle Beurteilung des Zusammenschlussvorhabens .....	491
2.4.3. Nebenabreden .....	496
2.5. Das Verfahren .....	497
2.5.1. Das Verfahren vor Einreichung der Anmeldung (pre-notification) .....	498
2.5.2. Formale Voraussetzungen der Anmeldung .....	498
2.5.3. Das Vollzugsverbot und seine Ausnahmen, Art. 7 FKVO .....	499
2.5.4. Die Fristen .....	500
2.5.5. Verpflichtungszugsagen .....	500
2.5.6. Die Beteiligung Dritter am Verfahren .....	501
2.5.7. Die Entscheidung .....	502
2.5.8. Rechtsmittel gegen die Entscheidung .....	503
3. Deutsche Fusionskontrolle .....	504
3.1. Allgemeines .....	504
3.2. Zusammenschlusstatbestand .....	505
3.2.1. Zusammenschlusstatbestände des § 37 Abs. 1 GWB .....	505
3.2.2. Beteiligte Unternehmen .....	509
3.3. Umsatzschwellen des § 35 GWB .....	509
3.3.1. Umsatzschwellen des § 35 Abs. 1 Nr. 1 und 2 GWB .....	509
3.3.2. Ausnahmen von der Anmeldepflicht .....	509
3.3.3. Berechnung des Umsatzes, § 38 GWB .....	510
3.4. Inlandsauswirkung im Sinne des § 130 Abs. 2 GWB .....	512
3.5. Materielle Beurteilung von Zusammenschlussvorhaben .....	512
3.5.1. Marktabgrenzung .....	512
3.5.2. Entstehung oder Verstärkung einer marktbeherrschenden Stellung .....	512
3.5.3. Abwägungsklausel .....	513

## Inhaltsverzeichnis

3.5.4. Nebenabreden .....	516
3.6. Das Verfahren .....	516
3.6.1. Formale Voraussetzungen der Anmeldung .....	516
3.6.2. Vollzugsverbot und Ausnahmen .....	517
3.6.3. Behandlung bereits vollzogener Zusammenschlüsse .....	517
3.6.4. Die Fristen .....	518
3.6.5. Die Beteiligung Dritter am Verfahren .....	519
3.6.6. Die Entscheidung .....	519
3.6.7. Rechtsmittel gegen die Entscheidung .....	519
3.6.8. Vollzugsanzeige, § 39 Abs. 6 GWB .....	520
3.6.9. Gebühren, § 80 Abs. 1 und 2 GWB .....	520
3.7. Ministererlaubnis, § 42 GWB .....	521
4. Verweisung von Zusammenschlussvorhaben zwischen den nationalen Kartellbehörden und der Kommission .....	521
4.1. Möglichkeit der Verweisung durch die Kommission an nationale Kartellbehörden .....	521
4.1.1. Verweisung auf Antrag eines Mitgliedstaates, Art. 9 FKVO .....	521
4.1.2. Verweisung an nationale Kartellbehörden auf Antrag der beteiligten Unternehmen, Art. 4 Abs. 4 FKVO .....	523
4.2. Möglichkeit der Verweisung durch nationale Kartellbehörden an die Kommission .....	523
4.2.1. Verweisung auf Antrag eines oder mehrer Mitgliedstaaten, Art. 22 Abs. 1 FKVO .....	523
4.2.2. Verweisung an die Kommission auf Antrag der beteiligten Unternehmen, Art. 4 Abs. 5 FKVO .....	524
5. Mehrfachnotifizierungen .....	524
5.1. Einführung .....	524
5.2. Fusionskontrollregime anderer Staaten .....	525
5.2.1. Fusionskontrollregime in den Mitgliedstaaten der EU .....	525
5.2.2. Fusionskontrollregime in außereuropäischen Staaten .....	529
6. Behandlung von Bieterkonsortien .....	533
6.1. Beurteilung von Bieterkonsortien nach deutschem Recht – § 1 GWB ..	534
6.1.1. Bildung von Bieterkonsortien vor Beginn des Bieterprozesses ..	534
6.1.2. Bildung eines Bieterkonsortiums nach Beginn des Bieterprozesses ..	538
6.2. Beurteilung von Bieterkonsortien nach europäischem Recht – Art. 101 AEUV .....	538
§ 20 Arbeitsrechtliche Fragestellungen ( <i>Löw</i> ) .....	541
1. Vorbemerkung .....	542
2. Mitwirkungsrechte der Arbeitnehmervertretungen vor Abschluss der Transaktion .....	542
2.1. Information des Wirtschaftsausschusses .....	542
2.2. Pflicht zur Beratung mit dem Wirtschaftsausschuss? .....	543
2.3. Informationen des Betriebsrates .....	543
2.4. Sanktionen und Streitigkeiten .....	543
2.5. Folgen für die Transaktionsgestaltung .....	543
3. Arbeitsrechtliche Aspekte der Umwandlung von Unternehmen .....	544
3.1. Arbeitsrechtliche Angaben im Umwandlungsvertrag .....	544
3.2. Zuleitung an den zuständigen Betriebsrat .....	544
3.3. Rechtsfolgen bei Verstößen .....	545
3.4. Auswirkungen auf Betriebsratsstrukturen .....	546
3.5. Auswirkungen auf Betriebsvereinbarungen und Tarifverträge .....	546
3.5.1. Betriebsvereinbarungen .....	546
3.5.2. Tarifverträge .....	547

# Inhaltsverzeichnis

3.5.3. Besonderheiten bei Bezugnahmeklauseln .....	547
3.5.4. Überleitungsvereinbarungen .....	548
4. Kauf und Verkauf von Betrieben und Betriebsteilen .....	548
4.1. Voraussetzungen eines Betriebsübergangs .....	548
4.2. Taktische Hinweise für die arbeitsrechtliche Gestaltung .....	549
4.3. Individualrechtliche Folgen eines Betriebsübergangs .....	550
4.3.1. Übergang der Arbeitsverhältnisse auf den Erwerber .....	550
4.3.2. Unterrichtungspflicht .....	550
4.3.3. Widerspruchsrecht der Arbeitnehmer .....	552
4.3.4. Haftung von Erwerber und Veräußerer .....	552
4.3.5. Auswirkung auf Kündigungen .....	552
4.4. Kollektivrechtliche Folgen eines Betriebsübergangs .....	552
4.4.1. Grundsatz der Transformation in Individualrecht .....	552
4.4.2. Ablösung durch Kollektivrecht beim Erwerber .....	553
4.4.3. Besonderheiten bei Gesamtbetriebsvereinbarungen .....	553
4.4.4. Besonderheiten bei Bezugnahme auf Tarifverträge .....	554
4.5. Betriebsübergang als Betriebsänderung? .....	554
5. Reorganisation auf Betriebsebene .....	555
5.1. Interessenausgleich .....	555
5.1.1. Voraussetzungen .....	555
5.1.2. Gegenstand und Inhalt des Interessenausgleichs .....	556
5.1.3. Interessenausgleichsverfahren .....	556
5.2. Sozialplan .....	557
5.2.1. Inhalt des Sozialplans .....	557
5.2.2. Verhandlungspartner für Interessenausgleich und Sozialplan .....	558
5.3. Taktische Hinweise für die Verhandlung von Interessenausgleich und Sozialplan .....	559
5.4. Tarifsozialplan .....	560
5.5. Besonderheiten bei Massenentlassungen .....	561
6. Änderung von materiellen Beschäftigungsbedingungen .....	562
6.1. Ausstieg aus dem geltenden Tarifsystem .....	562
6.2. Kündigung von Betriebsvereinbarungen .....	564
6.3. Besonderheiten bei der betrieblichen Altersversorgung .....	565
6.4. Einstellung freiwilliger Leistungen .....	566
6.4.1. Betriebliche Übung .....	566
6.4.2. Leistungen aufgrund Freiwilligkeitsvorbehalts .....	566
6.4.3. Widerrufsvorbehalt .....	567
6.5. Zusammenfassende Bewertung .....	567
<b>7. Teil. Spezielle Beteiligungsformen</b>	
§ 21 PIPEs (Nussbaum/Rothenfusser) .....	569
1. Einführung .....	569
1.1. Begriff und Herkunft .....	569
1.2. Erscheinungsformen .....	570
1.3. Bedeutung in Deutschland .....	572
1.4. Vorteile einer PIPE-Transaktion aus Sicht des Investors .....	573
1.5. Akquisitionsstruktur und Finanzierung .....	575
2. Klassischer PIPE .....	576
2.1. Interessenslage aus Sicht der Zielgesellschaft .....	576
2.2. Beteiligung durch Übernahme von Aktien .....	577
2.2.1. Herkunft der Aktien .....	577
2.2.2. Ausstattung neu auszugebender Aktien .....	577
2.2.3. Bezugsrechtsausschluss .....	579

## Inhaltsverzeichnis

2.2.4. Börsenzulassung der neuen Aktien . . . . .	580
2.3. Beteiligung über Wandel-/Optionsanleihen . . . . .	580
2.4. Due Diligence . . . . .	581
2.5. Vereinbarungen zwischen Investor und Zielgesellschaft . . . . .	582
3. Moderner PIPE . . . . .	583
3.1. Interessenlage aus Sicht der Zielgesellschaft . . . . .	583
3.2. Beteiligungsaufbau . . . . .	584
3.2.1. Überblick . . . . .	584
3.2.2. Kapitalmarktrechtliche Meldepflichten . . . . .	585
3.2.3. Unmittelbarer Aktienerwerb über die Börse . . . . .	588
3.2.4. Verwendung von Swaps . . . . .	588
3.2.5. Erwerb von Wandel-/Optionsanleihen . . . . .	592
3.3. Due Diligence . . . . .	592
3.4. Vereinbarungen zwischen Investor und Zielgesellschaft . . . . .	594
4. Fazit . . . . .	595
§ 22 Mezzanine Investments ( <i>Klier/Kuzmicki/von Schweinitz</i> ) . . . . .	596
1. Einleitung . . . . .	596
2. Definition und Charakteristika von Mezzanine Kapital . . . . .	597
3. Motive für die Aufnahme von Mezzanine Kapital . . . . .	600
4. Motive für die Bereitstellung von Mezzanine Kapital . . . . .	602
5. Bilanzielle und wirtschaftliche Bewertung von Mezzanine Kapital . . . . .	604
5.1. Mezzanine Kapital aus unterschiedlichen Blickwinkeln . . . . .	604
5.2. Handelsbilanzielle Behandlung . . . . .	605
5.2.1. HGB-Anforderungen an den bilanziellen Eigenkapitalausweis . . . . .	605
5.2.2. IFRS-Anforderungen an den bilanziellen Eigenkapitalausweis . . . . .	607
5.3. Wirtschaftliche Bewertung von Mezzanine Kapital im Ratingverfahren	609
6. Kategorien mezzaniner Finanzierungen . . . . .	612
6.1. Gesellschafterdarlehen . . . . .	613
6.2. Typische und atypische stille Gesellschaft . . . . .	614
6.3. Genussrechte und partiarisches Darlehen . . . . .	616
6.4. Wandel-, Umtausch-, Optionsanleihe und ewige Anleihe . . . . .	619
7. Steuerliche Behandlung von mezzaninen Finanzierungen . . . . .	621
7.1. Nachrangigkeitsvereinbarung und § 5 Abs. 2a EStG . . . . .	623
7.2. Gewinnabhängige Vergütungen . . . . .	625
7.2.1. Steuerliche Behandlung von Equity Kickern . . . . .	625
7.2.2. Behandlung von mezzaninen Finanzierungen für Zwecke der Kapitalertragsteuer und nach internationalem Steuerrecht . . . . .	627
7.2.3. Steuerliche Abzugsfähigkeit von Finanzierungsaufwand . . . . .	629
7.3. Fazit . . . . .	638
8. Auswahlkriterien für ein geeignetes Finanzierungsinstrument . . . . .	639
9. Idealtypischer Ablauf einer Mezzanine Finanzierung . . . . .	642
§ 23 Distressed Equity Investments ( <i>Knecht/Jesch</i> ) . . . . .	643
1. Einleitung . . . . .	644
1.1. Eigenkapitalinvestitionen in Krisenunternehmen . . . . .	644
1.2. Rendite-Risiko-Profil von Investitionen in Krisenunternehmen . . . . .	644
1.3. Wirtschaftliche Herausforderungen . . . . .	645
1.4. Rechtliche Herausforderungen . . . . .	645
1.5. Zielsetzung und Struktur des Beitrags . . . . .	645
2. Begriff und Abgrenzung . . . . .	645
2.1. Begriffsabgrenzung Unternehmenskrise . . . . .	646
2.1.1. Betriebswirtschaftlicher Krisenbegriff . . . . .	646
2.1.2. Rechtlicher Krisenbegriff . . . . .	646
2.2. Investment-Optionen bei Krisenunternehmen . . . . .	646

# Inhaltsverzeichnis

2.3. Begriffsabgrenzung Distressed Equity .....	647
2.3.1. Übernahme des Eigenkapitals .....	647
2.3.2. Instrument Debt-Equity Swap .....	648
2.4. Abgrenzung von Private Equity .....	648
2.5. Abgrenzung von Distressed Debt .....	649
3. Besonderheiten bei Investitionen in Krisenunternehmen .....	649
3.1. Investitionskriterium Sanierungsfähigkeit .....	649
3.2. Due Diligence .....	650
3.2.1. Due Diligence als Beurteilungsgrundlage bei Distressed-Equity-Investitionen .....	650
3.2.2. Besondere Anforderungen an die Beurteilung .....	650
3.2.3. Prozessvorgehen der Beurteilung .....	651
3.3. Bestandteile des Restrukturierungskonzepts .....	651
3.3.1. Strategische Neuausrichtung .....	651
3.3.2. Operative Restrukturierung .....	651
3.3.3. Finanzielle Restrukturierung .....	651
3.4. Maßnahmenidentifikation und Umsetzung .....	652
3.5. Anforderungen an den Distressed Investor .....	652
3.5.1. Wertsteigerung durch aktives Engagement .....	652
3.5.2. Anforderungen an den Distressed Equity Investor .....	653
4. Wirtschaftliche Rahmenbedingungen .....	653
4.1. Verfügbarkeit von Investitionsobjekten .....	653
4.2. Verfügbarkeit von Refinanzierungsmitteln .....	654
5. Rechtliche Rahmenbedingungen .....	655
5.1. Investition vor Stellung des Insolvenzantrages .....	655
5.1.1. Share Deal .....	655
5.1.2. Asset Deal .....	656
5.2. Investition nach Stellung des Insolvenzantrages .....	657
5.2.1. Share Deal .....	657
5.2.2. Asset Deal .....	657
5.3. Investition nach Eröffnung des Insolvenzverfahrens .....	658
5.3.1. Share Deal/Insolvenzplanverfahren .....	658
5.3.2. Asset Deal/Übertragende Sanierung .....	659
5.4. Geschäftsleitungshaftung .....	660
5.4.1. Insolvenzantragspflicht .....	660
5.4.2. Vorenthalten und Veruntreuen von Arbeitsentgelt .....	661
5.5. Investor als faktischer Geschäftsführer .....	661
5.6. Europäisches Insolvenzrecht .....	662
5.6.1. EUInsVO .....	662
5.6.2. Englisches Insolvenzrecht .....	662
6. Steuerliche Rahmenbedingungen .....	664
6.1. Abgrenzung Vermögensverwaltung/gewerbliche Tätigkeit .....	664
6.2. Umsatzsteuerpflichtigkeit der Management-Leistung .....	664
6.3. Sanierungsgewinnbesteuerung/Sanierungsprivileg .....	664
6.4. Verlustverrechnung .....	665
6.4.1. Körperschaftsteuer .....	665
6.4.2. Gewerbesteuer .....	666
7. Zusammenfassung .....	666
§ 24 Distressed Debt Investments ( <i>Halasz/Vogelmann/Körner</i> ) .....	667
1. Einführung .....	667
1.1. Motivation des Verkäufers .....	668
1.1.1. Eigenkapitalunterlegung und bilanzieller Wertansatz von Distressed Debt .....	668

## Inhaltsverzeichnis

1.1.2. MaRisk . . . . .	669
1.1.3. Rating . . . . .	669
1.2. Motivation des Erwerbers . . . . .	669
2. Single Name Transaktionen . . . . .	670
2.1. Finanzierung in der Krise . . . . .	670
2.1.1. Finanzierungsformen . . . . .	670
2.1.2. Rechtliche Risiken . . . . .	674
2.2. Erwerb von notleidenden Kreditforderungen . . . . .	684
2.2.1. Forderungskauf . . . . .	684
2.2.2. Due Diligence . . . . .	684
2.2.3. Exkurs: LMA Trades . . . . .	687
2.2.4. Übertragung von Forderungen und Sicherheiten . . . . .	692
2.3. Debt-Equity Swap . . . . .	703
2.3.1. Gestaltung der Umwandlung von Forderungen in Eigenkapital . . . . .	704
2.3.2. Risiken für den Investor in Zusammenhang mit dem Debt-Equity Swap . . . . .	707
2.3.3. Gesellschaftliche Risiken . . . . .	707
3. Portfoliotransaktionen . . . . .	717
3.1. Auswirkungen des Risikobegrenzungsgesetzes auf Portfoliotransaktionen . . . . .	717
3.2. Umwandlungsrechtliche Übertragung von Forderungsportfolien . . . . .	718
3.2.1. Allgemeine rechtliche Grundlagen der Spaltung nach §§ 123 ff. UmwG . . . . .	718
3.2.2. Übertragung eines Forderungsportfolios durch Spaltung §§ 123 ff. UmwG . . . . .	719
3.3. Betriebsübergang gemäß § 613a BGB . . . . .	720
3.3.1. Voraussetzungen eines Betriebsübergangs nach § 613a BGB . . . . .	720
3.3.2. Übernahme eines Forderungsportfolios als Betriebs- oder Betriebsteilübergang . . . . .	721
3.4. Betriebsänderung nach § 111 BetrVG . . . . .	721
§ 25 Real Estate Investments ( <i>Töben/Fischer</i> ) . . . . .	723
1. Vorbemerkung . . . . .	723
2. Schwerpunkt Nr. 1: Laufende Besteuerung/Abzug von Fremdfinanzierungsaufwendungen/Kapitalertragsteuer . . . . .	724
2.1. Grundlagen der laufenden Besteuerung von Inbound-Immobilieninvestitionen . . . . .	724
2.1.1. Steuerpflicht . . . . .	724
2.1.2. Asset vs. Share Deal/Abschreibung . . . . .	725
2.2. Abzug von Fremdfinanzierungsaufwendungen – Zinsschranke . . . . .	725
2.2.1. Grundregel der Zinsschranke . . . . .	726
2.2.2. Ausnahmen von der Zinsschranke . . . . .	727
2.2.3. Keine schädliche Gesellschafterfremdfinanzierung . . . . .	728
2.2.4. Probleme bei der Zinsschranke/Offene Fragen . . . . .	729
2.3. Kapitalertragsteuer (§ 50d Abs. 3 EStG) . . . . .	730
2.3.1. Grundlagen . . . . .	730
2.3.2. Voraussetzungen und Folgen des § 50d Abs. 3 EStG . . . . .	730
2.3.3. Gestaltungen ohne Anwendung von § 50d Abs. 3 EStG . . . . .	732
3. Schwerpunkt Nr. 2: (Keine) Gewerbesteuer/Betriebstätte . . . . .	733
3.1. Grundlagen . . . . .	733
3.2. Betriebstätte bei Inbound-Immobilieninvestitionen . . . . .	733
3.2.1. Anknüpfung an § 12 AO . . . . .	733
3.2.2. Keine Betriebstätte durch schlichte Vermietung/Veräußerung . . . . .	734
3.2.3. Zusatzleistungen vor Ort/Subunternehmer/Kontrolle . . . . .	734

# Inhaltsverzeichnis

3.2.4. Geschäftsleitungs-Betriebstätte durch Asset/Property Manager? . . . . .	735
4. Schwerpunkt Nr. 3: Grunderwerbsteuer . . . . .	736
4.1. Asset Deal . . . . .	736
4.2. Share Deal . . . . .	736
4.2.1. Grundregel . . . . .	737
4.2.2. Erwerb von grundbesitzhaltenden Kapitalgesellschaften . . . . .	737
4.2.3. Erwerb von grundbesitzhaltenden Personengesellschaften . . . . .	737
4.3. Steuervergünstigung für konzerninterne Umstrukturierungen . . . . .	738
5. Steuerfragen in der Krise/Fazit . . . . .	738
§ 26 Infrastructure Investments ( <i>Stengel/Muhs</i> ) . . . . .	740
1. Vorbemerkung . . . . .	740
2. Infrastruktur als Anlageklasse . . . . .	741
2.1. Charakteristik von Infrastruktur-Investitionen . . . . .	741
2.2. Rendite und Risikoprofil . . . . .	742
2.3. Politische und gesellschaftliche Akzeptanz . . . . .	743
3. Investoren . . . . .	743
3.1. Infrastrukturfonds und strategische Investoren . . . . .	743
3.2. Unterschiede zwischen Private Equity Fonds und Infrastrukturfonds . .	744
3.3. Akquisitionskontrolle für ausländische Investoren . . . . .	744
4. Investitionsstrukturen . . . . .	745
4.1. Direktinvestition . . . . .	745
4.1.1. Steuerliche Aspekte . . . . .	745
4.1.2. Managementbeteiligungen . . . . .	746
4.2. Mittelbare Beteiligung an Infrastruktur . . . . .	746
5. Öffentlich Private Partnerschaften . . . . .	747
5.1. ÖPP-Modelle . . . . .	748
5.2. Gesetzliche Rahmenbedingungen/ÖPP-Beschleunigungsgesetz . . . . .	750
5.2.1. Änderung der Vergabeverordnung . . . . .	750
5.2.2. Änderung des Fernstraßenbauprivatefinanzierungsgesetzes . . .	751
5.2.3. Änderung des Investmentgesetzes . . . . .	751
5.3. Gesetzesvorhaben und „Partnerschaften Deutschland“ . . . . .	751
5.4. Infrastruktur-Sondervermögen . . . . .	752
5.4.1. Zulässige Vermögensgegenstände . . . . .	753
5.4.2. Verwaltung und Rücknahme . . . . .	754
5.4.3. Kritik . . . . .	754
6. Fremdfinanzierung . . . . .	755
6.1. Infrastrukturinvestitionen allgemein . . . . .	755
6.1.1. Finanzierung . . . . .	755
6.1.2. Sicherheiten . . . . .	756
6.2. Öffentlich Private Partnerschaften . . . . .	756
6.2.1. Projektfinanzierung . . . . .	757
6.2.2. Forfaitierung mit Einredeverzicht . . . . .	757
§ 27 Biotechnology Investments ( <i>Freier/Schell</i> ) . . . . .	759
1. Einleitung . . . . .	759
1.1. Bedeutung von Biopharmazeutika im Gesamtpharmamarkt . . . . .	759
1.2. Bedeutung von Investitionen in Biotechnologieunternehmen aus Sicht der Beteiligten . . . . .	760
2. Geheimhaltungsvereinbarung . . . . .	761
3. Term Sheet – Unverbindliche Absichtserklärung oder Vorvertrag? . . . . .	762
3.1. Üblicher Inhalt des Term Sheet . . . . .	762
3.2. Verbindliche Klauseln im „unverbindlichen“ Term Sheet . . . . .	763
3.3. Verhandlungs-/Abschlussexklusivität . . . . .	763
3.4. Sorgfaltspflicht des Investors . . . . .	763

# Inhaltsverzeichnis

3.5. Regelungen zugunsten der Zielgesellschaft .....	764
4. Besonderheiten bei der Due Diligence vor dem Erwerb einer Beteiligung an einem Biotechnologieunternehmen .....	764
4.1. Was unterscheidet die Due Diligence im Bereich der Biotechnologie von anderen Bereichen? .....	764
4.2. Due Diligence bei Beteiligungen an Biotechnologieunternehmen .....	764
4.2.1. Standardklauseln .....	765
4.2.2. Bestimmung von Umfang und Wert des Intellectual Property anhand von Vertragsklauseln .....	766
4.2.3. Besondere „Gefahrenquellen“ in Lizenz- und Kooperationsverträgen .....	767
5. Beteiligungsvertrag .....	771
5.1. Pre-Money-Bewertung .....	771
5.2. Meilensteinzahlung .....	772
5.3. Verwässerungsschutz .....	772
5.4. Liquidationspräferenz .....	772
6. Exit .....	773
6.1. Exitvarianten .....	773
6.2. Vor allem: Trade Sale .....	773
6.3. Auslizenzierung als Alternativlösung .....	773
6.4. Strukturierte Übernahme durch ein Pharmaunternehmen .....	774
7. Fazit .....	775
<b>8. Teil. Länderberichte/Country Reports</b>	
§ 1 USA ( <i>Skilken/Spangler</i> ) .....	777
1. Einführung: Übersicht über den M&A-Markt und die Aktivitäten der Private-Equity-Fonds .....	777
2. US-Fondsstrukturen .....	779
2.1. Fondsgröße und Investmentstrategie .....	779
2.2. Capital Contributions .....	780
2.3. Management der Limited Partnership .....	780
2.4. Investitionsperiode .....	780
2.5. Carried Interest .....	781
2.6. Managementgebühren und andere Einnahmen .....	781
2.7. „Key Man“ Provisions .....	782
2.8. „No Fault Divorce“ Provisions .....	782
2.9. Advisory Committee .....	782
3. Private-Equity-Transaktionsstrukturen .....	784
3.1. Herkömmliche Transaktionsstrukturen .....	784
3.2. Regulatorische Gesichtspunkte .....	785
3.3. Derzeitige Marktentwicklung bei M&A-Transaktionen – Kaufverträge .....	785
3.4. Zusicherungen und Gewährleistungsversprechen .....	789
3.5. Schadensersatzvereinbarungen .....	790
4. Finanzierung .....	791
5. Exits .....	791
6. Ergebnis .....	792
§ 2 UK ( <i>Fleet/Spangler/Lewin</i> ) .....	793
1. Einführung und Momentaufnahme des M&A-Marktes sowie der Private-Equity-Fonds-Aktivitäten .....	793
2. Fondsstrukturen .....	794
2.1. Limited Partnerships .....	795
2.2. Wesentliche Strukturelemente .....	796
2.2.1. Fondsgröße und Investmentstrategie .....	796

# Inhaltsverzeichnis

2.2.2. Capital Contributions .....	796
2.2.3. Management der Partnership .....	797
2.2.4. Ausfall der limited partner mit ihren Zahlungsverpflichtungen ..	797
2.2.5. Investmentperiode .....	798
2.3. Key Economic Terms .....	798
2.3.1. Carried Interest .....	798
2.3.2. Managementgebühren und andere Einnahmen .....	799
2.4. Vermarktung von Private-Equity-Fonds .....	799
2.4.1. Collective Investment Schemes .....	800
2.4.2. Scheme Promotion Order .....	800
2.4.3. FSA Rules .....	800
2.4.4. Unauthorised Persons .....	801
2.5. Anforderungen des Walker Reports .....	801
2.6. Von der Walker Working Group zu der Guidelines Monitoring Group ..	803
2.7. Die Alternative Investment Fund Manager's Directive .....	803
3. Transaktionen mit Private-Equity-Hintergrund .....	804
3.1. Transaktionsstruktur und -finanzierung .....	804
3.2. Strukturierung vor der Finanzkrise .....	805
3.3. Einfluss der Finanzkrise .....	806
3.4. Exit .....	806
§ 3 Frankreich ( <i>Dutton/Goldschmidt/Teissier/Dufrêne</i> ) .....	808
1. Überblick über die französische Private-Equity-Industrie .....	808
2. Strukturierung von Private-Equity-Fonds .....	810
2.1. Gängige Fondsstrukturen .....	810
2.2. Capital Contributions .....	811
2.3. Capital Distributions .....	811
2.4. Management Fees .....	812
2.5. Carried Interest .....	813
2.6. Liquidation .....	814
2.7. Finanzaufsicht .....	815
2.8. Investor Committee .....	815
2.9. Besteuerung .....	815
3. Strukturierung von Private-Equity-Transaktionen .....	816
3.1. Akquisitionsstrukturen .....	816
3.1.1. LBOs .....	816
3.1.2. PIPEs .....	816
3.2. Acquisition agreements .....	817
3.2.1. MAC clause .....	817
3.2.2. Abbruch der Verhandlungen, break-up fees und reverse break-up fees .....	818
3.3. Finanzierungsstruktur .....	819
3.4. Exit Optionen .....	819
3.5. Spezielle regulatorische Erfordernisse zur Durchführung von Akquisitionsvorhaben in Frankreich .....	820
3.6. Besteuerung .....	821
3.6.1. Steuerliche Organschaft einer französischen Unternehmensgruppe .....	821
3.6.2. Quick Merger .....	821
3.6.3. Thin-capitalization rules .....	822
3.6.4. Secondary Leveraged Buy-Outs .....	822
3.6.5. Besteuerung von Kapitalerträgen nach Exits .....	822
3.6.6. Stempelsteuer/transfer tax .....	823
§ 4 Österreich ( <i>Sauer/Aigner/Pucher</i> ) .....	824

## Inhaltsverzeichnis

1. Fondsstruktur . . . . .	824
1.1. Übliche Fondsstrukturen . . . . .	825
1.2. Kapitalaufbringung und -investments . . . . .	827
1.3. Ergebnisverwendung . . . . .	827
1.4. Management Fee . . . . .	828
1.5. Carried Interest . . . . .	828
1.6. Liquidation . . . . .	828
1.7. Finanzaufsicht/Regulatorisches Umfeld . . . . .	829
1.8. Investor Committee . . . . .	829
1.9. Steuerfragen . . . . .	830
1.9.1. Besteuerung von Private-Equity-Fonds . . . . .	830
1.9.2. Besteuerung auf Investorenebene . . . . .	830
1.9.3. Mehrwertsteuer . . . . .	831
2. Transaktionsstruktur . . . . .	832
2.1. Beteiligungsvertrag . . . . .	832
2.2. Fremdfinanzierung (Thin-Cap Rules) . . . . .	833
2.3. Exit-Optionen . . . . .	833
2.4. Steuerfragen . . . . .	834
§ 5 Spanien ( <i>Hödl/von Thunen</i> ) . . . . .	836
1. Einführung . . . . .	836
2. Fondsstruktur . . . . .	837
2.1. Übliche Fondsstrukturen . . . . .	837
2.1.1. Sociedades de Capital-Riesgo und Fondos de Capital-Riesgo . . . . .	837
2.1.2. Régimen común und régimen simplificado . . . . .	839
2.2. Gründungsablauf, Genehmigungsvoraussetzungen und -verfahren, Kapitalisierungsanforderungen, Aufsicht . . . . .	839
2.2.1. Satzung . . . . .	839
2.2.2. Genehmigung . . . . .	840
2.2.3. Prüfverfahren der CNMV; Kapitalisierung . . . . .	840
2.2.4. Anforderung an interne Organisation . . . . .	840
2.2.5. Transparenz . . . . .	840
2.2.6. Untätigkeit des CNMV . . . . .	841
2.2.7. Registereintragung . . . . .	841
2.2.8. Laufende Aufsicht . . . . .	841
2.3. Anlagerestriktionen – régimen de inversiones . . . . .	841
2.3.1. Anlageformen und Portfolio . . . . .	841
2.3.2. Funds of funds . . . . .	842
2.3.3. Risikostreuung/Diversifikation . . . . .	842
2.3.4. Karentzfristen, Unbeachtlichkeit von Verstößen . . . . .	842
2.4. Ergebnisverwendung und Carried Interest . . . . .	842
2.5. Steuerfragen . . . . .	843
2.5.1. Steuerliche Behandlung des Fonds . . . . .	843
2.5.2. Steuerliche Behandlung der Anleger und des Carried Interest . . . . .	844
3. Transaktionsstruktur . . . . .	844
3.1. Investmentsstrukturierung . . . . .	845
3.1.1. Letter of Intent/Memorandum of Understanding . . . . .	845
3.1.2. Due Diligence . . . . .	845
3.1.3. Kaufvertrag . . . . .	847
3.1.4. Investmentsstruktur: Debt Push Down und Financial Assistance . . . . .	847
3.2. Beteiligungsstrukturierung . . . . .	849
3.2.1. Anreizsysteme – Management Incentives . . . . .	849
3.2.2. Art der Beteiligung und Ausgestaltung des finanziellen Engagements . . . . .	850

# Inhaltsverzeichnis

3.2.3. Recaps . . . . .	851
3.3. Exit-Strukturierung . . . . .	852
3.3.1. Veräußerung an Dritte: Trade Sale und Secondary Buy-Out . . . . .	852
3.3.2. Börsengang (IPO) . . . . .	853
3.4. Steuerfragen . . . . .	853
§ 6 Belgien ( <i>Liebman/Rousselle</i> ) . . . . .	855
1. Einleitung . . . . .	855
2. Buy-Out-Strukturen . . . . .	855
2.1. Errichtung eines Akquisitions-Vehikels . . . . .	855
2.2. Ansiedlung des SPV in Belgien . . . . .	856
2.3. Spezielle belgische Besteuerungssysteme für Private-Equity-Vehikel . . . . .	858
3. Wesentliche Steueraspekte . . . . .	859
3.1. Anteilsveräußerungsgewinne . . . . .	859
3.2. Dividenden . . . . .	860
3.2.1. Quellensteuer auf Dividenden . . . . .	860
3.2.2. Steuerbefreiung für Dividenden – Dividend Participation Exemption . . . . .	860
3.3. Zinsen . . . . .	860
3.3.1. Zinsabzug . . . . .	860
3.3.2. Quellensteuer auf Zinsen . . . . .	861
3.4. Das Fehlen der Konsolidierungsvorschriften sowie Debt-Push Down Szenarien . . . . .	862
3.5. Exit Tax . . . . .	862
3.6. Sonstiges . . . . .	863
3.6.1. Verlustvorträge und Anteilseignerwechsel (Change of Control) . . . . .	863
3.6.2. Der Verkauf einer „Cash Company“ . . . . .	863
4. Fiktiver Zinsabzug . . . . .	864
5. Management Incentives . . . . .	865
5.1. Stock Options/Warrants . . . . .	865
5.2. Anteile . . . . .	867
5.3. Restricted Stock Units (RSU's) und Profit Units (Participation Bénéficiaire/Winstbewijzen) . . . . .	867
§ 7 Niederlande ( <i>van Asbeck/Reumkens</i> ) . . . . .	869
1. Einführung und Übersicht über die Private-Equity-Industrie in den Niederlanden . . . . .	869
2. Private-Equity-Fondsstrukturen . . . . .	869
2.1. Partnerships, NV, BV . . . . .	869
2.2. COOP . . . . .	870
2.2.1. Charakteristika der COOP . . . . .	870
2.2.2. Kapitaleinlagen . . . . .	870
2.2.3. Kapitalauszahlungen . . . . .	870
2.2.4. Management Fees . . . . .	871
2.2.5. Carried Interest . . . . .	871
2.2.6. Liquidation . . . . .	872
2.2.7. Regulatorische Vorgaben der Regierung . . . . .	872
2.2.8. Investment Committee . . . . .	872
2.2.9. Besteuerung . . . . .	872
3. Private-Equity-Transaktionsstrukturen . . . . .	873
3.1. Share Purchase Agreement . . . . .	873
3.2. Finanzierung (Thin-Cap Rules) . . . . .	873
3.3. Exit Options . . . . .	873
3.4. Besteuerung . . . . .	874
3.4.1. Weitere Aspekte . . . . .	874

## Inhaltsverzeichnis

§ 8	Schweden ( <i>Busch/Bärlin</i> ) . . . . .	875
1.	Fondsstruktur . . . . .	875
1.1.	Übliche Fondsstrukturen . . . . .	875
1.1.1.	Ausländische Strukturen . . . . .	875
1.1.2.	Schwedische Strukturen . . . . .	876
1.2.	Investoren . . . . .	876
1.3.	Kapitalaufbringung . . . . .	877
1.4.	Ergebnisverwendung . . . . .	877
1.5.	Management Fee . . . . .	877
1.6.	Carried Interest . . . . .	878
1.7.	Liquidation . . . . .	878
1.8.	Finanzaufsicht/Regulatorisches Umfeld . . . . .	879
1.9.	Investor Committee . . . . .	879
1.10.	Steuerfragen . . . . .	880
1.10.1.	Besteuerung von Fonds und ihren Investoren . . . . .	880
1.10.2.	Mehrwertsteuer . . . . .	882
2.	Transaktionsstruktur . . . . .	882
2.1.	Beteiligungsvertrag . . . . .	882
2.1.1.	Anteilskaufvertrag . . . . .	882
2.1.2.	Gesellschaftervertrag . . . . .	883
2.2.	Fremdfinanzierung (Thin Cap Rules) . . . . .	883
2.3.	Exit-Optionen . . . . .	883
2.3.1.	Trade Sale . . . . .	884
2.3.2.	Börsennotierung/Going public . . . . .	884
2.4.	Steuerfragen . . . . .	886
§ 9	Kanada ( <i>Dietrich/Johnston</i> ) . . . . .	887
1.	Einführung und Momentaufnahme der kanadischen Private-Equity-Industrie . . . . .	887
2.	Private-Equity-Fondsstrukturen . . . . .	888
2.1.	Übliche Fondsstrukturen . . . . .	888
2.2.	Kapitalaufbringung . . . . .	889
2.3.	Ergebnisausschüttung . . . . .	889
2.4.	Management Fee . . . . .	890
2.5.	Carried Interest . . . . .	890
2.6.	Liquidation . . . . .	891
2.7.	Regulatorisches Umfeld . . . . .	891
2.8.	Anlegerbeirat . . . . .	891
2.9.	Besteuerung . . . . .	892
3.	Private-Equity-Transaktionsstrukturen . . . . .	892
3.1.	Akquisitionsstrukturen . . . . .	892
3.1.1.	Übernahmeverordnungen und Plans of Arrangement („Arrangement“) . . . . .	892
3.1.2.	Zusätzliche Deal Strukturen . . . . .	893
3.1.3.	Kaufverträge . . . . .	894
3.1.4.	Abwehrtaktiken . . . . .	894
3.1.5.	Kanada-spezifische Transaktionsmerkmale . . . . .	895
3.2.	Kapitalbeschaffung . . . . .	895
3.3.	Exits/Desinvestments . . . . .	896
3.4.	Besteuerung . . . . .	896
3.5.	Income-Trust . . . . .	897
3.5.1.	Trusts . . . . .	897
3.5.2.	Kanadische Pensionsfonds . . . . .	897
§ 10	Japan ( <i>Shirai/Häfnermalz</i> ) . . . . .	899

# Inhaltsverzeichnis

1. Der japanische Private-Equity-Markt . . . . .	899
2. Rechtliche Aspekte japanischer Private-Equity-Fonds . . . . .	902
2.1. Fondsstrukturen . . . . .	902
2.1.1. Abhängige und unabhängige Fonds . . . . .	903
2.1.2. Aktivitäten von Fonds . . . . .	904
2.2. Rechtliche Organisationsformen . . . . .	911
2.2.1. Limited Liability Partnership for Investment (tōshi jigyō yūgen sekinin kumiai – LPS) . . . . .	911
2.2.2. General Partnership (nin'i kumiai – NK) . . . . .	913
2.2.3. Stille Gesellschaft (Silent Partnership (tokumei kumiai) – TK) . . . . .	914
2.2.4. Limited Liability Partnership (yūgensekinin jigyō kumiai – LLP) . . . . .	914
2.2.5. Kapitalgesellschaften . . . . .	915
2.2.6. Ausländische Gesellschaftsformen . . . . .	915
2.3. Rechtliche Rahmenbedingungen . . . . .	915
2.3.1. Anlegerschutz . . . . .	916
2.3.2. Eintragung oder Anzeige . . . . .	917
2.3.3. Andere Fondsvehikel . . . . .	918
2.4. Merkmale von Private-Equity-Fondsverträgen . . . . .	919
§ 11 Volksrepublik China ( <i>Liew/Xing</i> ) . . . . .	921
1. Marktübersicht . . . . .	921
2. Fondsstrukturen . . . . .	922
2.1. Onshore-Struktur . . . . .	922
2.2. Limited Partnership der VR China . . . . .	922
2.2.1. Struktur . . . . .	922
2.2.2. Carried Interest . . . . .	923
2.2.3. Rechtsrahmen . . . . .	923
2.3. Foreign Invested Venture Capital Investment Enterprise (FIVCIE) . . . . .	923
2.3.1. Struktur . . . . .	924
2.3.2. Management . . . . .	924
2.3.3. „Indispensable“ Investor . . . . .	924
2.3.4. Investments . . . . .	924
2.3.5. Carried Interest . . . . .	924
2.3.6. Rechtlicher Rahmen . . . . .	924
3. Industrial Investment Fonds . . . . .	924
4. Offshore-Strukturen . . . . .	925
4.1. Red-chip-Modell . . . . .	925
4.1.1. Struktur . . . . .	925
4.1.2. Regulierung . . . . .	925
4.1.3. Status Quo . . . . .	926
4.2. Das SINA-Modell . . . . .	926
4.2.1. Struktur . . . . .	926
4.2.2. Rechtsrahmen . . . . .	927
4.3. Chinesisch-Ausländische Joint Ventures . . . . .	927
4.3.1. Struktur . . . . .	927
4.3.2. Rechtsrahmen . . . . .	928
5. Transaktionsstrukturen . . . . .	928
5.1. Akquisitionen . . . . .	928
5.2. Exit-Möglichkeiten . . . . .	928
5.3. Genehmigungen . . . . .	929
5.4. Beschränkung von ausländischen Investments . . . . .	929
6. Neuere Entwicklungen . . . . .	929
6.1. Entwicklungen in Shanghai . . . . .	929
6.2. Foreign Invested Partnership Regularien . . . . .	930

## Inhaltsverzeichnis

6.3. Rechtliche Rahmenbedingungen für Private Equity . . . . .	930
6.4. Chinas Börsensegment für Wachstumsunternehmen (Growth Enterprise Market) . . . . .	930
6.5. Chinas Staatlicher Pensionsfonds . . . . .	930
7. Ausblick . . . . .	930
§ 12 Indien ( <i>Krause/von Ilsemann</i> ) . . . . .	931
1. Einleitung . . . . .	931
2. Fondsstrukturen . . . . .	932
2.1. Übliche Fondsstrukturen . . . . .	932
2.2. Investoren . . . . .	933
2.3. Kapitalaufbringung . . . . .	933
2.4. Ergebnisverwendung . . . . .	934
2.5. Management Fee . . . . .	934
2.6. Carried Interest . . . . .	934
2.7. Liquidation . . . . .	934
2.8. Investor Committee . . . . .	934
3. Transaktionsstruktur . . . . .	935
3.1. Zustandekommen von Investitionen . . . . .	935
3.2. Foreign Direct Investment und Sectoral Caps . . . . .	935
3.3. Beteiligungsvertrag . . . . .	936
3.4. Anteilskaufvertrag . . . . .	937
3.5. Gesellschaftervereinbarung . . . . .	939
3.6. Exit-Optionen . . . . .	941
3.6.1. Trade Sale . . . . .	942
3.6.2. Börsennotierung/Going public . . . . .	942
§ 13 Russland ( <i>Heidemann</i> ) . . . . .	944
1. Private Equity in Russland . . . . .	944
2. Fondsstrukturen . . . . .	944
2.1. Fondsstrukturen unter russischem Recht . . . . .	945
2.1.1. Strukturierungsoptionen aus dem Gesetz über Investmentfonds . . . . .	945
2.1.2. Weitere Optionen des russischen Gesellschaftsrechts zur Fondsstrukturierung . . . . .	946
2.1.3. Modifikationen unter Einsatz von Shareholders' Agreements . . . . .	947
2.2. Strukturierungen über ausländische Fondsgesellschaften . . . . .	947
3. Transaktionsstrukturen . . . . .	948
3.1. Legal Due Diligence . . . . .	948
3.1.1. Grundsätzliches . . . . .	948
3.1.2. Typische Schwerpunkte . . . . .	948
3.2. Typische Strukturierungsmuster . . . . .	949
3.2.1. Russische Zielgesellschaft . . . . .	949
3.2.2. Ausländisches Zielgesellschaft . . . . .	950
3.3. Typische Inhalte des Investment Agreement . . . . .	951
Rechtsprechungs- und Literaturverzeichnis . . . . .	955
Stichwortverzeichnis . . . . .	989