



Ablauf von M&A- Transaktionen und Vorfeldvereinbarungen

Modul

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
---	---	---	---	---	---	---	---	---	----

Typischerweise beginnt der Prozess einer **M&A- oder Private Equity-Transaktion** mit der Verhandlung von Vorfeldvereinbarungen zwischen den Parteien und endet mit dem finalen Vollzug der Transaktion (*Closing*). Aktuell sind aufgrund der verkäuferfreundlichen Marktsituation exklusive M&A-Prozesse selten zu beobachten. Die überwiegende Mehrheit der M&A-Transaktionen wird **derzeit zumeist im Bieterverfahren** durchgeführt.

In der nachfolgenden **Skizze** wird der typische **Ablauf** eines Bieterverfahrens veranschaulicht:



Dr. Georg Greitemann
POELLATH
Frankfurt am Main
+49 (69) 247047 - 24
georg.greitemann@pplaw.com



📅 22.09.-08.12.2022
📍 POELLATH Frankfurt
Anmeldung unter:
www.pptraining.de

Das **Bieterverfahren** kann dem Verkäufer erhebliche **Vorteile** bringen, bspw. durch hohe Transaktionssicherheit, Verhandlungsdruck und Kaufpreisoptimierung durch Konkurrenz unter den Bietern. **Nachteile** hingegen sind ein erheblicher Koordinierungsaufwand, höhere Transaktionskosten und eine längeren Prozessdauer. Die Konkurrenz unter den Bietern führt typischerweise auch dazu, dass diese unter Zeit- und Verhandlungsdruck stehen und damit mehr Risiken in Kauf nehmen müssen als in exklusiven M&A-Prozessen. Die Praxis begegnet dem Zeitdruck oftmals mit sog. „**Full-Equity-Deals**“ (zur Vermeidung einer zeitaufwendigen Fremdfinanzierung) und versucht die Risiken durch den Abschluss von **W&I-Versicherungen** zu mindern.

Gegenüber M&A-Transaktionen zeichnen sich **PE-Transaktionen** dadurch aus, dass bei diesen der Kaufpreis zu einem erheblichen Anteil **durch Banken oder Debt-Fonds fremdfinanziert** wird (Stichwort: *Leverage-Effekt*) und dadurch in einem separaten Arbeitsstrang **Finanzierungsverträge** verhandelt werden. Daneben wird das bestehende Management oftmals im Rahmen eines **Managementbeteiligungsprogramms** am zukünftigen Unternehmenserfolg beteiligt.

Alle Module im Überblick:

1. Ablauf von M&A-Transaktionen und Vorfeldvereinbarungen
2. Steuerplanung aus Verkäufer- und Käufersicht
3. Legal und Tax Due Diligence
4. Unternehmenskaufvertrag
5. Unternehmensbewertung und Kaufpreis
6. Akquisitionsfinanzierung, Kartellrecht und Investitionskontrolle
7. Minderheits- und Mehrheitsbeteiligungen
8. Private Equity
9. Managementbeteiligungen
10. Distressed M&A

Den „Auftakt“ der **rechtlichen Dokumentation** bilden die eingangs benannten **Vorfeldvereinbarungen**. In der Praxis treten diese am häufigsten in Form von eines **Engagement Letters, Non-Disclosure Agreements** und/oder **Letter of Intent** auf.

Engagement Letter bilden die vertragliche Grundlage für die **Zusammenarbeit mit dem eigenen „M&A-Team“**. *Engagement Letter* werden daher typischerweise mit Investmentbanken, M&A-Beratern, Wirtschaftsprüfern, Steuerberatern und Rechtsanwälten abgeschlossen. Die Vergütung von Investmentbanken und M&A-Beratern ist meist abhängig vom Erfolg der Transaktion („*no deal, no fee*“). Daher ist bei diesen umso genauer zu prüfen, wie die beabsichtigte „Transaktion“ definiert wird. Mit anderen Worten: Muss der Verkäufer etwa auch dann zahlen, wenn statt 100% der Geschäftsanteile nur 50% verkauft werden? Ausgehend von der Beschreibung der konkreten Transaktion im *Engagement Letter* ist dann v.a. der Berechnung des Transaktionswertes besondere Beachtung zu schenken, da dieser maßgeblich für die Kosten des Verkäufers ist.

Kernfragen sind dabei: Wie wird der Transaktionswert konkret berechnet (auf Basis aller oder nur der verkauften Gesellschaftsanteile)? Werden unbare Gegenleistungen (z.B. Aktientausch) einbezogen und Verbindlichkeiten abgezogen? Welche Auswirkungen haben spätere Kaufpreisanpassungen (bspw. *Earn-out*)?

Das **Non-Disclosure Agreement** (NDA) bildet die erste vertragliche Grundlage für die **Zusammenarbeit mit der „Gegenseite“**, dem potentiellen Käufer und dessen Beratern. Im NDA wird geregelt, wie die Beteiligten im Rahmen der Transaktion Informationen austauschen und deren **Vertraulichkeit** gewährleisten wollen. Das NDA dient damit dem Ausgleich von Informationsasymmetrien und Interessengegensätzen. Mit den höchsten Wert eines Unternehmens bilden nämlich dessen **Geschäfts- und Betriebsgeheimnisse**, die der Verkäufer natürlich umfassend schützen will. Der Kaufinteressent möchte hingegen möglichst viele Informationen sammeln und schlichtweg wissen, „was“ er mit dem Unternehmen kauft.

Kernelemente des NDAs als rechtlicher Rahmen des Informationsaustausches sind die Beschreibung von „geheim[zuhaltend]en Informationen“, der Kreis der Personen, die geheime Informationen erhalten dürfen und der Haftungsumfang im Falle einer möglichen und unberechtigten Weitergabe dieser Informationen.

Ist der potentielle Käufer nach einer ersten Prüfung des Unternehmens weiterhin am Kauf interessiert, wird dieses Interesse oftmals im Rahmen eines **Letter of Intent (LoI)** dokumentiert. Neben der Bekräftigung des Kaufinteresses macht der potentielle Käufer im LoI typischerweise **Vorschläge zum weiteren Vorgehen und zum Zeitplan**. Ebenso stellt der potentielle Käufer seine Sicht der **bisherigen Verhandlungsergebnisse** dar. Idealerweise kann im LoI damit bereits auf kommerzieller Ebene eine Verständigung über wesentliche Vertragsinhalte stattfinden.

Üblicherweise wird der LoI bereits **vor** Abschluss der **genaueren Unternehmensprüfung (Due Diligence)** abgegeben. Damit sich der potenzielle Käufer nicht unnötig bindet und auf (kaufpreismindernde) Erkenntnisse aus der *Due Diligence* reagieren kann, legt der potentielle Käufer im LoI typischerweise **ökonomische Grundannahmen** offen, um diese ggf. als Anlass für Neuverhandlungen nehmen zu können.

Steuerplanung aus Verkäufer- und Käufersicht

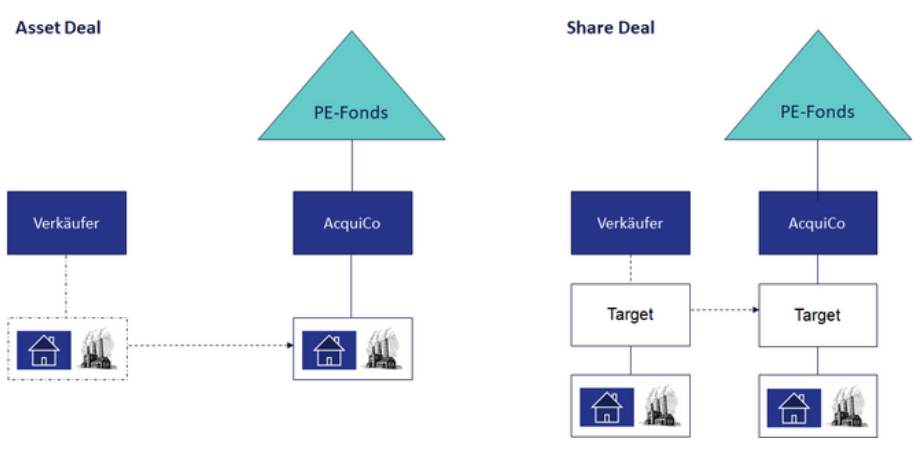
Modul

- 1
- 2
- 3
- 4
- 5
- 6
- 7
- 8
- 9
- 10

Aus wirtschaftlicher Sicht stellt die Steuerplanung einen wesentlichen Aspekt von M&A-Transaktionen dar. Die steuerlichen Effekte von M&A-Transaktionen wirken sich unmittelbar auf den Kaufpreis aus, daher ist die Steuerplanung für den Verkäufer wie für den Käufer von entscheidender Bedeutung.

Zentrale Weichenstellung für die Steuerplanung ist die Frage, wie die M&A-Transaktion durchgeführt werden soll: durch die Übertragung der einzelnen Vermögensgegenstände eines Unternehmens (*Asset Deal*) oder durch Übertragung der Anteile am Unternehmensträger selbst (*Share Deal*).

Der grundlegende Unterschied zwischen den beiden Transaktionsformen wird in der nachfolgenden Skizze veranschaulicht:



Dr. Marco Ottenwälder
POELLATH
Frankfurt am Main
+49 (69) 247047 - 28
marco.ottenwaelder@pplaw.com



22.09.-08.12.2022
 POELLATH Frankfurt
Anmeldung unter:
www.pptraining.de

Der **Asset Deal** erfordert, dass zivilrechtlich sämtliche Vermögensgegenstände des Unternehmens vom Verkäufer auf den Käufer (hier die AcquiCo) einzeln übertragen werden (bspw. Immobilien, Maschinen, Betriebsmittel), nicht jedoch der Rechtsträger des Unternehmens selbst. Als Verkäufer tritt hier das beteiligte Unternehmen auf. Schwierigkeiten kann der *Asset Deal* bei der Übernahme einzelner Vertragsverhältnisse oder auch öffentlich-rechtlicher Erlaubnisse (Konzessionen) mit sich bringen, da diese nur mit Zustimmung Dritter übertragen werden können.

Aus steuerlicher Sicht birgt der *Asset Deal* für den Käufer den Vorteil, dass steuerliche Risiken, abgesehen von steuerlichen Sondertatbeständen, minimiert werden können. Ebenso hat der Käufer die Möglichkeit, nach Erwerb die Buchwerte der übernommenen Vermögensgegenstände zu erhöhen (*Step-up*). So kann zusätzliches Abschreibungspotential geschaffen werden. Nachteilig kann sich aus Sicht des Käufers bspw. der fehlende Übergang von Verlustvorträgen auswirken. Für den Verkäufer ist der Veräußerungsgewinn demgegenüber voll ertragsteuerpflichtig und führt, je nach Rechtsform des Verkäufers, zu einer Steuerbelastung von ca. 50% bzw. ca. 30%, obgleich diese z.B. durch Nutzung von Verlustvorträgen gesenkt werden könnte.

Alle Module im Überblick:

1. Ablauf von M&A-
Transaktionen und
Vorfeldvereinbarungen
2. Steuerplanung aus
Verkäufer- und Käufersicht
3. Legal und Tax Due
Diligence
4. Unternehmenskaufvertrag
5. Unternehmensbewertung
und Kaufpreis
6. Akquisitionsfinanzierung,
Kartellrecht und
Investitionskontrolle
7. Minderheits- und
Mehrheitsbeteiligungen
8. Private Equity
9. Managementbeteiligungen
10. Distressed M&A

Der **Share Deal** zeichnet sich dadurch aus, dass mit der Übertragung der Gesellschaftsanteile am Rechtsträger des Unternehmens im Regelfall auch sämtliche Vermögensgegenstände übertragen werden. Als Verkäufer tritt hier der Gesellschafter des „Targets“ auf. Der *Share Deal* bringt jedoch auch mit sich, dass sämtliche steuerliche Verpflichtungen und Risiken mit auf den Käufer übertragen werden. Ebenso nachteilig ist für den Käufer am *Share Deal*, dass keine Möglichkeit zur Erhöhung der Buchwerte der Vermögensgegenstände des Unternehmens besteht.

Demgegenüber sind für den Verkäufer bei einem *Share Deal* erhebliche Teile des Veräußerungsgewinns steuerfrei: bei Kapitalgesellschaften sind dies effektiv 95% (und führen zu einer Ertragssteuerlast von meist ca. 1,7%) bei natürlichen Personen sind in der Regel 40% des Veräußerungsgewinns steuerfrei, d. h. es träte eine effektive Belastung von bis zu ca. 29% auf.

In der Praxis stellt der Share Deal die weit überwiegende Transaktionsform dar. Um steuerliche Risiken zu erkennen und vermeiden zu können, wird bei einer Vielzahl von Transaktionen auch eine **steuerliche Due Diligence** durchgeführt. Als Teil der Steuerplanung ist für den Käufer bei fremdfinanzierten Transaktionen insbesondere bedeutsam, wie der Finanzierungsaufwand steuerlich geltend gemacht werden kann. Lösungsansätze können bestehen in der Begründung steuerlicher Organschaften, in Umstrukturierungen (bspw. Verschmelzung oder Formwechsel) oder in Form eines sog. *Debt-Push-Down* im Nachgang zur Transaktion. Soweit der Finanzierungsaufwand steuerlich geltend gemacht werden kann, ist als weitere Hürde die Zinsschranke zu überwinden, die gerade bei großvolumigen Transaktionen erhebliche Schwierigkeit bereitet und in der Transaktionsstruktur abzubilden ist. Weitere wesentliche Aspekte der Steuerplanung können im Ertragsteuerrecht die Nutzbarmachung von Verlust- und Zinsvorträgen sein. Aber auch die Auswirkungen der Umsatz- und der Grunderwerbsteuer sind unbedingt zu berücksichtigen.

Schließlich hat die ganz überwiegende Mehrzahl von Transaktionen einen **grenzüberschreitenden Bezug**. Dementsprechend gewinnt die Steuerplanung weiter an Komplexität, wenn im Rahmen grenzüberschreitender Erwerbs- und Finanzierungsstrukturen das Steuerrecht weiterer Jurisdiktionen sowie entsprechende Doppelbesteuerungsabkommen (DBA) einbezogen werden müssen.

Legal und Tax Due Diligence

Modul

1

2

3

4

5

6

7

8

9

10




Christine Funk
POELLATH
Frankfurt am Main
+49 (69) 247047 - 40
christine.funk@pplaw.com



Dr. Marco Ottenwalder
POELLATH
Frankfurt am Main
+49 (69) 247047 - 28
marco.ottenwaelder@pplaw.com



 22.09.-08.12.2022

 POELLATH Frankfurt

Anmeldung unter:
www.pptraining.de

Die Prüfung des Zielunternehmens im Rahmen der *Due Diligence* stellt aus wirtschaftlicher und rechtlicher Sicht einen wesentlichen Teil einer Unternehmenstransaktion dar. Die *Due Diligence* kann in verschiedenen Bereichen des Zielunternehmens durchgeführt werden: *Financial, Legal, Tax, Market, Technical, Operational, HR, IT, Environmental, Compliance Due Diligence* und zahlreiche weitere Formen der *Due Diligence* kommen in der Praxis zur Anwendung. In welchen Bereichen und unter welchen Aspekten das Zielunternehmen geprüft wird, bestimmt sich nach der Art und Branche des Zielunternehmens, der zur Verfügung stehenden Zeit und letztlich auch durch das zur Verfügung stehende Budget. Die mit Abstand häufigsten Formen der *Due Diligence* sind die *Financial, Legal* und *Tax Due Diligence*.

Im Rahmen einer ***Financial Due Diligence*** wird das Zielunternehmen hinsichtlich der Qualität seiner Finanzdaten, seiner Vermögens-, Finanz- und Ertragslage untersucht. Hierbei werden im Wesentlichen die Jahresabschlüsse des Zielunternehmens der letzten drei bis fünf Jahre, weitere tiefergehende Informationen aus dem internen Rechnungswesen sowie die Planungsrechnungen für die kurz- und mittelfristige Geschäftsentwicklung analysiert.

Zu den Analysen zählen insbesondere eine Beurteilung der nachhaltigen Ertragskraft sowie eine Analyse der wesentlichen Geschäftstreiber und Kernerfolgskriterien. Hinzu kommt ebenfalls die Beurteilung der Nettofinanzverschuldung und des Working Capital.

Die *Financial Due Diligence* dient insbesondere der Aufdeckung und Analyse aller betriebswirtschaftlichen Chancen und Risiken, die für einen potentiellen Investor vor Kaufentscheidung genauestens analysiert und beurteilt werden sollten. Die Financial Due Diligence dient auch der Wertermittlungsfunktion, indem nicht nur die Aufdeckung bilanzieller Risiken erfolgt, sondern aus den Ergebnissen auch Prognosen bezüglich der künftigen Ertragskraft und zu Cashflow-Erfordernissen des Zielunternehmens abgeleitet werden können. Weiterhin haben die Erkenntnisse zur Qualität der Finanzdaten Bedeutung für die Vereinbarung zum Kaufpreismechanismus und den Kaufpreisbestandteilen. Damit ist die *Financial Due Diligence* maßgeblich entscheidend für die Kaufpreisfindung im jeweiligen Akquisitionsprozess.

Der Durchführung der **Legal Due Diligence** vorgelagert sind zahlreiche Fragen zur Bereitstellung der relevanten Informationen:

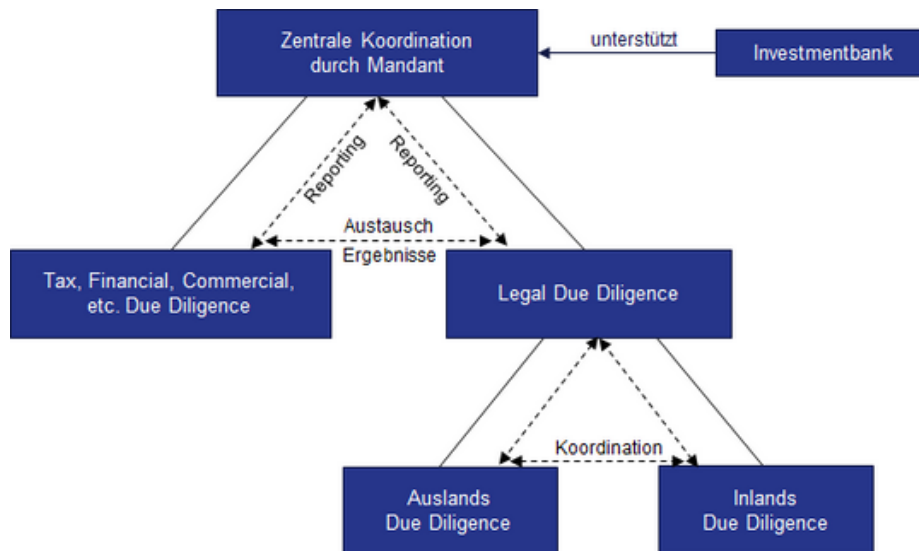
Alle Module im Überblick:

1. Ablauf von M&A-
Transaktionen und
Vorfeldvereinbarungen
2. Steuerplanung aus
Verkäufer- und Käufersicht
3. Legal und Tax Due
Diligence
4. Unternehmenskaufvertrag
5. Unternehmensbewertung
und Kaufpreis
6. Akquisitionsfinanzierung,
Kartellrecht und
Investitionskontrolle
7. Minderheits- und
Mehrheitsbeteiligungen
8. Private Equity
9. Managementbeteiligungen
10. Distressed M&A

Wer verfügt über die relevanten Informationen und wer hat Anspruch auf diese? Welche Informationen kann, bzw. muss das Management den Gesellschaftern herausgeben? Die Antwort darauf hängt insbesondere von der Rechtsform der jeweiligen Zielgesellschaft ab. Im Hinblick auf die DSGVO ist gerade auch die Frage relevant, welche Informationen dem Interessenten offengelegt werden dürfen. Aus Datenschutzgründen sollten die Informationen grundsätzlich anonymisiert und Personenbezogene Daten „geschwärzt“ werden. In Rahmen dieses Fragenkreises sind auch mögliche Haftungsfolgen für die Beteiligten durch die Offenlegung von Informationen relevant.

Sind die genannten und ggf. weitere Vorfragen geklärt, kann die eigentliche Due Diligence durchgeführt werden. Für eine gelungene Due Diligence ist das Zusammenspiel verschiedener Beteiligten im „Team“ des Käufers und Dritter essentiell: Oftmals werden Informationen für verschiedene Arbeitsstränge relevant (bspw. Arbeitsverträge, die für das Arbeitsrecht aber auch für Datenschutz und gewerbliche Schutzrechte relevant sein können).

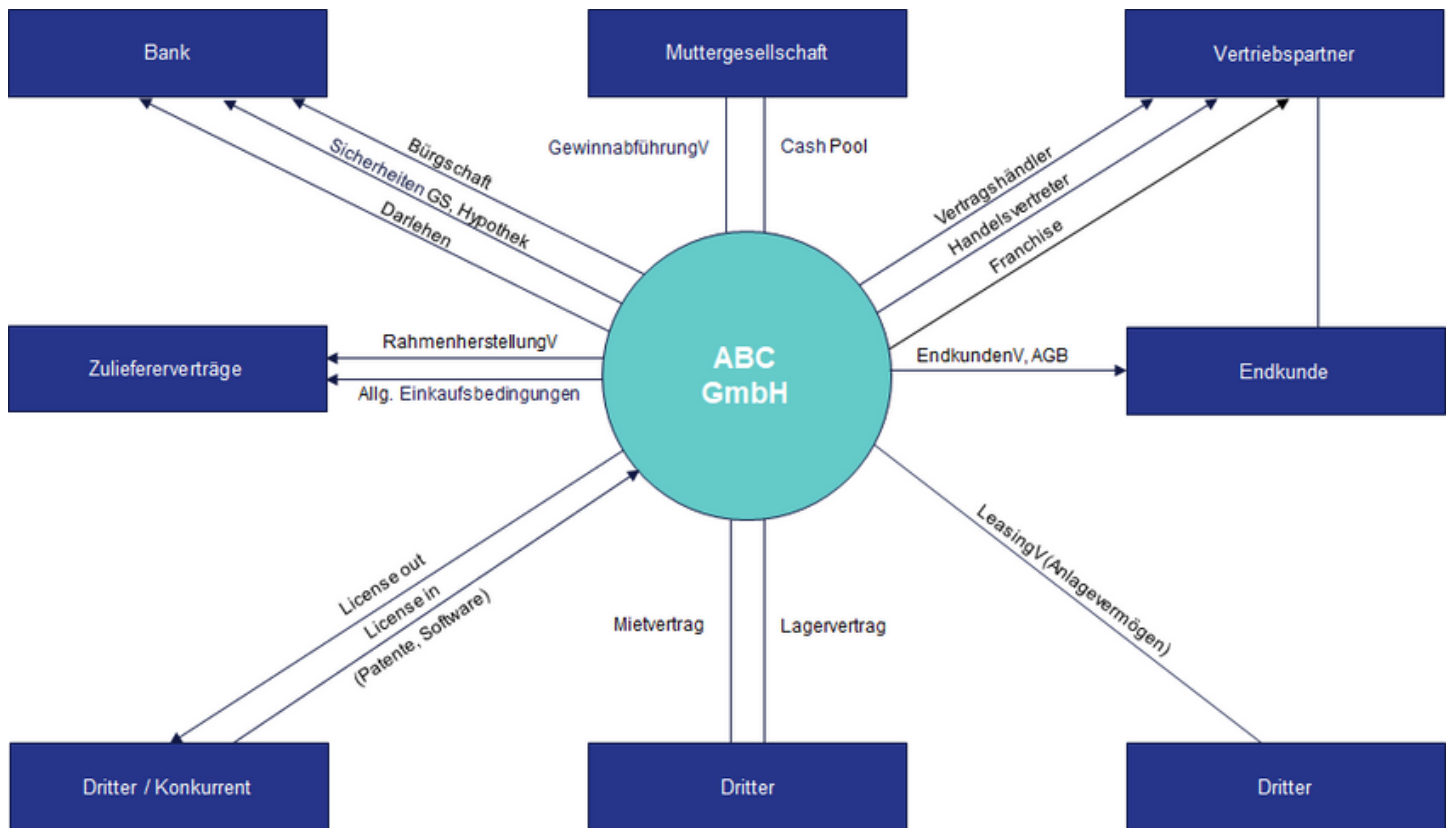
Wichtig ist daher, dass die Beteiligten im laufenden Austausch miteinander stehen und die Informationen nach Bedarf weiterleiten. Die Verzahnung der verschiedenen Beteiligten im „Team“ des Käufers soll durch die nachfolgende Grafik veranschaulicht werden:



Kern der Durchführung der *Legal Due Diligence* ist die Einholung und Auswertung der von der Zielgesellschaft übermittelten Informationen. Neben den übermittelten Informationen können noch weitere (öffentlich) verfügbare Informationen eingeholt und ausgewertet werden (bspw. Unterlagen im Handelsregister, Geschäftsberichte, Jahresabschlüsse, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen etc.).

Die inhaltlichen Prüfungsschwerpunkte der *Legal Due Diligence* bestimmen sich nach dem jeweiligen Zielunternehmen und dessen Branche. In jedem Fall ist die gesellschaftsrechtliche Historie zu prüfen, schon um sicherzustellen, dass der Käufer rechtssicher Anteile an einem wirksam bestehenden Unternehmen erwirbt.

Neben bestehenden Finanzierungsverträgen (die in der Regel abgelöst werden) und entsprechenden Sicherheitenverträgen werden typischerweise Verträge des operativen Geschäfts eingehend geprüft. Darunter sind zu verstehen Verträge mit Kunden, mit Lieferanten und sämtliche Verträge, die für den Bestand des Unternehmens und dessen Geschäftstätigkeit relevant sind (bspw. Vertriebsverträge, Zuliefererverträge, Mietverträge etc.). Für die Geschäftstätigkeit des Unternehmens sind gewerbliche Schutzrechte (Markenrechte, Lizenzen etc.), wirksame Verträge mit Mitarbeitern und das Nichtvorliegen von Rechtsstreitigkeiten essentiell, daher werden diese im Regelfall in die Prüfung einbezogen. Je nach Art und Geschäftstätigkeit des Zielunternehmens und der Risikoposition des potentiellen Käufers werden häufig auch die Teilbereiche Immobilien-, Versicherungs-, Umwelt- und öffentliches Recht in den Prüfbereich mit einbezogen. Die Komplexität der Rechtsbeziehungen der Zielgesellschaft soll durch die nachfolgende Grafik veranschaulicht werden:



Die **Tax Due Diligence** unterscheidet sich von der **Legal Due Diligence** im Kern nur durch die Prüfungsinhalte. Im Rahmen der Tax Due Diligence werden Jahresabschlüsse, Steuererklärungen und -bescheide, Betriebsprüfungsberichte, Gutachten von Steuerberatern, verbindliche Auskünfte von Finanzbehörden usw. im Hinblick auf die relevanten Unternehmens- und ggf. Gesellschaftersteuern ausgewertet um etwaige Haftungsrisiken für den Käufer identifizieren und durch geeignete Maßnahmen in den Griff bekommen zu können.

Sofern die Erkenntnisse der **Due Diligence** nicht zu einem Abbruch der Verhandlungen führen, werden diese, über die Kaufpreisjustierung hinaus, für die Anpassung der Transaktionsstruktur (bspw. Wechsel vom *Share Deal* zum *Asset Deal*) und Transaktionsdokumentation (insb. Garantien und Freistellungen im SPA, Abschluss von W&I-Versicherung) genutzt. Zudem können aus den Erkenntnissen weitere Maßnahmen nach Abschluss der Transaktion abgeleitet werden (bspw. Umstrukturierungen, Aufhebung von Unternehmensverträgen).

Unternehmens- kaufvertrag

Modul

1

2

3

4

5

6

7

8

9

10


Das zentrale Dokument einer Unternehmenstransaktion ist der Unternehmenskaufvertrag. Bei einem *Share Deal* wird der Unternehmenskaufvertrag üblicherweise als *Share Purchase Agreement (SPA)*, bei einem *Asset Deal* häufig als *Asset Purchase Agreement (APA)* bezeichnet. Zur Vereinfachung wird im Folgenden der Unternehmenskaufvertrag, unabhängig von der gewählten Transaktionsform, mit *SPA* abgekürzt.

Bei der Bestimmung der **Vertragsparteien** wird auf **Verkäuferseite** die Unterscheidung zwischen *Asset Deal* und *Share Deal* relevant: Beim *Asset Deal* tritt die **Gesellschaft** selbst als Verkäufer der Vermögensgegenstände auf, demgegenüber sind es die **Gesellschafter**, die bei *Share Deal* ihre Gesellschaftsanteile verkaufen. Besonderheiten können sich bei Verkäufen in Sondersituationen ergeben, bspw. beim Kauf in der Insolvenz. Hier ist im Regelfall die Verfügungsbefugnis auf den **Insolvenzverwalter** übergegangen. Daher tritt im *SPA* der Insolvenzverwalter als Vertragspartei auf und verfügt über das zur Insolvenzmasse gehörende Vermögen. In Konzernsachverhalten kann zudem die **Konzernobergesellschaft** als Garantin für die Verpflichtungen der Tochter auftreten. Wer im *SPA* letztlich als **Käufer** auftritt, ist das Ergebnis von Strukturierungsüberlegungen: In M&A-Transaktionen ist es häufig eine bestehende (Konzern-)Gesellschaft,



Dr. Georg Greitemann
POELLATH
Frankfurt am Main
+49 (69) 247047 - 24
georg.greitemann@pplaw.com



 22.09.-08.12.2022

 POELLATH Frankfurt

Anmeldung unter:
www.pptraining.de

in PE-Transaktionen tritt üblicherweise eine neu gegründete Gesellschaft (*NewCo*) als Käuferin auf. Neben Verkäufer und Käufer sind oftmals auch **mitwirkungspflichtige Dritte** zu berücksichtigen: Das können Mitgesellschafter mit Vorkaufs- oder Optionsrechten sein oder auch die Zielgesellschaft selbst, falls die gesellschaftsrechtliche Dokumentation Verfügungsbeschränkungen vorsieht.

Im Hinblick auf den vertraglichen **Kaufgegenstand** ist eine genaue Beschreibung der zu übertragenden Gesellschaftsanteile/Vermögensgegenstände erforderlich, um dem sachenrechtlichen Bestimmtheitsgrundsatz zu genügen. Daneben ist im Zusammenhang mit dem Kaufgegenstand zu regeln, ob etwaige Optionsrechte übernommen, Gewinnbezugsrechte und Gesellschafterdarlehen übertragen werden.

Der **Kaufpreis** für die Gesellschaftsanteile/Vermögensgegenstände kann im *SPA* als **fester oder variabler** Betrag vorgesehen werden. Dem vorgelagert ist die Ermittlung des Kaufpreises, der eine komplexe Unternehmensbewertung erfordert.

Alle Module im Überblick:

1. Ablauf von M&A-Transaktionen und Vorfeldvereinbarungen
2. Steuerplanung aus Verkäufer- und Käufersicht
3. Legal und Tax Due Diligence
4. Unternehmenskaufvertrag
5. Unternehmensbewertung und Kaufpreis
6. Akquisitionsfinanzierung, Kartellrecht und Investitionskontrolle
7. Minderheits- und Mehrheitsbeteiligungen
8. Private Equity
9. Managementbeteiligungen
10. Distressed M&A

Fällig wird der Kaufpreis üblicherweise mit dem *Closing* der Transaktion, daher wird im *SPA* zudem geregelt, ob und wie er Kaufpreis verzinst werden soll. Der Verkäufer lässt sich die Zahlung des Kaufpreises oftmals auch absichern (bspw. durch Bürgschaften, Garantien, *Equity Commitment Letter* etc.). Im *SPA* sind typischerweise auch Anpassungsmechanismen für den Kaufpreis vorgesehen (bspw. *Earn-out*).

Üblicherweise wollen die Parteien nicht, dass Gesellschaftsanteile/Vermögensgegenstände bereits im Zeitpunkt der Unterzeichnung des *SPA* (*Signing*) übergehen, sondern sehen im *SPA* einen bestimmten Zeitpunkt für das **Wirksamwerden** (bspw. der Kaufpreiszahlung) des Übergangs (*Closing*) oder bestimmte **Vollzugsbedingungen** vor (bspw. Freigabe durch das Kartellamt etc.). Für den Zeitraum zwischen *Signing* und *Closing* sind üblicherweise Verhaltensregeln und vorbereitende Maßnahmen (bspw. Niederlegung von Mandaten, Umstrukturierungen) im *SPA* vorgesehen.

Den Schwerpunkt in den Verhandlungen des *SPA* bilden regelmäßig Gewährleistungstatbestände (*Representations & Warranties*) und Freistellungen (*Indemnities*).

Im SPA werden üblicherweise die gesetzlichen Bestimmungen zum Kaufvertrag abbedungen, so dass im SPA ein umfassendes System von Gewährleistungen und Freistellungen aufgenommen werden muss. **Gewährleistungen** werden dann vereinbart, wenn Risiken abstrakt bestehen, aber noch nicht bekannt sind, **Freistellungen** dagegen, wenn diese dem Grunde, aber noch nicht der Höhe nach bekannt sind. Der Umfang der Gewährleistungen ist Ergebnis der Verhandlungen zwischen Parteien. In jedem Fall sind jedoch das wirksame Bestehen des Kaufgegenstands und das (von Rechten Dritter unbelastete) Eigentum daran zu garantieren. Üblich sind auch Gewährleistungen zum finanziellen Status des Unternehmens und zum operativen Geschäft, bspw. dem wirksamen Bestehen wesentlicher Vertragsbeziehungen, dem Vorhandensein erforderlicher gewerblicher Schutzrechte etc. Freistellungen beziehen sich üblicherweise auf Steuer- und Umweltrisiken.

Auch für die **Rechtsfolgen von Verletzungen** der Verpflichtungen unter dem SPA werden typischerweise eigenständige Rechtsfolgen im SPA aufgenommen und die gesetzlichen Regelungen insoweit verdrängt. Oftmals werden dabei Mindestbeträge für die Geltendmachung von Ansprüchen vorgesehen (*de minimis*) und ebenso Obergrenzen für die Haftung (*Cap*). Daneben kann die Haftung durch entsprechende Kenntnisklauseln (bspw. Anspruchsausschluss bei Offenlegung der Informationen im Datenraum im Rahmen der *Due Diligence*) oder durch *Best-Knowledge*-Konzepte näher geregelt werden. Auch die **Verjährung** wird im SPA typischerweise eigenständig vereinbart. In der Praxis wird eine Verjährung frühestens für den Zeitpunkt vereinbart, in dem der erste Jahresabschluss des Zielunternehmens unter Führung des Käufers erstellt wurde.

Neben diesen Kernbestimmungen des SPA sind, je nach der konkreten Zielgesellschaft und der Transaktionsform, Regelungen zu **weiteren Verpflichtungen** erforderlich. Dies betrifft häufig die Aufrechterhaltung von Versicherungen, die Überleitung von Miet-, Dienstleistungs- oder Lizenzverträgen auf den Käufer und bspw. die Beendigung von Konzernbeziehungen (*Cash-Pooling* etc.). In der Praxis üblich sind zudem Wettbewerbsverbote zu Lasten der Verkäuferseite, die vertraglich genau zu definieren sind.

Unternehmens- bewertung und Kaufpreis

Modul

1

2

3

4

5

6

7

8

9

10


Die Unternehmensbewertung und Kaufpreisermittlung sind aus kommerzieller Sicht entscheidende Aspekte einer Unternehmenstransaktion. Die Komplexität der Unternehmensbewertung und Kaufpreisermittlung machen es erforderlich, dass Experten hinzugezogen werden, die idealerweise auch mit der jeweiligen Branche des Zielunternehmens vertraut sind. Auch wenn die Unternehmensbewertung und Kaufpreisermittlung damit ein Spielfeld von Spezialisten ist, sollten rechtliche Berater dennoch mit grundlegenden Begrifflichkeiten und Mechanismen vertraut sein, um Unternehmenskaufverträge verhandeln zu können.

In der Praxis der Unternehmensbewertung kommen als **Bewertungsverfahren** am häufigsten das **Discounted-Cash-Flow-Verfahren** und das **Multiplikatorverfahren** zur Anwendung. Deutlich seltener, aber dennoch praxisrelevant, sind das LBO-Verfahren, das Substanzwertverfahren und verschiedene Mischformen der genannten Bewertungsverfahren. In zeitlicher Hinsicht wird bei den Bewertungsverfahren typischerweise auf zwei alternative Stichtage abgestellt, die ihrerseits Auswirkungen auf die Gestaltung des Unternehmenskaufvertrages haben: wird auf einen Stichtag in der Vergangenheit abgestellt, kommt im Unternehmenskaufvertrag das **Locked-Box-Konzept** zur Anwendung, wird auf einen Übertragungstichtag in der Zukunft abgestellt,



Dr. Georg Greitemann
POELLATH
Frankfurt am Main
+49 (69) 247047 - 24
georg.greitemann@pplaw.com



 22.09.-08.12.2022

 POELLATH Frankfurt

Anmeldung unter:
www.pptraining.de

kommt das Closing-Accounts-Konzept zur Anwendung.

Abgesehen vom Substanzwertverfahren ist allen vorgenannten Bewertungsverfahren gemein, dass diese den **Enterprise Value** (auch *Entity Value* genannt) ermitteln. Der *Enterprise Value* stellt den Wert des gesamten Unternehmens auf Grundlage der zukünftig zu erwartenden Mittelzuflüsse (*Cash Flows*), unabhängig von der Art der Finanzierung des Unternehmens (Finanzierung durch Eigen- oder Fremdkapital). Der Käufer will dagegen nur den **Equity Value** des Unternehmens bezahlen und nicht etwaige Schulden zusätzlich abgelten. Der Verkäufer will sich dagegen liquide Mittel im Unternehmen (bspw. Kassenbestand) zusätzlich vergüten lassen. Aus diesem Grund wird der *Enterprise Value* um verschiedene Positionen korrigiert. Ein typisches Konzept, um diese Positionen zu neutralisieren und auch die Vergleichbarkeit verschiedener Angebote herzustellen ist das **Cash-Free/Debt-Free-Konzept**. Bei diesem Konzept wird dem *Enterprise Value* etwaiges *Cash* hinzugerechnet und *Debt* abgezogen. Auch das *Working Capital* ist anzupassen. Vereinfacht kann diese Vorgehensweise mit dem nachfolgenden Schema skizziert werden:

Alle Module im Überblick:

1. Ablauf von M&A-
Transaktionen und
Vorfeldvereinbarungen
2. Steuerplanung aus
Verkäufer- und Käufersicht
3. Legal und Tax Due
Diligence
4. Unternehmenskaufvertrag
5. Unternehmensbewertung
und Kaufpreis
6. Akquisitionsfinanzierung,
Kartellrecht und
Investitionskontrolle
7. Minderheits- und
Mehrheitsbeteiligungen
8. Private Equity
9. Managementbeteiligungen
10. Distressed M&A

Enterprise Value

./ . Debt

+ Cash

+ / . / . Working Capital Anpassung

Equity Value = Kaufpreis

Unter der eben genannten Position „**Cash**“ sind alle Barmittel des Unternehmens zu verstehen (bspw. Kassenbestand, Bankguthaben, kurzfristig liquidierbare Wertpapiere etc.). Diese sind dem Enterprise Value hinzuzurechnen, da diese Mittel vom Käufer des Unternehmens sofort entnommen werden könnten. Typischer Gegenstand von Verhandlungen sind „Problemfälle“ des *Cash*: „*Trapped Cash*“ (Barmittel, deren Auszahlung Beschränkungen unterliegt), Forderungen aus Gesellschafterdarlehen, Forderungen aus *Cash-Pooling*, Ansprüche aus Versicherungen etc.

Unter der Position „**Debt**“ sind Finanzverbindlichkeiten des Unternehmens zu verstehen (bspw. Anleihen, Schuldverschreibungen, Verbindlichkeiten gegenüber

Banken oder anderen Darlehensgebern etc.). Diese werden vom *Enterprise Value* abgezogen, da der Käufer diese üblicherweise ablösen müsste. Gegenstand von Verhandlungen sind typischerweise Positionen, die wie *Debt* zu behandeln sind (sog. *Debt-like-items*): bspw. Finanzierungsleasing, ungedeckte Pensionsverpflichtungen, Steuerverbindlichkeiten, unterlassene Investitionen (*Capex-Backlog*), Verbindlichkeiten aus *Cash-Pooling* etc.).

Daneben sind im Rahmen der Unternehmensbewertung Anpassungen des **Working Capital** üblich. Unter der Position „*Working Capital*“ sind Vorräte und Forderungen aus Lieferung und Leistung, abzüglich Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistung zu verstehen. Anpassungen des *Working Capital* sind erforderlich, um Zufälligkeiten und auch Manipulationen der *Cash*- und *Debt*-Positionen zum Bewertungsstichtag zu vermeiden. So könnte der Verkäufer Einfluss auf den Wert des *Cash* (und damit auf den Unternehmenswert) nehmen, indem bspw. Lieferanten verzögert bezahlt werden oder Forderungen vorzeitig eingezogen werden. Üblich ist es, dass sich die Parteien auf einen Referenzwert des *Working Capital* verständigen, der zum *Closing* angepasst wird.

Für die Ermittlung des Kaufpreises zum Zeitpunkt des *Closings* ist entscheidend, dass die Positionen *Cash*, *Debt* und *Working Capital* im Kaufvertrag genau definiert werden und ein klarer Mechanismus vereinbart wird, nach dem der Kaufpreis final festgelegt wird. Da die Kaufpreisermittlung nicht selten zu erheblichen Diskussionen zwischen den Parteien führt, sollte auch ein Streitschlichtungsmechanismus im Kaufvertrag vorgesehen werden.

Akquisitions- finanzierung, Kartellrecht und Investitionskontrolle

Modul

1

2

3

4

5

6

7

8

9

10

Akquisitionsfinanzierung

Unternehmenskäufe werden mit Eigenkapital oder mit einer Mischung aus Eigen- und Fremdkapital finanziert. Der Einsatz von Fremdkapital erhöht die **Rentabilität des Eigenkapitals** (*Leverage-Effekt*).

Die **Strukturierung der Finanzierung** erfolgt auf Grundlage des prognostizierten *Cash-Flows* des Zielunternehmens. Der *Cash-Flow* muss zur Bedienung des Kapitaldienstes (Zins und Tilgung) ausreichen. Verschiedene Mechanismen in den Finanzierungsverträgen, wie bspw. Ausschüttungssperren, sollen sicherstellen, dass der *Cash-Flow* tatsächlich zur Bedienung der Schulden eingesetzt wird.

Zur Absicherung der Finanzierung werden vor dem *Closing* **Sicherheiten durch die Erwerbsgesellschaft** gestellt, bspw. durch die Bestellung von Pfandrechten an den Geschäftsanteilen an der Erwerbsgesellschaft. Nach dem *Closing* stellt **die Zielgesellschaft weitere Sicherheiten**. Bei der Bestellung dieser „aufsteigenden Sicherheiten“ (*Upstream Security*) durch die Zielgesellschaft sind jedoch **gesellschaftsrechtliche Grenzen** zu beachten.

Da die Gesellschafter der Erwerbsgesellschaft (Sponsoren) nicht Partei zu den Finanzierungsverträgen sind




Dr. Jens Linde
POELLATH
Frankfurt am Main
+49 (69) 247047-24
jens.linde@pplaw.com



Daniel Wiedmann
POELLATH
Frankfurt am Main
+49 (69) 247047-24
daniel.wiedmann@pplaw.com



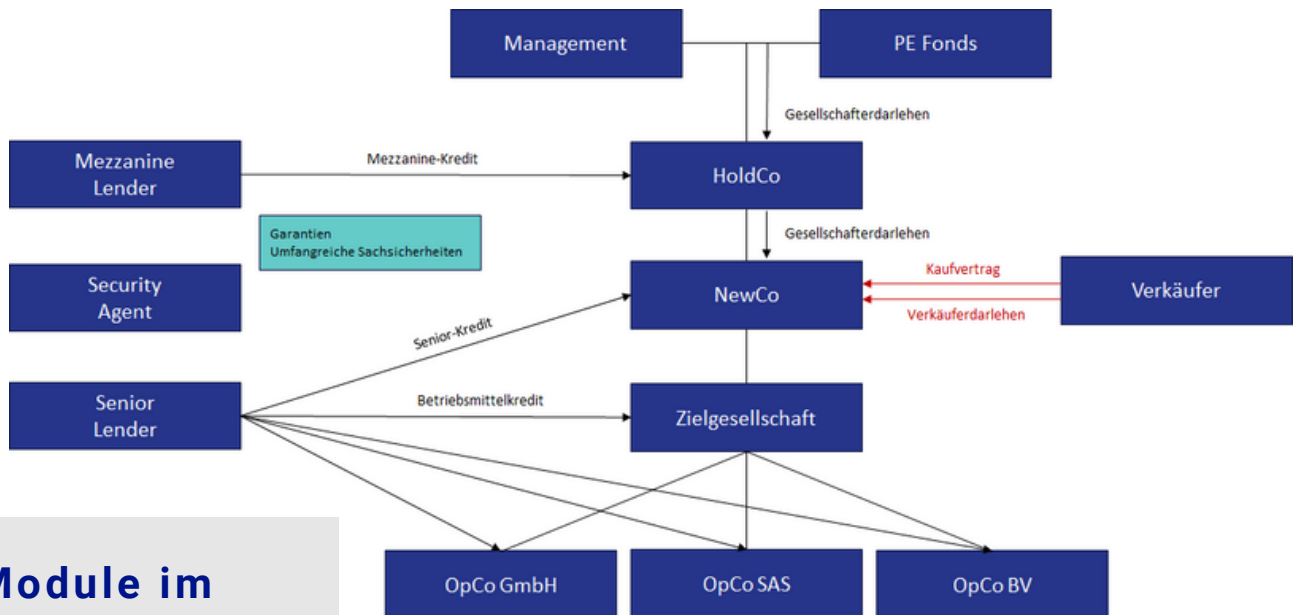
 22.09.-08.12.2022

 POELLATH Frankfurt

Anmeldung unter:
www.pptraining.de

und auch keine Sicherheiten stellen, können sie von den Finanzierern **nicht in Rückgriff** genommen werden (*Non-Recourse-Finanzierung*).

Die nachfolgende Skizze veranschaulicht eine typische Finanzierungsstruktur einer **Banken-Finanzierung**:



Alle Module im Überblick:

1. Ablauf von M&A-Transaktionen und Vorfeldvereinbarungen
2. Steuerplanung aus Verkäufer- und Käufersicht
3. Legal und Tax Due Diligence
4. Unternehmenskaufvertrag
5. Unternehmensbewertung und Kaufpreis
6. Akquisitionsfinanzierung, Kartellrecht und Investitionskontrolle
7. Minderheits- und Mehrheitsbeteiligungen
8. Private Equity
9. Managementbeteiligungen
10. Distressed M&A

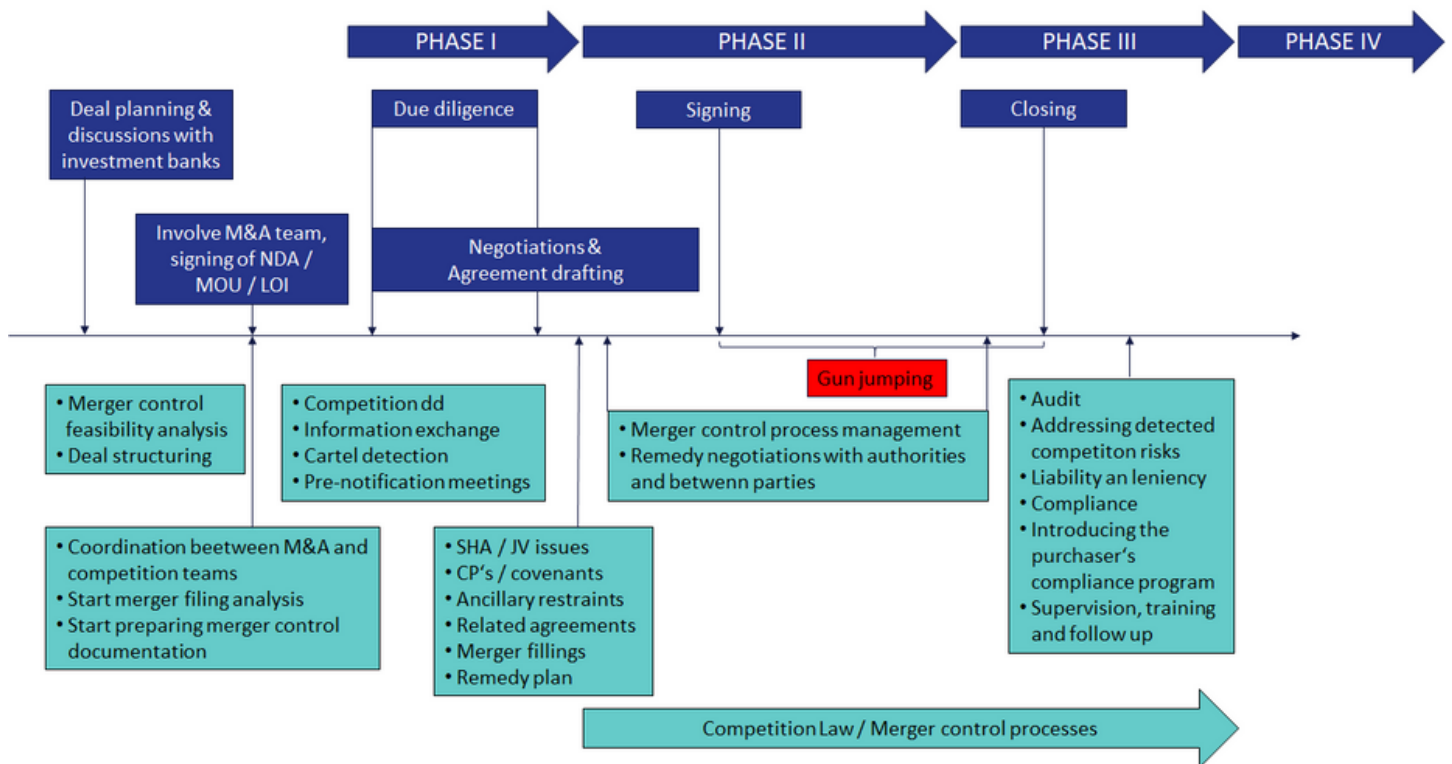
Die Banken als Senior Lender finanzieren **nicht nur den Kaufpreis**, sondern auch den **laufenden Finanzierungsbedarf der Zielgesellschaft** durch eine Betriebsmittelkreditlinie.

Im Unterschied dazu wird bei einer Finanzierung durch einen **Debt Fonds** nur der Kaufpreis durch eine **Unitranche** an die Erwerbsgesellschaft finanziert, während die Finanzierung der Zielgesellschaft durch „normale“ Banken als sog. Super Senior Lender erfolgt.

Kartellrecht und Investitionskontrolle

Das Kartellrecht ist für den **Erfolg von M&A-Transaktionen** überaus relevant. In der Regel stehen die **fusionskontrollrechtlichen Aspekte** im Vordergrund, von denen häufig das **Schicksal** der Transaktion abhängt. Darüber hinaus können aber im Verlauf von M&A-Transaktionen auch reine kartellrechtliche Risiken auftreten, die nicht unterschätzt werden sollten.

In der nachfolgenden **Skizze** werden die wesentlichen kartellrechtlichen Themen im Rahmen einer M&A-Transaktion veranschaulicht:



Eine M&A-Transaktion kann **fusionskontrollrechtliche Meldepflichten** in **verschiedenen Rechtsordnungen** auslösen. Bei jeder Transaktion ist zunächst zwingend abzuklären, ob sie der **Freigabe durch Kartellbehörden** (Europäische Kommission, Bundeskartellamt, ausländische Wettbewerbsbehörden) bedarf. Ist dies der Fall, ist sicherzustellen, dass die Transaktion nicht vor der behördlichen Freigabe vollzogen oder auch nur teilweise implementiert wird. Setzen sich die Unternehmen über dieses **Vollzugsverbot** hinweg (**Gun-jumping**), drohen seitens der Wettbewerbsbehörde erhebliche **Bußgelder**.

Mit dem Eintritt in Verhandlungen führt der Erwerber oftmals eine **Due Diligence** durch, um sich einen Überblick über das Zielobjekt zu verschaffen. Der **Austausch wettbewerblich relevanter Informationen** zwischen Wettbewerbern kann gegen das Vollzugs- bzw. das Kartellverbot verstoßen und mit Bußgeldern geahndet werden. Zur **Risikominimierung** kann eine Beschränkung und Aggregation der preisgebenden Daten, Beschränkung des involvierten Personenkreises (*clean team*) und zeitliche Staffelung der Preisgabe empfehlenswert sein.

Bei der Gestaltung des Transaktionsvertrags kann es verschiedene kartellrechtliche Themen geben. Zum Beispiel ist darauf zu achten, dass **Fortführungsklauseln** für die Zeit zwischen Signing und Closing nicht auf einen vorzeitigen Vollzug hinauslaufen. Sie sollten auf das für den Werterhalt des Zielunternehmens Notwendige beschränkt sein.

Verstöße gegen das Kartellrecht oder das Außenwirtschaftsrecht können auch bei Transaktionen **erhebliche Bußgelder** nach sich ziehen. Zudem ist ggf. auch die **Übertragung** von Anteilen oder Vermögenswerten **unwirksam**.

An praktischer Relevanz hat zudem die Investitionsprüfung nach der Außenwirtschaftsverordnung gewonnen. Ähnlich wie bei der Fusionskontrolle sollte geprüft werden, ob eine Transaktion beim Bundesministerium für Wirtschaft und Energie angemeldet werden sollte. Auch hier besteht für meldepflichtige Transaktionen ein Vollzugsverbot.

Minderheits- und Mehrheitsbeteiligungen

Modul

1

2

3

4

5

6

7

8

9

10

Neben Unternehmenskäufen, in denen sämtliche Gesellschaftsanteile am Rechtsträger eines Unternehmens auf einen oder mehrere Erwerber übergehen, werden in der Praxis die Geschäftsanteile oftmals auch nur teilweise übertragen.

Anlass für solche Minderheits- oder Mehrheitsbeteiligungen („Unternehmensbeteiligungen“) sind oft **strategische Überlegungen**: Durch weitere Gesellschafter können **zusätzliche Expertise** eingebracht (bspw. durch Begründung eines *Joint Venture*), **Geschäftsbeziehungen erweitert** (bspw. durch einen strategischen Investor) und/oder **Kapital** für das Unternehmen **eingeworben** werden (bspw. durch einen Finanzinvestor). Daneben können Unternehmensbeteiligungen auch durch einen teilweisen **Exit** der Unternehmensgründer (*Secondary*) oder als Form einer Unternehmensnachfolge (bspw. bei Familienunternehmen) motiviert sein. Kennzeichnend für Unternehmensbeteiligungen ist, dass diese stets auf Ebene der Gesellschafter über Geschäftsanteile an der jeweiligen Gesellschaft (*Share Deal*) abgeschlossen werden. Die Rechte und Pflichten sämtlicher Gesellschafter (und ggf. auch von Dritten, bspw. Inhaber von Optionsrechten) werden in einer Gesellschaftervereinbarung geregelt, die in der Regel eine Beitrittsverpflichtung zukünftiger Gesellschafter vorsieht.



Dr. Georg Greitemann
POELLATH
Frankfurt am Main
+49 (69) 247047 - 24
georg.greitemann@pplaw.com



📅 22.09.-08.12.2022

📍 POELLATH Frankfurt

Anmeldung unter:
www.pptraining.de

Die **Gesellschaftervereinbarung** ist die zentrale Vereinbarung unter den Gesellschaftern. Im Gegensatz zur Satzung wird die Gesellschaftervereinbarung nicht im Handelsregister veröffentlicht und kann daher auch vertrauliche Regelungen zwischen den Gesellschaftern enthalten. Im Gegensatz zur Poolvereinbarung beschränkt sich die Gesellschaftervereinbarung nicht lediglich auf Bestimmungen zur Stimmrechtsausübung der Gesellschafter. Neben der **strategischen Zielsetzung** regeln die Gesellschafter in der Gesellschaftervereinbarung im Schwerpunkt die folgenden Gegenstände: Erwerb der Beteiligung und Finanzierung des Unternehmens, Ausgestaltung der Beteiligung während der Laufzeit der Gesellschaftervereinbarung und die Veräußerung der Beteiligung (*Exit*).

Ein wesentlicher Regelungsgegenstand ist der **Erwerb der Beteiligung**. Dieser kann durch Verkauf und Übertragung von bestehenden Geschäftsanteilen erfolgen oder durch Schaffung von neuen Geschäftsanteilen im Wege einer Kapitalerhöhung. Sofern neue Geschäftsanteile geschaffen werden können diese, je nach Rechtsform der Gesellschaft, in gewissem Umfang ausgestaltet werden: Bspw. kann vorgesehen werden, dass diese stimmrechtslos sind und/oder bei einer etwaigen Erlösverteilung bevorzugt berücksichtigt werden.

Alle Module im Überblick:

1. Ablauf von M&A-Transaktionen und Vorfeldvereinbarungen
2. Steuerplanung aus Verkäufer- und Käufersicht
3. Legal und Tax Due Diligence
4. Unternehmenskaufvertrag
5. Unternehmensbewertung und Kaufpreis
6. Akquisitionsfinanzierung, Kartellrecht und Investitionskontrolle
7. Minderheits- und Mehrheitsbeteiligungen
8. Private Equity
9. Managementbeteiligungen
10. Distressed M&A

Im Zusammenhang mit dem Beteiligungserwerb ist auch zu regeln, ob und welche Beiträge zusätzlich zur **Finanzierung** des Unternehmens geleistet werden. Üblich ist, dass die neuen Gesellschafter weitere Zahlungen in die Kapitalrücklage leisten, bereits gewährte Darlehen in die Kapitalrücklage einbringen oder neue Gesellschafterdarlehen ausreichen.

Daneben wird in der Gesellschaftervereinbarung auch die **Beteiligung für deren Laufzeit inhaltlich ausgestaltet**. Typischerweise verständigen sich die Gesellschafter auf Erlass einer neuen Satzung und neuer Geschäftsordnungen für die jeweiligen Organe und Gremien der Gesellschaft, um die *Corporate Governance* des Unternehmens nach ihren Bedürfnissen anzupassen. In diesem Zusammenhang werden meist Zustimmungsvorbehalte für bestimmte und genau beschriebene Geschäftsvorfälle und die Errichtung weiterer Gremien (bspw. eines Beirat) zur Kontrolle oder Beratung der Geschäftsführung vorgesehen. Ein wesentlicher Bestandteil der Gesellschaftervereinbarung sind ausführliche Regelungen zu Beschränkungen von Anteilsübertragungen (Vinkulierung), Vorkaufs- bzw. Vorerwerbsrechte, Mitverkaufsrechte (*Tag-along*) und Mitverkaufspflichten (*Drag-along*) sowie Andienungsrechte,

wobei letztere als *Call*- oder *Put*-Option ausgestaltet werden können. Üblich sind daneben Regelungen der Gesellschafter zur Nachfinanzierung (bspw. Verwässerungsschutz), Kontroll- und Informationsrechte und auch Wettbewerbsverbote.

Gesellschaftervereinbarungen werden typischerweise für einen Zeitraum von mehr als 20 Jahren abgeschlossen und können meist nur mit Zustimmung sämtlicher Gesellschafter geändert werden. Daher werden in der Gesellschaftervereinbarung bereits **Exit**-Szenarien für das Ausscheiden aller Gesellschafter (*Trade Sale*, *IPO* etc.) oder einzelner Gesellschafter (bspw. durch Einziehung von Geschäftsanteilen) mit entsprechenden Erlösverteilungen und Rechten- und Pflichten für die Beteiligten abgebildet.

Private Equity

Modul

1

2

3

4

5

6

7

8

9

10

Private Equity Fonds werden typischerweise als **Personengesellschaften** strukturiert. Ein wichtiges Ziel der Strukturierung ist in steuerlicher Hinsicht der **vermögensverwaltende Status** eines Private Equity Fonds.


Dies ist relevant, um die **steuerrechtliche Transparenz und Steuerneutralität** zu wahren. Vermögensverwaltende Private Equity Fonds werden auf Fonds-Ebene nicht besteuert, sondern nur auf Investoren-Ebene. Auch wird hierdurch die Pflicht zur Abgabe von deutschen Steuererklärungen für ausländische Investoren vermieden. Schließlich wirkt sich der vermögensverwaltete Status eines Fonds auf die Besteuerung des *Carried Interest* aus.

Um den vermögensverwaltenden Status sicherzustellen, ist insbesondere die Gestaltung der **Corporate Governance der Portfolio-Gesellschaften** im Blick zu behalten (Abgrenzung zwischen „steuerschädlicher“ Beteiligung an operativer Geschäftsführung der Portfolio-Gesellschaften und „steuerunschädlicher“ Wahrnehmung von Gesellschafterrechten).



Dr. Peter Bujotzek
POELLATH
Frankfurt am Main
+49 (69) 247047 - 84
peter.bujotzek@pplaw.com



 22.09.-08.12.2022

 POELLATH Frankfurt

Anmeldung unter:
www.pptraining.de

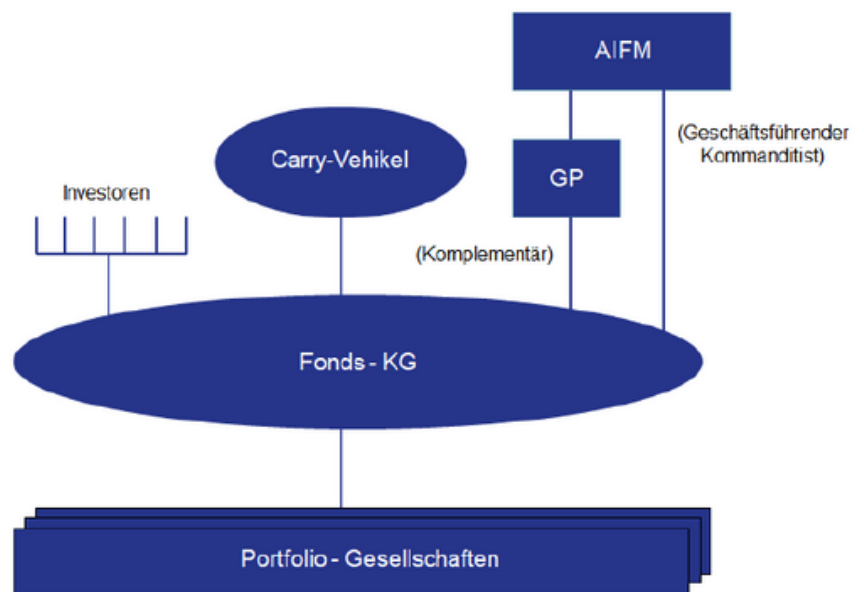
Unumgänglich sind bei Private Equity Fonds die regulatorischen Vorgaben deWeiter besteht das Verbot, auf Fonds-Ebene Kredite aufzunehmen. Ausgenommen von diesem Verbot ist die kurzzeitige Fremdkapitalaufnahme um Engpässe zu überbrücken (9 bis 12 Monate).

s Kapitalanlagegesetzbuches (KAGB). Hierzu gehören Vorgaben an den Manager und an den Erwerb von nicht-börsennotierten Unternehmen (u.a. *Asset-Stripping* Verbot).

Die nachfolgende Grafik veranschaulicht die typische Struktur eines Private Equity Fonds:

Alle Module im Überblick:

1. Ablauf von M&A-Transaktionen und Vorfeldvereinbarungen
2. Steuerplanung aus Verkäufer- und Käufersicht
3. Legal und Tax Due Diligence
4. Unternehmenskaufvertrag
5. Unternehmensbewertung und Kaufpreis
6. Akquisitionsfinanzierung, Kartellrecht und Investitionskontrolle
7. Minderheits- und Mehrheitsbeteiligungen
8. Private Equity
9. Managementbeteiligungen
10. Distressed M&A



Management- beteiligungen

Modul

1

2

3

4

5

6

7

8

9

10



Prof. Dr. Alexander Götz
Blättchen & Partner GmbH
München
+49 (89) 21 02 94 60
ag@blaettchen.de




Dr. Benedikt Hohaus
POELLATH
München
+49 (89) 24 24 0 - 372
benedikt.hohaus@pplaw.com



Dr. Barbara Koch-Schulte
POELLATH
München
+49 (89) 24 24 0 - 372
barbara.koch-schulte@pplaw.com



 22.09.-08.12.2022

 POELLATH Frankfurt

Anmeldung unter:
www.pptraining.de

Die Beteiligung des Managements am wirtschaftlichen Erfolg eines Unternehmens gehört in der Praxis zu den üblichen Werkzeugen zur Steigerung des Unternehmenswertes. **Managementbeteiligungsprogramme** zeichnen sich generell durch eine **hohe Komplexität** aus, da bei diesen wirtschaftliche, rechtliche und steuerliche Aspekte zu berücksichtigen und in Einklang zu bringen sind.

Grundlegend für das Verständnis von Managementbeteiligungen im Rahmen von Unternehmenstransaktionen ist die Kenntnis der **Interessenlage** und die damit einhergehenden **Konflikte** für das Management: Das Management ist schon aufgrund der Organstellung und bestehenden Dienstverträgen vor, während und nach einer Unternehmenstransaktion gegenüber der Zielgesellschaft zur **Loyalität** verpflichtet. Anders sieht es mit dem Verhältnis zu den „Alt-Gesellschaftern“ (Verkäufern) und den „Neu-Gesellschaftern“ (Käufer) des Unternehmens aus: Während zu Beginn einer Unternehmenstransaktion das Management in der Regel loyal gegenüber dem Verkäufern ist, „kippt“ dieses Verhältnis im Laufe der Unternehmenstransaktion zugunsten des Käufers. Spätestens mit dem *Signing* eines Kaufvertrages wechselt das Management, bewusst oder unbewusst, die „Fronten“.

Wie sich die Loyalität des Managements im Verlauf einer Unternehmenstransaktion entwickelt, kann schematisch mit der nachfolgenden „Loyalitätskurve“ des Managements veranschaulicht werden:



Diese Entwicklung ist bei der Ausgestaltung der Transaktionsdokumente und im Rahmen von Beteiligungsverträgen zu berücksichtigen. Der Verkäufer kann durch die Vereinbarung eines *Exit-Bonus* oder auch eines *Retention-Bonus* darauf hinwirken, sich das Wohlverhalten des Managements im Verkaufsprozess zu sichern.

Die Vereinbarung eines **Exit-Bonus** kann vom **Verkäufer** dazu eingesetzt werden, das Management zur Abgabe von **Garantien im Verkaufsprozess** zu bewegen.

Alle Module im Überblick:

1. Ablauf von M&A-Transaktionen und Vorfeldvereinbarungen
2. Steuerplanung aus Verkäufer- und Käufersicht
3. Legal und Tax Due Diligence
4. Unternehmenskaufvertrag
5. Unternehmensbewertung und Kaufpreis
6. Akquisitionsfinanzierung, Kartellrecht und Investitionskontrolle
7. Minderheits- und Mehrheitsbeteiligungen
8. Private Equity
9. Managementbeteiligungen
10. Distressed M&A

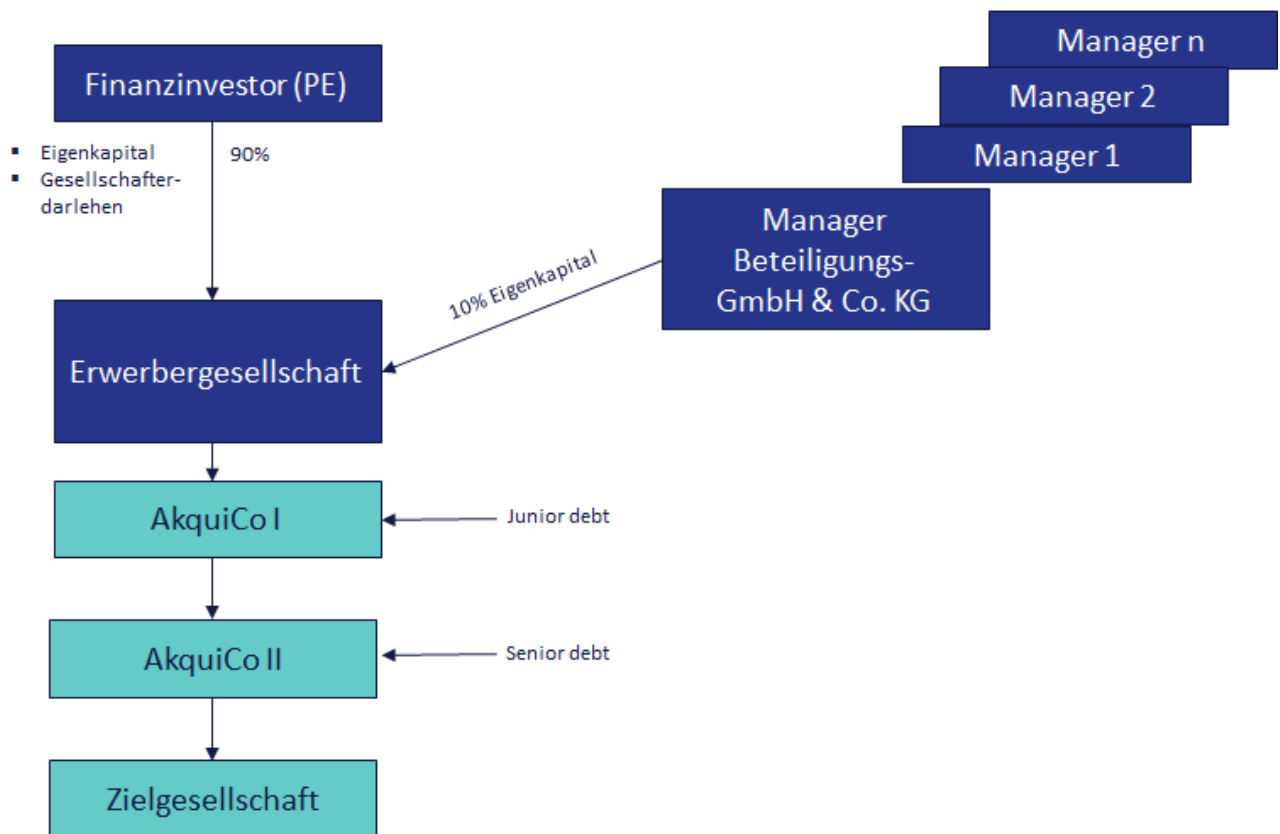
Das Management ist mit dem operativen Geschäft des Unternehmens vertraut, die Gesellschafter (Verkäufer) hingegen treffen in der Regel nur strategische Entscheidungen und haben in das operative nur eingeschränkten Einblick. Daher sind aus Sicht des Käufers die **Managementgarantien** von besonderer Bedeutung und können unmittelbaren Einfluss auf die Bewertung des Unternehmens haben. Die inhaltliche Ausgestaltung der Garantien und insbesondere auch deren Haftungsfolgen hängen vom Einzelfall und der konkreten Verhandlungssituation ab. Mit der Vereinbarung eines **Retention Bonus** soll ebenfalls das Wohlverhalten des Managements im Verkaufsprozess gesichert werden, aber auch die Kontinuität der Unternehmensführung nach Abschluss der Unternehmenstransaktion.

Der **Käufer** hat zur *Incentivierung* des Managements eine erhebliche Bandbreite an Möglichkeiten: diese reichen von rein schuldrechtlich ausgestalteten „Beteiligungen“ (bspw. durch „Phantom Stocks“) über Optionen und mezzaninen Finanzierungen (bspw. in Form von Genussrechten) bis zu einer Direktbeteiligung an den Unternehmensanteilen (*Straight Equity*).

Im Rahmen von **Leveraged Buyouts** werden Beteiligungsprogramme insbesondere von Finanzinvestoren als Direktbeteiligung des bisherigen Managements des Zielunternehmens (**MBO**) oder einem (bisher) externen Management (**MBI**) aufgesetzt.

Die Beteiligung des Managements mit Eigenkapital erfolgt dabei typischerweise strukturell auf der gleichen Ebene wie die Beteiligung des Finanzinvestors. In der nachfolgend vereinfacht dargestellten Grundstruktur erfolgt die Beteiligung an der Erwerbengesellschaft:

Grundstruktur



Für die inhaltliche Ausgestaltung der Managementbeteiligung sind die konkreten **steuerlichen Auswirkungen** ein wesentlicher Faktor: Je nach Ausgestaltung können Erlöse aus der Managementbeteiligung als Arbeitslohn oder als Kapitaleinkommen qualifiziert werden und damit ganz unterschiedliche Konsequenzen in der Besteuerung auslösen.

Die Beteiligung des Managements ist nur auf Zeit ausgelegt und üblicherweise mit dem **Exit** des Finanzinvestors verbunden. Daher werden in der Regel Mitverkaufspflichten (**Drag-Along**) aber auch Mitverkaufsrechte (**Tag-Along**) des Managements vereinbart.

Distressed M&A

Modul

1

2

3

4

5

6

7

8

9

10

Der Unternehmenskauf in der Krise oder Insolvenz des Zielunternehmens (*Distressed M&A*) weist gegenüber einem „normalen“ Unternehmenskauf zahlreiche Besonderheiten auf. Eine wesentliche Besonderheit liegt darin, dass zwischen dem Beginn einer Unternehmenskrise und dem Abschluss eines Insolvenzverfahrens zumeist ein Zeitraum von mehreren Jahren liegt, in dem verschiedene Stadien mit sehr unterschiedlichen Rechtsbedingungen zu beachten sind.

Für das Verständnis von *Distressed M&A* sind nicht nur die Kenntnis der wirtschaftlichen Auslöser und Phasen einer Unternehmenskrise sondern gerade auch die Grundzüge des Insolvenzrechts unentbehrlich. Aus Sicht des Insolvenzrechts ist zunächst erforderlich, dass ein **Insolvenzgrund** in Form der (drohenden) Zahlungsunfähigkeit oder Überschuldung vorliegt. **Zahlungsunfähigkeit** ist bei Weitem der häufigste Insolvenzgrund, denn dieser ist bereits erfüllt, wenn der Schuldner nicht in der Lage ist, seine fälligen Zahlungspflichten zu erfüllen.

Demgegenüber ist für das Vorliegen einer **Überschuldung** im rechtlichen Sinne nicht nur erforderlich, dass die Verbindlichkeiten des Unternehmens das Vermögen übersteigen, sondern auch, dass die Fortführung des Unternehmens nicht überwiegend wahrscheinlich ist (keine positive Fortführungsprognose).




Tobias Jäger
POELLATH
München
+49 (89) 24 24 0 - 257
tobias.jaeger@pplaw.com



Dr. Sebastian Rosentritt
POELLATH
München
+49 (89) 24 24 0 - 405
sebastian.rosentritt@pplaw.com



 22.09.-08.12.2022

 POELLATH Frankfurt

Anmeldung unter:
www.pptraining.de

Wird bei Vorliegen eines Insolvenzgrundes ein Antrag auf Eröffnung des Insolvenzverfahrens gestellt, so wird durch das Insolvenzgericht im **Eröffnungsverfahren** neben einem „starken“ oder „schwachen“ vorläufigen Insolvenzverwalter ggf. auch ein vorläufiger Gläubigerausschuss bestellt. Durch die Eröffnung des Insolvenzverfahrens wird die Gesamtheit der Gläubiger geschützt, denn nach Eröffnung können Einzelzwangsvollstreckungen nicht mehr vorgenommen werden und die Geschäfte des Unternehmens erfolgen nur noch unter der Aufsicht des vorläufigen Insolvenzverwalters.

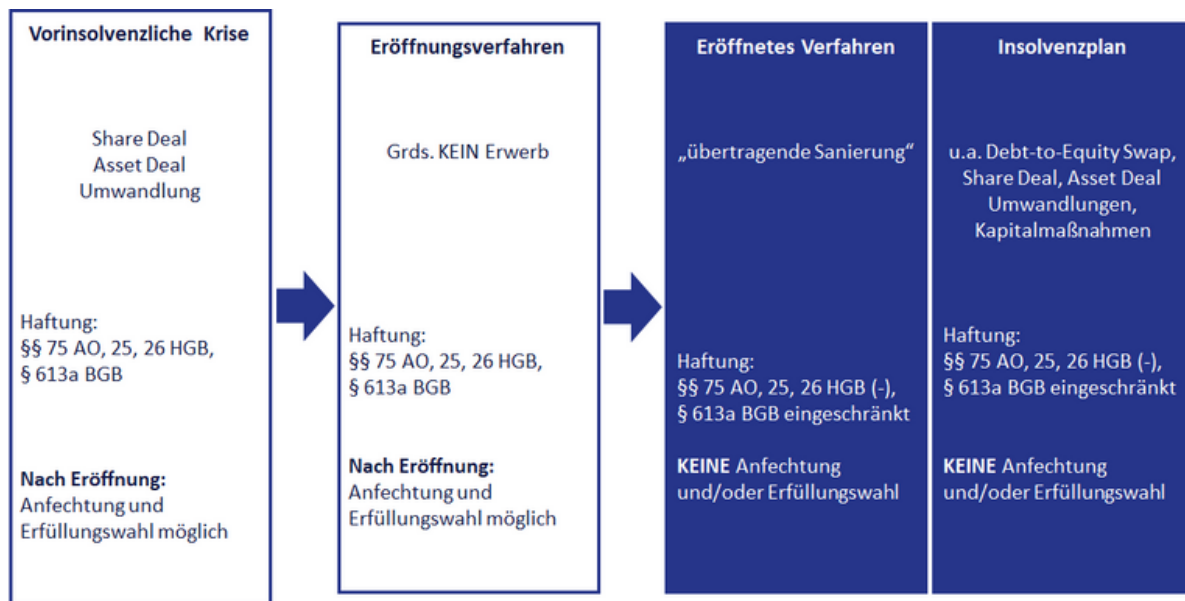
Sofern ein Insolvenzgrund vorliegt und ausreichend Masse zur Deckung der Verfahrenskosten vorhanden ist, eröffnet das Insolvenzgericht das **Insolvenzverfahren**. Im Regelinsolvenzverfahren gehen damit die Verwaltungs- und Verfügungsrechte vom Management auf den Insolvenzverwalter über. In diesem Zusammenhang werden die Unterschiede zwischen den verschiedenen Gläubigergruppen besprochen: Aussonderungs- und absonderungsberechtigte Gläubiger, Massegläubiger, (normale) Insolvenzgläubiger und nachrangige Gläubiger. Ebenso werden die Rechte und Pflichten der Gläubigerversammlung, des Gläubigerausschusses, des Insolvenzverwalters und des Sachwalters besprochen.

Alle Module im Überblick:

1. Ablauf von M&A-
Transaktionen und
Vorfeldvereinbarungen
2. Steuerplanung aus
Verkäufer- und Käufersicht
3. Legal und Tax Due
Diligence
4. Unternehmenskaufvertrag
5. Unternehmensbewertung
und Kaufpreis
6. Akquisitionsfinanzierung,
Kartellrecht und
Investitionskontrolle
7. Minderheits- und
Mehrheitsbeteiligungen
8. Private Equity
9. Managementbeteiligungen
10. Distressed M&A

Die Eröffnung des Insolvenzverfahrens hat auch Auswirkungen auf einzelne Vertragsverhältnisse des Unternehmens: Der Insolvenzverwalter hat grds. das Recht zu entscheiden, ob einzelne Verträge durch das Unternehmen erfüllt und fortgeführt oder aber auch beendet werden. Daneben hat der Insolvenzverwalter auch Einfluss auf Rechtshandlungen, die der Eröffnung des Insolvenzverfahrens zeitlich vorgelagert sind, indem er diese anfechten und damit rückabwickeln kann.

Für die rechtlichen Rahmenbedingungen eines Unternehmenskaufs in Krise und Insolvenz ist u.a. von entscheidender Bedeutung, in welchem Stadium der Krise oder Insolvenz dieser umgesetzt werden soll: in der vorinsolvenzlichen Krise, im Eröffnungsverfahren oder im eröffneten Verfahren. Auch ein Erwerb im Rahmen eines Insolvenzplanverfahrens weist Besonderheiten auf. Je nach Situation können sich für die Parteien verschiedene Vorteile oder Risiken ergeben.



Der **Erwerb in der vorinsolvenzlichen Krise** bietet für Käufer den Vorteil, dass dem Unternehmen nicht der Makel eines Insolvenzverfahrens anhaftet und zumeist noch ein Vertrauensverhältnis zu den einzelnen *Stakeholdern* besteht. Nachteilig wirkt sich aus, dass in diesem Stadium noch nicht die Regelungen des Insolvenzrechts gelten. Sofern die Befriedigung der einzelnen Gläubiger durch den Verkäufer scheitert, besteht zudem die Gefahr der Anfechtung des Unternehmenskaufs nach Eröffnung eines späteren Insolvenzverfahrens.

Im **Eröffnungsverfahren** ist ein Unternehmenskauf faktisch ausgeschlossen, da der vorläufige Insolvenzverwalter in der Regel keine Verfügungsmacht hat. Zudem besteht in dieser Phase ebenfalls das Risiko einer Anfechtung nach Eröffnung des Insolvenzverfahrens.

Typischerweise findet der Unternehmenskauf in der Phase des **eröffneten Insolvenzverfahrens** statt. Der Insolvenzverwalter kann mit Zustimmung des Gläubigerausschusses bzw. der Gläubigerversammlung über das Unternehmen verfügen. Ein Unternehmenskauf in dieser Phase bietet ein hohes Maß an Transaktionssicherheit, da eine Anfechtung durch den Insolvenzverwalter ausgeschlossen ist. Nachteilig kann sich für den Erwerber allerdings auswirken, dass das Unternehmen durch das Insolvenzverfahren bereits an Reputation und Vertrauen zu Vertragspartnern verloren hat.

Eine weitere Möglichkeit stellt der Unternehmenskauf im Rahmen eines **Insolvenzplanverfahrens** dar. Im Insolvenzplan können vom Regelinsolvenzverfahren abweichende Vereinbarungen zum Erhalt des Unternehmens getroffen werden: Der Insolvenzplan kann beispielsweise eine Unternehmenstransaktion (*Share Deal* oder *Asset Deal*) vorsehen, einen *Debt-to-Equity Swap*, Umwandlungen oder auch die Durchführung von Kapitalmaßnahmen. Neben dieser Flexibilität bietet das Insolvenzplanverfahren die gleiche Transaktionssicherheit des Regelinsolvenzverfahrens, da auch bei diesem die Anfechtung durch den Insolvenzverwalter ausgeschlossen ist.