

# Inhaltsverzeichnis

Bearbeiterverzeichnis .....	XXIII
Allgemeines Literaturverzeichnis .....	XXV
<b>Einführung</b> .....	1
1. Was ist Private Equity? .....	1
2. Aktuelle Entwicklungen in der Private-Equity-Branche .....	4
3. Einige Besonderheiten von Private-Equity-Transaktionen .....	7
4. Teilnehmer von Private-Equity-Transaktionen .....	8
5. Komplexität von Private-Equity-Transaktionen .....	9
<b>I. Der Unternehmenskauf durch einen Private-Equity-Investor (Grundmodell)</b> .....	13
1. Vorbereitung des Unternehmenskaufs .....	13
a) Begriff des Unternehmenskaufs und des Unternehmenskaufvertrages .....	13
b) Beteiligte .....	15
aa) Verkäufer .....	15
bb) Käufer .....	15
cc) Berater .....	16
dd) Prozesssteuerung .....	17
c) Bewertungsanalyse .....	17
aa) Allgemeines .....	17
bb) Ertragswertverfahren .....	19
cc) Discounted-Cash-Flow-Methode .....	20
d) Teaser, Informationsmemorandum .....	20
e) Datenraum .....	21
2. Bieterverfahren .....	21
a) Verfahrensablauf im Überblick .....	23
aa) Abgrenzung zum herkömmlichen Verkaufsprozess und Vorteile des Bieterverfahrens .....	23
bb) Kurzübersicht: Ablaufplan des Bieterverfahrens .....	25
b) Marketingphase sowie Interessensbekundung .....	26
aa) Identifizierung von potentiellen Käufern und Kontaktaufnahme .....	26
bb) Teaser und Vertraulichkeitsvereinbarungen .....	27
cc) Informationsmemorandum .....	27
dd) Interessensbekundung .....	28
c) Due-Diligence-Phase sowie Management-Präsentation und bindendes Angebot .....	29
aa) Management-Präsentation .....	29
bb) Due Diligence .....	30
cc) W&I-Versicherungen .....	30
dd) Bindendes Angebot sowie sog. Markup des Kaufvertrags- entwurfes .....	30
ee) Beschleunigung des Verfahrens .....	32
d) Kaufvertragsverhandlungen und -abschluss .....	33
aa) Allgemeines .....	33
bb) Insbesondere: Verhandlungen mit mehreren Bietern .....	33
cc) Abschluss des Kaufvertrages .....	34

e) Schlussphase .....	35
aa) Allgemeines .....	35
bb) Vollzugsbedingungen .....	35
cc) Dinglicher Vollzug (Closing) .....	37
3. Due Diligence .....	37
a) Einleitung .....	39
b) Zweck und Ziel der Due Diligence .....	40
aa) Das Zielunternehmen (besser) verstehen .....	40
bb) Risikovermeidung/Risikoreduzierung .....	40
cc) Grundlage für das vertragliche Haftungssystem .....	41
dd) Vorgaben für die Transaktionsstruktur .....	42
ee) Beweisfunktion .....	43
c) Bereiche der Due Diligence .....	43
aa) Legal Due Diligence .....	43
bb) Financial Due Diligence/Tax Due Diligence .....	44
cc) Business/Commercial Due Diligence .....	45
dd) Environmental Due Diligence / ESG .....	45
ee) Compliance .....	46
d) Rechtliche Besonderheiten der Due Diligence .....	47
aa) „Anspruch“ auf Due Diligence .....	47
bb) Pflicht des Käufers zur Due Diligence? .....	48
e) Organisation der Due Diligence (Käuferseite) .....	49
aa) Umfang der Due Diligence/Scope .....	49
bb) Transaktionsdynamischer Due-Diligence-Prozess .....	51
cc) Debriefing oder Read-out .....	51
f) Organisation der Due Diligence (Verkäuferseite) .....	52
aa) Zusammenstellung der Dokumente .....	52
bb) Physischer Datenraum/virtueller Datenraum .....	52
g) Due Diligence Report (Käufer) .....	54
aa) Umfang/Inhalt .....	54
bb) Reliance/Haftungsregime .....	55
h) Vendor Due Diligence .....	56
aa) Umfang/Inhalt .....	56
bb) Reliance/Non-Reliance .....	56
cc) Haftungsregime .....	56
i) Archivierung der Due Diligence .....	56
aa) Archivierung der Due-Diligence-Unterlagen aus Verkäufersicht .....	56
bb) Archivierung aus Sicht des Käufers .....	57
cc) Art der Archivierung .....	57
dd) Rückgabe der Unterlagen bei erfolglosem Bid/Abtretung der Ansprüche .....	57
j) Zusammenspiel von Due Diligence und gesetzlichem und/oder ver- traglichem Haftungsregime .....	58
aa) Zurechnung der Kenntnis nach § 442 BGB .....	58
bb) Zurechnung nach vertraglicher Kenntnisklausel .....	59
4. Unternehmenskaufvertrag .....	60
a) Überblick .....	60
b) Kaufpreis .....	61
aa) Locked Box .....	62
bb) Closing-Accounts-Berechnung .....	66
cc) „Hybrid Locked Box“ .....	70
dd) Earn-out .....	71

ee) Vendor Loan .....	72
ff) Behandlung von Gesellschafterdarlehen .....	73
c) Transaktionssicherheit .....	74
aa) MAC-Klausel .....	74
bb) Finanzierungsvorbehalt .....	74
cc) Break Fee .....	75
d) Garantien .....	75
aa) Rechtsmängelgarantien .....	76
bb) Garantien zum Jahresabschluss .....	76
cc) Sonstige Garantien zum Geschäftsbetrieb .....	77
dd) Voraussetzungen und Grenzen der Garantiehaftung .....	77
ee) Managementgarantien .....	79
ff) Verkäuferhaftung wegen Arglist .....	79
gg) Sonstige Risikobeteiligung des Verkäufers .....	80
e) Freistellungen .....	80
f) Sonstiges .....	80
aa) Mitwirkung bei der Akquisitionsfinanzierung .....	80
bb) Vertraulichkeit .....	81
cc) Abtretbarkeit .....	81
5. Equity Commitment, Debt Commitment .....	82
a) Equity Commitment Letter .....	82
aa) Rechtsnatur, Formen, Parteien, Zeitpunkt, Formfragen .....	83
bb) Inhaltliche Ausgestaltung/Bedingungen für Eingreifen des Equity Commitment Letter .....	85
cc) Kündigungsgründe des Equity Commitment Letter .....	86
dd) Equity Backstop .....	87
ee) Formulierungsbeispiel .....	87
b) Debt Commitment .....	89
aa) Erscheinungsformen .....	89
bb) Insbesondere: Certain Funds .....	90
6. W&I-Versicherungen .....	93
a) Überblick .....	94
aa) Käufer – und Verkäuferpolice .....	94
bb) Markt .....	95
b) Versicherungsumfang .....	96
aa) Grundsatz .....	96
bb) Ausgestaltung des Garantiekatalogs .....	97
cc) Ausschlüsse vom Versicherungsschutz .....	98
dd) Abweichungen vom Garantiekatalog .....	101
ee) Konditionen .....	102
c) Verfahren .....	104
aa) Käuferinitiierte Versicherung .....	104
bb) Stapled Insurance .....	105
d) Inanspruchnahme der Versicherung .....	106
aa) Häufigkeit .....	106
bb) Bestimmte Themen und Höhe der Ansprüche .....	106
e) Sonstige Versicherungslösungen .....	107
aa) Bestehende Versicherungen des Zielunternehmens .....	107
bb) Tax Insurance .....	107
cc) Litigation Indemnity Insurance .....	107
7. Regulatorische Bedingungen .....	108
a) Investitionskontrolle .....	109
aa) Entwicklung der Investitionskontrolle in Deutschland .....	109

bb) Voraussetzungen der sektorübergreifenden Prüfung .....	110
cc) Prüfungsmaßstab: Gefährdung der öffentlichen Ordnung oder Sicherheit .....	112
dd) Verfahren und Rechtsfolgen .....	113
ee) Die sektorspezifische Prüfung .....	115
ff) Auswirkungen auf die Transaktionspraxis .....	115
gg) Ausblick .....	116
b) Kartellrecht .....	117
aa) Anmeldekriterien der Fusionskontrolle .....	117
bb) Risiko der fusionskontrollrechtlichen Freigabe .....	123
cc) Einfluss auf das Zielunternehmen vor Freigabe .....	125
dd) Wettbewerbsverbote und andere Nebenabreden .....	127
ee) Kartellrechtliche Haftungsrisiken eines Private-Equity-Investors ..	128
8. Closing .....	129
a) Strukturvarianten .....	130
aa) Aufschiebend bedingte Anteilsübertragung im Unternehmens- kaufvertrag .....	130
bb) Closing mit separater Anteilsübertragung .....	131
cc) Signing und Closing simultan .....	131
b) Transaktionssicherheit für Private-Equity-Fonds .....	131
aa) Bedingungen .....	131
bb) Kartellrecht/Außenwirtschaftsrecht .....	132
cc) MAC-Klausel .....	133
dd) Gremienvorbehalte .....	134
ee) Finanzierung .....	135
c) Ablauf des Closings .....	135
aa) Zahlung des Kaufpreises vs. Abtretung der Anteile .....	135
bb) Sonderfall: Ablösung bestehender Verbindlichkeiten .....	136
cc) Closing Memorandum .....	137
d) Rechtsfolgen des gescheiterten Closing .....	137

## **II. Der Unternehmenskauf börsennotierter Unternehmen**

<b>(Public to Private)</b> .....	139
1. Einführung und Überblick .....	140
a) Investitionen durch Private-Equity-Investoren in börsennotierte Unternehmen .....	140
b) Strategische Ausgangslage des Private-Equity-Investors bei der Übernahme börsennotierter Unternehmen .....	142
2. Deal Protection: Vorbereitung des Angebotes und Beteiligungserwerb ..	143
a) Formen des Beteiligungserwerbs/Stake Building .....	144
aa) Paketerwerbe/bedingte Aktienkaufverträge .....	144
bb) Irrevocable Undertakings (Einlieferungsverpflichtungen) .....	145
cc) Marktkäufe .....	146
b) Meldepflichten .....	147
aa) Stimmrechte aus Aktien .....	147
bb) Gemeinsam handelnde Personen .....	149
cc) Stimmrechte aus sonstigen Finanzinstrumenten .....	150
c) Auswirkungen von Vorerwerben auf den Mindestpreis .....	151
d) Vereinbarungen zwischen Bieter und Zielgesellschaft; Break Fee .....	152
e) Besonderheiten bei der Due Diligence .....	154
aa) Zulässigkeit einer Due Diligence aus Sicht der Zielgesellschaft ..	154

bb)	Kein Verstoß gegen das Auskunftsrecht anderer Aktionäre und Beachtung des Gleichbehandlungsgebots .....	156
cc)	Insiderrechtliche Aspekte .....	156
f)	Besondere Probleme aus der Perspektive der Zielgesellschaft .....	160
aa)	Ad-hoc-Mitteilungspflicht? .....	160
bb)	Verfahrensgestaltung (Auktion?) .....	161
cc)	Vereinbarungen mit dem Bieter im Interesse der Gesellschaft ...	162
dd)	Abstimmung mit dem Aufsichtsrat .....	163
ee)	Interessenkonflikte im Vorstand .....	163
ff)	Stellungnahme zum Angebot .....	164
3.	Angebotsverfahren .....	165
a)	Auslösung durch Kontrollenerwerb oder die Entscheidung zur Angebotsabgabe .....	165
aa)	Pflichtangebot .....	165
bb)	Freiwilliges Angebot .....	170
cc)	Paketerwerbe .....	171
b)	Fester Zeitplan, Annahmefristen .....	172
aa)	Einreichung der Angebotsunterlage .....	172
bb)	Gestattung durch die BaFin .....	172
cc)	Annahmefrist .....	172
dd)	Weitere Annahmefrist .....	173
ee)	Gesamtüberblick: Zeitrahmen des Angebotsverfahrens .....	173
c)	Offenlegung in der Angebotsunterlage .....	174
aa)	Grundsätze .....	174
bb)	Inhalt der Angebotsunterlage .....	175
cc)	Haftung für die Angebotsunterlage .....	179
d)	Finanzierungsbestätigung .....	179
e)	Bedingungen .....	180
aa)	Zulässigkeit von Bedingungen .....	180
bb)	Mindestannahmeschwelle .....	181
cc)	Material-Adverse-Change- oder Force-Majeure-Bedingung .....	181
dd)	Weitere Beispiele typischer Bedingungen .....	182
ee)	Synchronisierung der Bedingungen im Angebot und im (bedingten) Paketkaufvertrag .....	183
f)	Angebotsänderung .....	184
aa)	Voraussetzungen und Folgen von Angebotsänderungen .....	184
bb)	Erhöhung der Gegenleistung .....	184
cc)	Verzicht auf Bedingungen .....	185
g)	Konkurrierende Angebote mehrerer Bieter .....	185
aa)	Zeitplan .....	186
bb)	Rücktrittsrecht .....	188
cc)	Reaktion auf Preiserhöhungen durch Parallelerwerbe .....	188
4.	Integrationsmaßnahmen nach einem Übernahmeangebot .....	189
a)	Ziele .....	189
aa)	Kontroll- und Einflussmöglichkeit .....	189
bb)	Zugriff auf Cash Flow .....	189
cc)	Upstream Collateral für Finanzierung .....	190
dd)	Steuerliche Organschaft (Zinsabzug) .....	190
ee)	Aufgabe der Börsennotierung? .....	190
b)	Strukturmaßnahmen zur Verstärkung der Kontrolle über die Zielgesellschaft .....	191
aa)	Squeeze-out .....	191

bb) Beherrschungs- und/oder Gewinnabführungsvertrag .....	193
cc) Weitere Integrationsmaßnahmen .....	195
5. Besonderheiten bei der Finanzierung .....	197
a) Aktienrechtliche Problematik des Leveraged Buyout .....	198
b) Certain-Funds-Finanzierung .....	198
c) Zeitpunkt der Finanzierung .....	199
6. Besonderheiten bei Managementbeteiligungsprogrammen und anderen Sonderabreden mit dem Management .....	200
a) Ausgangslage und Problemaufriss .....	200
b) Übernahmerechtliche Aspekte .....	201
aa) Verbot der Gewährung geldwerter Vorteile für das Management gem. § 33d WpÜG .....	201
bb) Offenlegungspflicht gem. § 11 WpÜG .....	205
cc) Stellungnahme gemäß § 27 WpÜG .....	205
dd) Keine Auswirkungen auf den Mindestpreis, wenn die betroffenen Vorstandsmitglieder zugleich Verkäufer sind .....	206
c) Veröffentlichungspflichten nach MAR .....	207
aa) Ad hoc-Publizität, Art. 17 MAR .....	207
bb) Directors' Dealings, Art. 19 MAR .....	208
d) Aktienrechtliche Vorgaben .....	208
aa) Organschaftliche und mitgliedschaftliche Treuepflichten .....	208
bb) Kein Eingriff in die Vergütungskompetenz des Aufsichtsrats gem. § 87 AktG .....	211
e) Verhaltensempfehlung bei Gewährung von Managementbeteiligungs- programmen und anderen Sondervereinbarungen .....	212
7. PIPE – Minderheitsbeteiligungen an börsennotierten Unternehmen ....	213
a) Beteiligungserwerb .....	214
aa) Paketerwerb/Erwerb über die Börse .....	214
bb) Kapitalerhöhung .....	214
cc) Mindestpreis bei späterem Übernahmeangebot .....	215
dd) Regulatorische Genehmigungen .....	215
b) Mitsprache- und Informationsrechte .....	216
c) Finanzierung .....	217
8. Zeitplan .....	217
a) Entscheidungs- und Vorbereitungsphase .....	218
b) Angebotsphase .....	218
c) Post-Angebotsphase .....	219
d) Durchführung von Strukturmaßnahmen (zB aktien- oder umwand- lungsrechtlicher Squeeze-out, Beherrschungs- und Gewinnabfüh- rungsvertrag) .....	220
<b>III. Besondere Transaktionen .....</b>	<b>221</b>
1. Debt Equity Swap .....	221
a) Einleitung .....	223
b) Kapitalmaßnahme gegen Einbringung von Krediten .....	226
aa) Mögliche Strukturen für den Beteiligungserwerb .....	226
bb) Durchführung der Kapitalmaßnahme .....	226
cc) Rechtliche Risiken und Lösungsansätze .....	229
c) Beteiligungserwerb gegen Verzicht auf Kredite .....	238
aa) Mögliche Strukturen für den Beteiligungserwerb .....	238
bb) Durchführung des Austauschgeschäfts .....	239
cc) Rechtliche Risiken und Lösungsansätze .....	239

d) Verwertung von Pfandrechten an Gesellschaftsanteilen .....	241
aa) Mögliche Strukturen für den Beteiligungserwerb .....	242
bb) Durchführung der Pfandverwertung .....	243
cc) Rechtliche Risiken, Verfahrenshindernisse und Lösungsansätze ..	248
e) Beteiligungserwerb im Restrukturierungsverfahren nach StaRUG ...	254
aa) Mögliche Strukturen für den Beteiligungserwerb .....	255
bb) Durchführung der Kapitalmaßnahme .....	256
cc) Rechtliche Risiken, Verfahrenshindernisse und Lösungsansätze ..	258
f) Beteiligungserwerb Insolvenzplanverfahren .....	267
aa) Mögliche Strukturen für den Beteiligungserwerb .....	268
bb) Durchführung der Kapitalmaßnahme .....	269
cc) Rechtliche Risiken, Verfahrenshindernisse und Lösungsansätze ..	271
g) Steuerfolgen eines Debt Equity Swap .....	278
aa) Ertragsteuer .....	278
bb) Grunderwerbsteuer .....	284
2. Immobilientransaktionen .....	284
a) Einführung: Real Estate Private Equity .....	285
aa) Finanzinvestoren im Immobilienmarkt .....	285
bb) Segmente des Immobilienmarkts .....	286
cc) Investitionsstrategien .....	287
dd) Investitionsstruktur .....	288
ee) Transaktionsablauf .....	289
b) Angebotsphase .....	290
aa) Kurzdarstellung und Interessenbekundung .....	290
bb) Informationsmemorandum und unverbindliches Angebot .....	290
cc) Auswahlentscheidung .....	291
c) Due Diligence .....	292
aa) Sinn und Zweck .....	292
bb) Fachgebiete .....	293
cc) Umfang .....	293
dd) Veranlassung .....	295
ee) Bericht .....	297
d) Kaufvertrag .....	297
aa) Überblick .....	297
bb) Asset Deal .....	299
cc) Share Deal .....	311
dd) Portfoliotransaktionen .....	315
ee) Vollzugsphase und Closing .....	317
e) Finanzierung .....	318
aa) Term Sheet .....	318
bb) Kreditvertrag .....	320
cc) Kreditsicherheiten .....	322
f) Asset Management und Exit .....	323
aa) Wertschöpfung .....	323
bb) Vermietung .....	324
cc) Bau- und Investitionsmaßnahmen .....	324
dd) Projektentwicklung .....	324
ee) Exit .....	325
ff) Anreizsysteme .....	327
3. Co-Investments und Joint Ventures .....	327
a) Einleitung .....	328
b) Anbahnungsphase .....	330
c) Die Entstehung der Joint-Venture-Gesellschaft/ „eingebauter“ Recap	331

d) Die vertragliche Ausgestaltung des Joint Ventures .....	331
aa) Corporate Governance und Minderheitenschutz .....	332
bb) Laufzeit und Exit .....	337
cc) Finanzierung .....	340
dd) Konsolidierung .....	341
ee) Sonstige Vereinbarungen .....	341
<b>IV. Steuerstrukturierung .....</b>	<b>343</b>
1. Einführung und Grundlagen .....	344
a) Gestaltungsziele .....	344
b) Grundstrukturen .....	345
c) Die wesentlichen steuerlichen Grundlagen der Unternehmensfinan-	
zierung .....	347
aa) Einkommen- und Körperschaftsteuer .....	348
bb) Gewerbesteuer .....	357
cc) Abzugsbeschränkungen bei Beteiligungsaufwand .....	358
dd) Grenzüberschreitende Finanzierung .....	359
2. Typische Strukturen .....	360
a) Darstellung einer typischen Private-Equity-Struktur .....	360
b) Steuerliche Kommentierung der einzelnen Strukturebenen .....	361
aa) HoldCo (Ausland); Substanzerfordernisse .....	361
bb) Akquisitionsgesellschaft .....	364
cc) Portfoliounternehmen .....	365
dd) Private-Equity-Fonds und Investoren .....	366
3. Debt Push Down: Wesentliche Gestaltungen .....	367
a) Verschmelzung .....	367
b) Organschaft .....	368
c) Anwachsung .....	369
d) Fremdfinanzierte Ausschüttung .....	369
4. Steuerliche Risiken und Risikobewältigung auf der Ebene der	
Portfoliogesellschaft .....	370
a) Typische steuerliche Risiken .....	370
aa) Einkommen- und Körperschaftsteuer .....	370
bb) Umwandlungssteuerrecht .....	374
b) Verkehrssteuern .....	375
aa) Umsatzsteuer .....	375
bb) Grunderwerbsteuer .....	377
c) Risikobewältigung im Unternehmenskaufvertrag .....	378
d) Typische Betriebsprüfungsrisiken in PE-Strukturen .....	379
5. Steuerliche Strukturhinweise für die Investoren/Initiatoren von PE	
Investments .....	381
a) Steuerliche Gestaltungsziele .....	381
b) Steuerfreier Exit .....	382
c) Trennung von Beratung und Investmentsphären .....	382
d) Besteuerung des Carried Interest (§ 18 Abs. 1 Nr. 4 EStG) .....	383
<b>V. Finanzierung .....</b>	<b>385</b>
1. Überblick .....	385
a) Vertragsstandards .....	386
b) Verschuldungsgrad .....	387
c) Risiko-Controlling und Due Diligence .....	387
d) Transaktionsgröße .....	387



e) Club Deal vs. Syndizierung .....	388
f) Zusätzliche Finanzierungsinstrumente .....	388
2. Die Finanzierungsstruktur .....	389
a) Senior-Kredit .....	391
aa) Fälligkeiten und Laufzeiten .....	392
bb) Verzinsung .....	394
cc) Sicherheiten .....	395
dd) Finanzkennzahlen .....	397
ee) Zusätzliche Tranchen für Betriebsmittel sowie Zukäufe und Anlageinvestitionen .....	399
ff) Ancillary Facilities .....	401
b) Unitranches .....	402
c) Second Lien .....	403
aa) Laufzeiten .....	404
bb) Verzinsung .....	404
cc) Sicherheiten .....	404
d) Mezzanine .....	405
aa) Laufzeiten .....	405
bb) Verzinsung und Warrants .....	406
cc) Finanzkennzahlen und sonstige Auflagen .....	406
dd) Nachrangige Garantien und Sachsicherheiten .....	407
e) Hochzinsanleihen / High Yield Bonds .....	407
aa) Laufzeiten und Verzinsung .....	407
bb) Covenants .....	407
cc) Sicherheiten und Garantien .....	408
dd) Rechtswahl .....	409
ee) Angebotsstruktur .....	409
ff) Angebotsunterlage .....	410
f) PIK-Finanzierungen .....	410
aa) Laufzeiten .....	411
bb) Verzinsung auf PIK-Basis .....	411
cc) Strukturelle Nachrangigkeit .....	412
dd) Sicherheiten und Garantien .....	412
g) Vendor Loans .....	412
h) Gesellschafterdarlehen .....	413
i) Debt Push Down .....	413
3. Prozessablauf .....	414
a) Commitment Papers .....	415
b) Interim Loan Agreement .....	417
c) Long Form Dokumentation .....	417
d) Erfüllung der Auszahlungsvoraussetzungen (CP Satisfaction) und Auszahlung (Closing) .....	418
e) Treuhandstrukturen .....	418
f) Brückenfinanzierungen .....	418
g) Post-Closing .....	419
h) Verbindung zum M&A-Prozess .....	419
4. Schwerpunktthemen in LBO-Strukturen und Kreditverträgen .....	420
a) Certain Funds .....	420
b) Zusätzliche Fazilitäten .....	421
c) Financial Covenants .....	422
d) Covenant-lite-Strukturen .....	423

e) Vorzeitige Rückzahlungen	424
aa) Pflichtsondertilgungen	424
bb) Freiwillige Rückzahlungen	425
f) Kontrollwechsel	426
g) Covenants/Undertakings	427
h) Material Adverse Effect (MAE)	428
i) Clean-Up-Period	428
j) Regelmäßige Informationspflichten	429
k) Übertragbarkeit der Kreditgeberposition	429
l) Stimmrechte	430
m) Erwerb eigener Schulden	432
n) Defaulting Lenders und Impaired Agent	432
5. Besicherung	433
a) Arten der Besicherung	433
b) Strukturierung	433
c) Beschränkungen	434
aa) Bestellung von Kreditsicherheiten durch eine GmbH & Co. KG	434
bb) Vermögensschutz bei Kreditsicherheitenbestellung durch eine AG	435
cc) Liquiditätsschutz bei Kapitalgesellschaften	436
6. Preisgestaltung: Zinsen, Kosten und Gebühren	436
a) Zinssatz	437
b) Refinanzierungszinssatz	437
c) Marge	439
d) Fees (allgemein)	439
e) Arrangement Fee und Underwriting Fee	440
f) Participation Fee	441
g) Commitment Fee/Ticking Fee	441
h) Prepayment Fees/Early Redemption Fees	442
i) Agency Fees	443
j) Market Flex	443
7. Weitere wesentliche Faktoren in LBO-Transaktionen aus Sicht der Kreditgeber	444
a) Due-Diligence-Berichte	444
b) Akquisitionsdokumente	446
c) Legal Opinion	446
d) Verpflichtungserklärung der Sponsoren	447
e) Kapitalstruktur und Businessplan	447
<b>VI. Beteiligung des Managements</b>	449
1. Ziele und Grundlagen	449
a) Ziele aus Sicht des Investors	449
aa) Interessengleichlauf	449
bb) Bindung an das Unternehmen	451
cc) Unterstützung durch das Management	451
b) Ziele aus Sicht des Managements	452
aa) Wirtschaftliche Effekte	452
bb) Steuerliche Effekte	452
c) Verhandlungssituation	454
2. Investitionsbeitrag des Managements	454
a) Beteiligungshöhe	454
aa) Beteiligungshöhe insgesamt	454
bb) Beteiligungshöhe pro Person	455

b) Finanzierung der Beteiligung .....	455
aa) Eigenmittel .....	455
bb) Bankfinanzierung .....	456
cc) Mittel der Zielgesellschaft .....	457
dd) Mittel des Investors .....	457
3. Investitionsobjekt .....	458
a) Einstieg zum Marktwert .....	458
aa) Keine Einstiegsbesteuerung .....	458
bb) Einstiegskosten des Investors .....	458
b) Sweet Equity .....	460
aa) Tranchen der Eigenmittel .....	460
bb) Ausgestaltung der Tranchen .....	461
c) Abweichende Erlösverteilung .....	461
d) Gemeinsames Investitionsvehikel des Managements .....	461
aa) Verwaltungsvereinfachung .....	461
bb) Vermögensverwaltende Personengesellschaft .....	462
cc) Vermeidung der Beurkundungspflicht .....	462
dd) Mehrere Beteiligungsvehikel .....	462
ee) Treuhänder .....	463
ff) Einstufung als Kapitalanlagegesellschaft .....	463
e) Stille Beteiligung .....	463
f) Aktienoptionsprogramme .....	464
4. Teilnehmer des Beteiligungsprogramms .....	464
a) Vorstand/Geschäftsführung .....	464
b) Zweite und dritte Führungsebene .....	465
c) Reserve für künftige Beteiligte .....	465
aa) Zurückhalten einer Reserve .....	465
bb) Warehouse-Gesellschaft .....	465
cc) Verwendung der Reserve .....	466
5. Bindung an das Anstellungsverhältnis .....	466
a) Kaufoption bei Beendigung des Anstellungsverhältnisses .....	466
aa) Grundsatz .....	466
bb) Zulässigkeit .....	467
b) Good Leaver, Bad Leaver .....	468
aa) Hierarchie der Ausscheidensgründe .....	468
bb) Einstufung .....	468
c) Kaufpreis .....	469
aa) Ausgangspunkte .....	469
bb) Bewertungsmaßstab .....	469
cc) Wirksamkeit .....	470
d) Vesting .....	471
aa) Time Vesting .....	471
bb) Performance Vesting .....	471
e) Kaufoption für andere Manager, Verkaufsoption .....	471
aa) Begünstigter der Kaufoption .....	471
bb) Verkaufsoption .....	472
6. Teilhabe am Erlös .....	472
a) Übliches Exit-Szenario .....	472
b) Mitverkaufsrechte, Mitverkaufspflichten .....	473
aa) Drag-along-Regeln .....	473
bb) Tag-along-Regeln .....	474
cc) Continuation funds .....	474

c) Ratchet .....	475
aa) Ratchet bei Exit .....	475
bb) Tatsächliche oder rechnerische Beteiligungsveränderung .....	476
cc) Positiver oder negativer Ratchet .....	476
dd) Ratchet bei laufender Zielerreichung .....	477
d) Steuerverpflicht .....	477
aa) Anfängliche Beteiligungsquote .....	477
bb) Positiver Ratchet .....	477
cc) Negativer Ratchet .....	478
e) Sonstige Auszahlungen .....	478
7. Gewährleistungen, sonstige Verpflichtungen .....	479
a) Gewährleistungen bei Investition .....	479
aa) Grund .....	479
bb) Angemessenheit .....	480
cc) Rechtsfolgen .....	480
dd) Durchsetzung von Garantien .....	481
b) Gewährleistungen beim Exit .....	481
aa) Grund .....	481
bb) Bestimmtheit .....	481
cc) Rechtsfolgen .....	482
c) Lock-up-Verpflichtung .....	482
aa) Allgemeine Veräußerungsbeschränkung .....	482
bb) Spezielle Veräußerungsbeschränkung der Manager .....	482
d) Wettbewerbsverbot .....	483
8. Sonstige Regelungen bei Beteiligungsprogrammen .....	483
a) Verwässerungsschutz .....	483
b) Vertraulichkeit .....	484
aa) Notarielle Urkunde .....	484
bb) Management KG .....	484
c) Haftung des Investors, Prospektpflicht .....	485
aa) Haftungsgrundsätze .....	485
bb) Prospektpflicht in Deutschland .....	485
cc) Prospektpflicht nach sonstigen Rechtsordnungen .....	485
d) Beteiligung von Familienmitgliedern .....	486
e) Kostentragung .....	486
aa) Kosten des Investors .....	486
bb) Kosten des Managements .....	487

## **VII. Halten des Investments durch den Private-Equity-Investor .....**

1. Eigenkapitalsyndizierung .....	489
a) Beschreibung .....	489
b) Beweggründe .....	490
c) Erscheinungsformen .....	490
aa) Umfang der Syndizierung .....	490
bb) Zeitpunkt der Syndizierung .....	491
cc) Club Deals als besondere Form der Upfront- oder laufenden Syndizierung .....	492
dd) Friends and Family .....	493
ee) Syndizierung an Management .....	494
d) Erfordernisse .....	494
aa) Strukturierung .....	494
bb) Implementierung .....	494

cc) Insbesondere: Syndizierung bei bestehender Gesellschaftervereinbarung .....	497
dd) Due Diligence, Gewährleistungen .....	497
ee) Kartellrechtliche und außenwirtschaftsrechtliche Implikationen ..	498
2. Ansprüche unter dem Erwerbs-SPA .....	499
a) Einführung .....	499
b) Kaufpreisanpassung .....	499
aa) Verträge mit Kaufpreisanpassungsmechanismus .....	499
bb) Verträge mit Festkaufpreis .....	500
c) Garantien des Verkäufers .....	501
aa) Prüfung von Garantieverletzungen .....	501
bb) Gewährleistungsver sicherung .....	505
cc) Umgang mit Management-Garantien .....	508
dd) Weitergabe von Garantieansprüchen .....	508
d) Freistellungsansprüche .....	509
aa) Geltendmachung von Freistellungsansprüchen .....	509
bb) Weitergabe von Freistellungsansprüchen .....	510
3. Gesellschaftsrechtliche Restrukturierung des Portfoliounternehmens ...	510
a) Strukturvereinfachung .....	510
b) Heben von Trapped Cash .....	511
c) Steuerliche Optimierung .....	511
d) Maßnahme des Debt Push Downs .....	511
e) Verbot des Asset-Stripping .....	512
4. Akquisitionen und Abverkäufe durch Portfoliounternehmen .....	513
a) Motivation .....	513
b) Restriktionen .....	513
c) Akquisitionen durch Portfoliounternehmen .....	513
d) Abverkäufe durch Portfoliounternehmen .....	515
aa) Abverkauf als Telexit .....	515
bb) Voraussetzungen im Erwerbs-SPA .....	515
cc) Vertragsgestaltung, insbesondere Gewährleistungen und Freistellungen .....	516
5. Informations- und Transparenzpflichten .....	517
a) Information und Transparenz des Investors gegenüber dem Portfoliounternehmen .....	517
b) Information und Transparenz des Portfoliounternehmens gegenüber dem Investor .....	518
c) Weitergehende Offenlegungstatbestände .....	519
6. Rekapitalisierung .....	520
a) Einführung und Grundlagen .....	522
aa) Hintergrund .....	522
bb) Anlässe für fremdfinanzierte Ausschüttungen .....	524
b) Typische Strukturen fremdfinanzierter Ausschüttungen .....	525
aa) Wesentliche strukturelle Fragen .....	526
bb) Typische Step-up-Transaktionen .....	528
cc) Exkurs: Pre-Closing Recaps .....	536
c) Gesellschaftsrechtliche Vorgaben und Einschränkungen .....	537
aa) Einleitung und Übersicht .....	538
bb) Kapitalerhaltungsregeln .....	538
cc) Grundsätze des existenzvernichtenden Eingriffs .....	543
dd) Tatbestände, die durch die Leitungsorgane der ausschüttenden Gesellschaften zu beachten sind .....	547

d) Die steuerrechtliche Strukturierung von Rekapitalisierungen .....	549
aa) Überblick .....	549
bb) Rekapitalisierung durch Rückzahlung von Gesellschafterdarle-	
hen .....	550
cc) Ausschüttung von Rücklagen .....	550
dd) Rekapitalisierung nach Umstrukturierung .....	552
ee) Typische Umstrukturierungsmaßnahmen .....	553
ff) Steuerliche Abzugsfähigkeit von Zinsaufwand .....	561
gg) Organschaft .....	562
7. PE-Investments in der Krise .....	563
a) Die Krisenursachen und Restrukturierungsmöglichkeiten beim PE-	
Investment .....	565
b) Der Eintritt und das Fortschreiten der Krise .....	570
aa) Krisenerkennung .....	571
bb) Krisenursachen .....	572
cc) Krisenbewältigung .....	573
c) Die Entscheidung zwischen Exit, Turnaround und Insolvenz .....	577
aa) Exit .....	578
bb) Turnaround .....	578
cc) Insolvenz .....	580
d) Die (außergerichtliche) Restrukturierung .....	583
aa) Restrukturierung des Fremdkapitals .....	583
bb) Erhöhung des Eigenkapitals durch den Private-Equity-Investor ..	598
cc) Gewährung zusätzlicher Gesellschafterdarlehen .....	599
dd) Debt Buy Back .....	606
e) Insolvenz .....	607
aa) Die eingeschränkte Kontrolle bei Eintritt der Insolvenz .....	607
bb) Unternehmenssanierung im Insolvenzverfahren .....	617
cc) Haftungsrisiken für die Geschäftsleiter, Gesellschafter und Fonds-	
manager .....	629
<b>VIII. Desinvestition (Exit) .....</b>	<b>643</b>
1. Verkauf .....	643
a) Einführung .....	644
b) Beweggründe .....	645
aa) Interessen der Beteiligten .....	645
bb) Marktumfeld .....	646
cc) Finanzierungsspezifische Überlegungen .....	646
dd) Fondsspezifische Überlegungen .....	646
ee) Exit-Vereinbarungen .....	647
c) Vorbereitung des Verkaufs .....	647
aa) Einführung: Clean Exit .....	647
bb) „Dress up the bride“ .....	649
cc) Transaktions- und Steuerplanung .....	649
dd) Abstimmung mit dem Management .....	649
ee) Umgang mit Minderheitsgesellschaftern .....	651
ff) Deal-Fee-Vereinbarungen .....	652
gg) Vendor Due Diligence .....	652
hh) Stapled Finance .....	652
d) Besonderheiten im Kaufvertrag .....	653
aa) Einführung .....	653
bb) Locked Box .....	653
cc) Garantien und Freistellungen .....	654

dd) Haftungsbegrenzungen/Verjährung .....	656
ee) Clean Exit durch Versicherungslösungen .....	657
ff) Besonderheiten bei Secondaries .....	658
e) Roll-over und Reinvestment .....	659
aa) Einführung .....	659
bb) Strukturierungsmöglichkeiten im Überblick .....	660
cc) Strukturierungstreiber .....	663
dd) Der „klassische“ Roll-over .....	664
ee) Reinvestment .....	666
ff) Paper Deal .....	667
f) De-SPAC-Transaktionen .....	669
aa) Einführung .....	669
bb) Die de-SPAC-Transaktion .....	671
cc) Auswahlkriterien beim Vergleich von IPO und de-SPAC .....	676
2. IPO .....	678
a) Vorbereitung des Börsengangs .....	679
aa) Beginn des Platzierungsprozesses .....	679
bb) Kapitalausstattung .....	680
cc) Corporate Governance .....	681
dd) Akquisitionsfinanzierung .....	682
ee) Mandatsvereinbarung .....	683
ff) Barkapitalerhöhung .....	686
gg) Due Diligence .....	686
b) Die Rolle der Konsortialbanken .....	686
aa) Erstellung des Emissionskonzepts .....	687
bb) Due Diligence .....	687
cc) Prospekterstellung .....	687
dd) Vertrieb, Übernahme und Zuteilung der Aktien .....	687
ee) Börsenzulassungsverfahren .....	688
ff) Kursstabilisierung .....	689
c) Preisbildung .....	689
aa) Ausgangslage .....	689
bb) Festpreisverfahren .....	689
cc) Auktionsverfahren .....	690
dd) Bookbuilding .....	690
d) Dokumentation .....	693
aa) Öffentliches Angebot .....	693
bb) Wertpapierprospekt .....	693
cc) Prospekthaftung .....	695
dd) Freistellung durch den Private-Equity-Fonds .....	696
ee) Begleitendes Marketing .....	699
ff) Börsenzulassung .....	699
gg) Emissionsbegleitende vertragliche Vereinbarungen .....	699
e) Steuerliche Fragestellungen .....	700
aa) Auswahl der IPO-Gesellschaft .....	700
bb) Due Diligence und Beschreibung steuerlicher Risikofaktoren im Prospekt .....	700
cc) Auswirkungen auf die Abzugsfähigkeit von Zinsaufwendungen ..	700
dd) Schicksal von Verlust- und Zinsvorträgen .....	701
ee) Grunderwerbsteuer .....	701
ff) Ertragsteuerliche Behandlung von IPO-Kosten .....	702
gg) Umsatzsteuerliche Behandlung von IPO-Kosten .....	703

hh) Mitarbeiterbeteiligungsprogramme .....	704
ii) Dividendenbesteuerung .....	704
3. Dual Track .....	705
a) Optimierung des Exits durch Dual-Track-Verfahren .....	705
b) Parallele Verfahrensprozesse .....	707
aa) Parallele Verfahrensprozesse ab Beginn der Exit-Vorbereitungen .....	707
bb) Synergiemöglichkeiten .....	707
cc) Beteiligte .....	708
c) Zeitpunkt der Entscheidung .....	709
d) Besonderheiten in den vertraglichen Dokumenten .....	710
aa) Hinweis auf den jeweils anderen Exit-Kanal .....	710
bb) Handelsverbot, Standstill .....	711
cc) SPA-Klauseln .....	711
4. Exit-Strukturen unter steuerlichen Gesichtspunkten .....	712
a) Einführung .....	712
b) Regelmäßig Exit durch Corporate Share Deal .....	712
c) Steueroptimierter Exit-Level .....	713
aa) Inländischer Private-Equity-Fonds .....	713
bb) Ausländischer Private-Equity-Fonds .....	714
d) Verlustuntergang .....	717
e) Verkehrsteuern .....	717
aa) Umsatzsteuer .....	717
bb) Grunderwerbsteuer .....	718
f) Recap/Refinanzierung .....	719
<b>Glossar</b> .....	721
<b>Sachverzeichnis</b> .....	731