

P+P

P+P Pöllath + Partners ist konsequent auf die Beratung im Bereich Private Equity ausgerichtet und bedient den Beratungsbedarf von Finanzinvestoren in den Bereichen Fondsstrukturierung, M & A und Managementbeteiligungen an den Standorten München, Berlin und Frankfurt am Main. Ein hoher Anspruch an die eigene fachliche Arbeit und ein freundschaftliches Miteinander prägen dabei den Alltag der über 90 Rechtsanwälte und Steuerberater, die für anspruchsvolle Mandanten aus dem In- und Ausland tätig sind.

Dr. Steffen Ernemann ist Associate im Bereich M & A im Münchener Büro von P+P Pöllath + Partners. Er ist spezialisiert auf die gesellschaftsrechtlichen Fragestellungen im Rahmen von Private Equity und berät in- und ausländische Investoren vorwiegend in Mid Cap-Transaktionen.

Ansprechpartner:
Dr. Steffen Ernemann
P+P Pöllath + Partners
T 089 / 24240320

Dr. Christoph Philipp
P+P Pöllath + Partners
T 089 / 24240220

Kardinal-Faulhaber-Straße 10
80333 München
www.pplaw.com



Was ist eigentlich ein Private Equity-Deal?

Der Unternehmenskauf durch einen Finanzinvestor

von Dr. Steffen Ernemann, München

Der Begriff *Private Equity* spielt in der Juristenausbildung nahezu keine Rolle. Das liegt zum einen daran, dass es sich um ein vergleichsweise junges Betätigungsfeld für Juristen handelt, das es zwar in den angelsächsischen Volkswirtschaften bereits seit den 1980er Jahren gibt, das aber in Deutschland erst in den letzten 10 bis 15 Jahren an Bedeutung gewonnen hat und daher immer noch ein enormes Entwicklungspotential aufweist. Zum anderen liegt es aber auch daran, dass Private Equity-Transaktionen ganz spezifische Rechtsprobleme auf verschiedenen Ebenen des Wirtschaftsrechts mit sich bringen.

Was heißt Private Equity?

Definitionsgemäß ist Private Equity eine Investition in nicht börsennotierte Unternehmen (grundsätzlich jedenfalls in Form einer Eigenkapitaleinlage) und damit eine spezielle Kapitalanlageform. Die Investoren sind in aller Regel Fonds, die in einem ersten Schritt Gelder von institutionellen Anlegern (in selteneren Fällen auch von Privatanlegern) einsammeln (*Fundraising*) und in aus ihrer Sicht Erfolg versprechende Unternehmen investieren. Durch die Finanzie-

rung des Erwerbs und bestimmte (Re-) Strukturierungsmaßnahmen wird versucht, eine Wertsteigerung zu erzielen und das Zielunternehmen nach einer Halteperiode von circa einem bis sieben Jahren mit Gewinn zu veräußern. Eine der Hauptaufgaben von Private Equity-Fonds („Finanzinvestoren“) besteht also darin, solche aussichtsreichen Unternehmen zu identifizieren und mit den Unternehmensinhabern und Managern eine Wertsteigerung herbeizuführen. An den Wertsteigerungen partizipieren die beteiligten Finanzinvestoren und darüber hinaus auch das Management, das regelmäßig an dem betreffenden Unternehmen beteiligt wird.

Aus den unterschiedlichen Facetten, die Private Equity mit sich bringt, erklärt sich auch, dass Kanzleien wie P+P Pöllath + Partners über spezialisierte Anwälte sowohl aus dem Fondsstrukturierungsbereich (vgl. hierzu den Aufsatz von P. von Schwarz van Berk in der Azur Anwaltskarriere 2008) als auch aus dem M & A-Bereich sowie aus dem Bereich der Managementbeteiligungen verfügen, da nur so eine umfassende und optimale Beratung von Finanzinvestoren erfolgen kann.

Was sind dabei die Aufgaben von Rechtsanwälten?

Rechtsanwälte kommen ins Spiel, wenn der Finanzinvestor ein Erfolg versprechendes Zielunternehmen ins Visier gefasst, die voraussichtliche Ertragskraft des Unternehmens anhand von Rechnungslegungs- und Planzahlen erkannt hat und die ersten Vereinbarungen getroffen worden sind. Aufgabe des Anwalts ist es, den Prozess des Unternehmenskaufs von der rechtlichen Seite umfassend zu steuern und seiner Partei auf Käufer- oder Verkäuferseite bei der Investitionsentscheidung in jedem Stadium zur Seite zu stehen. Das Ziel ist der Abschluss eines Unternehmenskaufvertrages und die anschließende Übertragung des Unternehmens entweder im Wege des **Share Deal** (Übertragung der Geschäftsanteile) oder (seltener) im Wege des *Asset Deal* (Einzelübertragung der Wirtschaftsgüter und Vermögenswerte). Auf dem Weg zu diesem Ziel sind eine Vielzahl rechtlicher Fragen zu beantworten, die sich sehr oft aus dem Spannungsfeld ergeben, dass der Verkäufer einerseits mit der Offenlegung von sensiblen Firmendaten und Geschäftsgeheimnissen sehr vorsichtig umgehen wird und der Finanzinvestor andererseits zur Risikobewertung und zur

P+P Pöllath + Partners

Kaufpreisbestimmung auf diese Informationen dringend angewiesen ist. Bei aller Gründlichkeit der Prüfung und Beratung ist immer auch zu beachten, dass Schnelligkeit ein entscheidender Erfolgsfaktor ist, insbesondere da es in vielen Transaktionen andere Bieter (so genanntes **Auktionsverfahren**) gibt, die ebenfalls zum Abschluss kommen wollen.

Was sind die Besonderheiten einer Private Equity-Transaktion?

Private Equity-Transaktionen zeichnen sich im Vergleich zu anderen Unternehmenskäufen durch einige Besonderheiten aus. In erster Linie ist hierbei ein nicht geringer Fremdfinanzierungsanteil zu nennen. Das heißt, dass der an den oder die Verkäufer zu zahlende Kaufpreis nur zum geringeren Teil von den Eigenmitteln des Finanzinvestors bezahlt wird. Der überwiegende Teil des Kaufpreises wird durch Darlehen finanziert, die in der Regel von einem Konsortium verschiedener Banken begeben werden. Solche Darlehensverträge haben nicht selten einen Umfang von über 200 Seiten. Für die Kanzleien bedeutet dies, dass die auf Unternehmenskäufe spezialisierten Anwälte aus dem Gesellschaftsrecht in enger Abstimmung mit den Anwälten aus dem Bereich Bank & Finance zusammenarbeiten müssen. Außerdem ist immer zu beachten, dass die Transaktion in eine maßgeschneiderte Steuerstruktur münden muss. Kanzleien wie P+P Pöllath + Partners und andere vereinen daher spezialisierte Rechtsanwälte und Steuerberater unter einem Dach, um den besonderen Bedürfnissen optimal gerecht zu werden. An die Teamfähigkeit der Anwälte werden dabei hohe Anforderungen gestellt, denn sie müssen in ständigem Kontakt mit anderen Beratern sein. So kommt es beispielsweise regelmäßig vor, dass das Zielunternehmen (*Target*) ein weit verzweigtes Netz von ausländischen Tochtergesellschaften unterhält. Hier müssen Berater aus den unterschiedlichsten Jurisdiktionen eingeschaltet werden, um eine Risikoabschätzung vornehmen und eventuelle Risiken zum Gegenstand einer speziellen Garantie im Unternehmenskaufvertrag machen zu können. Mit der Arbeit eines Private Equity-Anwaltes

ist daher auch ein hoher Grad an Internationalisierung verbunden und der Aufbau eines weltweiten Netzwerkes ist geradezu unerlässlich. Denn nicht selten kommt es vor, dass die zeitgleiche Zusammenarbeit mit Anwälten beispielsweise aus China, den USA, Brasilien oder Russland koordiniert werden muss. Dabei kommt man mit vielfältigen kulturellen und rechtlichen Besonderheiten in Berührung, die es täglich zu meistern gilt.

Wie läuft ein Private Equity-Deal ab?

Am Anfang steht immer der Anruf des Mandanten, der mitteilt, dass er ein bestimmtes Unternehmen beziehungsweise eine Unternehmensgruppe erwerben oder veräußern will. In diesem

STICHWORTE

Share Deal

Auktionsverfahren

Buy and build-Strategie

Add on

Initial Public Offering (IPO)

sehr frühen Stadium ist es Aufgabe der Anwälte, Vertraulichkeitsvereinbarungen und Absichtserklärungen (*letter of intent*) zu entwerfen beziehungsweise zu prüfen. Denn Geheimhaltung und die Verpflichtung zu gegenseitiger Rücksichtnahme auf die Belange des anderen ist Grundvoraussetzung für die Entstehung der notwendigen Vertrauensbasis. In einem zweiten Schritt gestattet dann der Verkäufer dem Interessenten die Einsichtnahme und Prüfung bestimmter Verträge, Dokumente und Unterlagen in einem so genannten Datenraum (Due Diligence). Solche Datenräume wurden in der Vergangenheit häufig am Sitz des Unternehmens oder in den Räumen der Kanzlei, die den Verkäufer berät, eingerichtet und umfassten häufig dutzende Aktenordner. In diesen waren Informationen über das betreffende Unternehmen abgelegt, die die Berater des Kaufinteressenten (neben den Anwälten auch Steuerberater und Wirtschaftsprüfer) vor Ort einsehen und prüfen konnten. Auch wenn es heutzutage immer

noch vereinzelt solche „physischen“ Datenräume gibt, so geht die Entwicklung doch verstärkt in die Richtung, dass der Verkäufer die relevanten Dokumente elektronisch eingescannt und auf speziellen Internetplattformen (*virtual data room*) passwortgeschützt zur Verfügung stellt. Das hat den Vorteil, dass die Informationen praktisch weltweit verfügbar sind und alle eingeschalteten Berater – seien es nun Anwälte aus China, Wirtschaftsprüfer aus Deutschland oder Umweltsachverständige (im Rahmen einer *environmental due diligence*) aus Kanada – zeitgleich auf die Daten zugreifen können.

Durch die Due Diligence wird der Interessent in die Lage versetzt, sich ein genaueres Bild von dem Unternehmen beziehungsweise der Unternehmensgruppe zu verschaffen und seine Investitionspläne zu konkretisieren. Allerdings erfolgt die Offenlegung dieser Informationen nur schrittweise. Je größer das gewonnene Vertrauen ist, desto eher wird der Verkäufer zur Preisgabe von Geschäftsgeheimnissen bereit sein. Hat sich dann der Interessent ein einigermaßen aufschlussreiches Bild von den rechtlichen, wirtschaftlichen und steuerlichen Verhältnissen des Zielunternehmens gemacht, gibt er ein vorläufiges Angebot ab, das dann als Basis für die sich anschließenden Kaufvertragsverhandlungen dient. Dabei ist es wiederum Aufgabe der Anwälte, für den Mandanten den bestmöglichen Kaufvertrag auszuhandeln und bestehende Risiken durch Garantie- und Freistellungsansprüche abzufedern, ohne das für das Gelingen der Transaktion notwendige Vertrauen zu zerstören. Parallel zum Kaufvertrag muss mit den Banken über die Darlehen für die Fremdfinanzierung verhandelt werden. Die Banken ihrerseits schauen dabei sehr genau auf das Zielunternehmen, da die im Zielunternehmen vorhandenen Vermögenswerte, soweit zulässig, regelmäßig als Sicherheit bestellt werden. Die anwaltlichen Berater bekommen es daher regelmäßig mit Grundschuldbestellungen, Anteilsverpfändungen und anderen Sicherheitenverträgen zu tun.

Nach Abschluss des Unternehmenskaufvertrages (*Signing*) ist aber der Verkäufer noch immer Inhaber des Zielunternehmens, solange die Geschäftsanteile beziehungsweise die Vermögenswerte nicht (ggf. nach mehreren Wochen) dinglich übertragen wurden (*Closing*). Die Anwälte haben daher dafür zu sorgen, dass der Käufer alles das erhält, was er nach dem Kaufvertrag erhalten soll, und dass dem Verkäufer andererseits der Kaufpreis gezahlt wird. Auf diesen Übertragungsvorgang ist besondere Sorgfalt zu verwenden, da sich insbesondere bei komplexen Transaktionen vielfältige rechtliche Fragen ergeben können.

Was geschieht nach Abschluss der Transaktion?

Nach Signing und Closing ist die Arbeit des Private Equity-Anwalts noch lange nicht abgeschlossen, gilt es doch, den Mandanten bei allen weiteren Schritten rechtlich zu beraten. Denn der Finanzinvestor ist schließlich nur Gesellschafter auf Zeit und verknüpft mit dem Erwerb bestimmte Renditeerwartungen. Da ist es oft erforderlich, Umstrukturierungen vorzunehmen, die die Finanz- und Ertragslage des Unternehmens beeinflussen. Die Umstrukturierungen sind dabei in vielen Fällen auf Steueroptimierungen ausgerichtet und bestehen beispielsweise darin, dass Tochtergesellschaften innerhalb der Unternehmensgruppe „umgehan-

gen“ werden, oder dass bestimmte Gruppenunternehmen in eine für sie besser geeignete Rechtsform überführt werden, wobei spezialisierte Steuerberater die konkreten, steueroptimierten Maßnahmen entwickeln und die Anwälte sie in enger Abstimmung mit den Steuerberatern umsetzen.

Außerdem müssen Anwalt und Mandant nach Abschluss einer Transaktion immer auch im Blick behalten, ob die vom Verkäufer abgegebenen Garantien zutreffend sind, oder ob dem Käufer aus der Verletzung einzelner Garantien oder aus anderen Haftungstatbeständen Schadensersatzansprüche oder sonstige Rechte oder Ansprüche zustehen. In Betracht kommende Ansprüche müssen rechtzeitig vor Ablauf der vertraglich festgelegten Verjährungsfrist auf ihre Durchsetzbarkeit untersucht und gegebenenfalls im Klagewege geltend gemacht werden, wobei im Bereich Private Equity Vereinbarungen über die Durchführung von Schiedsverfahren marktüblich sind.

Ein weiteres, typisches Szenario im Nachgang einer Unternehmensakquisition ist die Umsetzung einer so genannten **Buy and build-Strategie**. Dabei ist der Finanzinvestor bestrebt, den Wert des von ihm erworbenen Unternehmens dadurch zu steigern, dass er weitere Unternehmen aus gleichen oder angrenzenden Branchen hinzu erwirbt

und in das Unternehmen beziehungsweise die Unternehmensgruppe integriert. Eine solche Akquisition wird auch als Zuerwerb (**Add on**) bezeichnet und hilft dem Unternehmen, sich besser am Markt zu positionieren und den betreffenden Kunden Lösungen „aus einer Hand“ anbieten zu können beziehungsweise die eigene Nachfragemacht am Markt nach Waren und Dienstleistungen nachhaltig zu stärken. Außerdem entstehen sehr häufig Synergieeffekte, die der Finanzinvestor für sich nutzen kann. Insgesamt zeigt daher die Erfahrung, dass das „Unternehmenspaket“ oft mehr wert ist als die Summe der Teile. Trennt sich dann der Finanzinvestor nach erfolgreicher Umsetzung einer Buy and build-Strategie von dem so entstandenen Unternehmen, wird der Erwerber im Regelfall bereit sein, einen Paketaufschlag zu zahlen, der den Renditeerwartungen des Finanzinvestors gerecht wird.

Aber auch nach dem erfolgreichen Abschluss der Umstrukturierungsmaßnahmen und nach der Umsetzung der Buy and build-Strategie ist die Arbeit des Private Equity-Anwalts noch nicht abgeschlossen. Denn die Erwartungen des Mandanten sind erst dann erfüllt, wenn der erfolgreichen Investition des Mandanten nach der Haltedauer von circa ein bis sieben Jahren auch eine erfolgreiche Desinvestition folgt und das Unternehmen mit Gewinn verkauft wird. Bei der Veräußerung (auch *Exit* genannt) kommen unterschiedliche Lösungen in Betracht. Das Unternehmen kann an einen strategischen Investor verkauft werden, der selbst unternehmerisch tätig ist und durch die Akquisition sein Wachstum vorantreibt. Als zweite Option bietet sich ein Verkauf an einen anderen Finanzinvestor an (sog. *Secondary Buy Out*), der dann mit den ihm zur Verfügung stehenden Mitteln das Wachstum des Unternehmens weiter vorantreibt. Die dritte Option, der Verkauf der Unternehmensanteile über die Börse (auch **Initial Public Offering** bzw. IPO genannt), ist zwar in der Praxis seltener anzutreffen, kann aber in ge-



P+P Pöllath + Partners

eigneten Fällen und in einem günstigen Börsenumfeld ebenfalls attraktive Renditen für den Finanzinvestor erzielen. Egal, welche der genannten Exit-Strategien verfolgt wird, das Beraterteam bleibt in aller Regel unverändert und berät den Finanzinvestor auch beim Verkauf seiner Beteiligung. Denn die Erfahrungen und Kenntnisse, die die Anwälte und Steuerberater während der Zeit erworben haben, in der der Finanzinvestor das Unternehmen gehalten hat, sind zumeist so umfassend, dass sie auch in der Verkaufsphase von großem Wert sind. Aufgabe der Anwälte ist es in dieser Phase, die Unterlagen im Datenraum optimal aufzubereiten, bestehende Unklarheiten bereits im Vorfeld zu beseitigen, den neuen Kaufinteressenten einen geordneten Überblick über die rechtlichen Verhältnisse des Unterneh-

mens zu geben und mit ihnen schließlich den Kaufvertrag zu verhandeln und die anschließende Übertragung des Unternehmens herbeizuführen.

Erst wenn der Finanzinvestor den Kaufpreis vollständig erhalten hat und weitere Ansprüche aus dem Unternehmenskaufvertrag beiderseits nicht mehr geltend gemacht werden, ist die Arbeit des Private Equity-Anwalts beendet.

Wie werde ich Anwalt im Bereich Private Equity?

Ein erstes Kennenlernen ist bereits für Studenten im fortgeschrittenen Stadium ihres Studiums oder aber für Referendare im Rahmen ihrer Anwaltstage beziehungsweise im Wahlfach möglich. Außerdem bieten Kanzleien wie P+P Pöllath + Partners regelmäßig ambitio-

nierten Doktoranden die Gelegenheit, frühzeitig Praxiserfahrung zu sammeln. Grundsätzlich sind Nachwuchsjuristen mit einer gründlichen Ausbildung und einem wirtschaftlichen Verständnis mit einer gewissen Vorbildung in allen Phasen einer Transaktion unter der entsprechenden fachlichen Anleitung von erfahrenen Anwälten einsetzbar. Der Nachweis fachlicher Eignung wird dabei wie in anderen Bereichen auch durch deutlich überdurchschnittliche Leistungen im Studium und im Examen erbracht. Außerdem sind natürlich gute Englisch-Kenntnisse wegen der starken Internationalisierung von Private Equity nahezu unerlässlich. Bringt ein Bewerber diese Voraussetzungen und zudem ein gut ausgeprägtes wirtschaftliches Verständnis mit, steht einer erfolgreichen Mitarbeit nichts mehr im Wege. Referendare werden in die tägliche Mandatsarbeit eingebunden. Ihnen werden anfangs Rechercheaufgaben in Bezug auf einzelne Rechtsfragen übertragen. Viele junge Nachwuchsjuristen sind überrascht, wie gut sich die an der Universität erworbenen Kenntnisse in der Praxis anwenden lassen und finden schnell Gefallen an der Mandatsarbeit. Bereits nach wenigen Wochen haben sie so viele Erfahrungen gesammelt, dass ihnen auch anspruchsvollere Aufgaben übertragen werden können. Nicht selten kommt es dann vor, dass ein Referendar ein Team von Anwälten zu einer Due Diligence begleitet und – unter Anleitung – eigene Aufgaben übernimmt. Auch bei der Erstellung von Nebendokumenten zu Unternehmenskaufverträgen sind Referendare und Praktikanten hervorragend einsetzbar. Für viele ist es zwar anfangs etwas ungewohnt, sich am Entwurf einer (ggf. zweisprachigen) Vollmacht oder eines Gesellschafterbeschlusses zu versuchen oder beispielsweise eine Vertraulichkeitsvereinbarung zu prüfen oder einen englischen Vertragstext auf bestimmte rechtliche Fragestellungen zu untersuchen. Andererseits stellen diese Erfahrungen ein wertvolles *training on the job* dar, das die meisten der im Bereich Private Equity tätigen Anwälte selbst durchlaufen haben.

