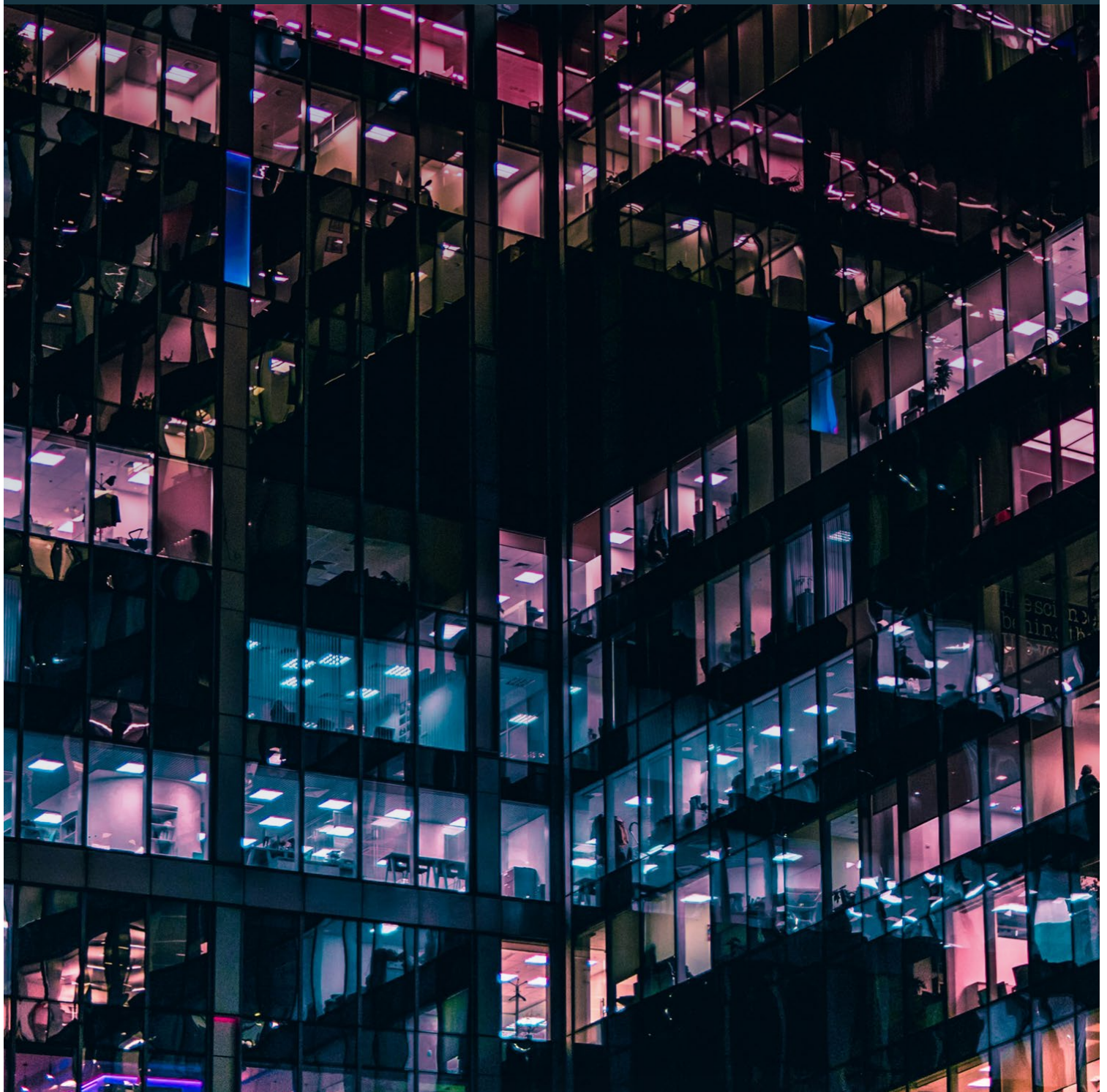


Der Verkauf Ihres Unternehmens – Ein Leitfaden für Gründer



Schauplatz

Sie sind der Gründer eines Unternehmens, das Sie verkaufen wollen. Möglicherweise möchten Sie das Unternehmen ganz oder teilweise verkaufen und vielleicht möchten Sie den Verkaufsprozess jetzt einleiten oder Sie denken darüber nach, Ihr Unternehmen für den Verkauf in den nächsten Jahren vorzubereiten. Sie haben Recht, wenn Sie denken, dass die größten Herausforderungen beim Verkauf darin bestehen, einen potenziellen Käufer zu finden und ihn davon zu überzeugen, dass das Unternehmen seinen Geschäftsplan erfüllen wird. Doch auch der Verkaufsprozess selbst ist aus rechtlicher und administrativer Sicht mit erheblichen Herausforderungen verbunden. Dieser Leitfaden geht auf einige dieser Herausforderungen ein, damit Sie Ihren Verkauf erfolgreich vorbereiten, durchführen und abschließen können.

WAS WIR ABDECKEN

Wir beginnen mit den Schritten, die zur Vorbereitung des Verkaufsprozesses unternommen werden müssen – was erforderlich ist, um „Ihr Unternehmen optimal aufzustellen“. Insbesondere besprechen wir:

- Das richtige Managementteam und professionelle Berater finden
- Sicherstellung, dass die wichtigsten Elemente des Unternehmens für die rechtliche „Due Diligence“ vorbereitet sind
- Potenzielle externe Hindernisse für den Abschluss durch Gesellschafter, Kreditgeber und Regulierungsbehörden umgehen

Teil 2 befasst sich dann mit dem Spektrum potenzieller Käufer und wie sich dies auf die Transaktion auswirken kann, einschließlich „Private Equity“, Handel und in den USA ansässige Käufer.

In Teil 3 gehen wir dann auf steuerliche Aspekte ein, damit Sie den Verkauf so strukturieren und verhandeln können, dass Sie den größtmöglichen Teil des Erlöses behalten.

In Teil 4 erläutern wir abschließend den Verkaufsprozess und wie man ihn erfolgreich durchläuft.

Wir gehen in diesem Dokument nicht auf den Ausstieg aus Ihrem Unternehmen durch eine Börsennotierung ein, aber unser Corporate Finance Team würde sich freuen, diese alternative Option mit Ihnen zu besprechen.

WIE WIR HELFEN

Wir beginnen damit, Sie und Ihr Unternehmen zu verstehen, damit wir wissen, was Sie brauchen. Wir sind in der Lage, auch die komplexesten rechtlichen Probleme zu erkennen und so anzugehen, dass der Wert maximiert und das Risiko minimiert wird. Pragmatismus und Kosteneffizienz sind unsere wichtigsten Grundsätze bei der Erbringung unserer Dienstleistungen.

Unsere marktführenden „Private-Equity“- , „Venture-Capital“- , „Private-Wealth“- und Steuerrechtteams verfügen über umfassende Erfahrung in der Beratung von Unternehmensgründern in verschiedenen Branchen, in unterschiedlichen Phasen der Kapitalbeschaffung und bei Verkaufsprozessen. Wir kennen den Markt und wissen, wie wir die besten Lösungen für Sie und Ihr Unternehmen entwickeln. Unser reaktionsschnelles Team steht Ihnen bei jedem Schritt zur Seite.

Für weitere Informationen wenden Sie sich bitte an:



Dr. Philip Cavaillès
Partner

+49 89 21038-419
p.cavaillès@taylorwessing.com



Dr. Christian Traichel
Partner

+49 89 21038-175
c.traichel@taylorwessing.com



Inken Brandt, LL.M.
Associate

+49 89 21038-270
i.brandt@taylorwessing.com

Teil 1 – Vorbereitung eines Verkaufsprozesses

Ein erfolgreicher Unternehmensverkauf beginnt mit einer gründlichen Vorbereitung. Bevor Sie den Verkaufsprozess starten, sollten Sie sicherstellen, dass Ihr Unternehmen optimal aufgestellt ist.

Hier sind einige wichtige Punkte, die es zu beachten gilt:

1. Ihr Managementteam und Ihre professionellen Berater

Die Qualität des Managementteams ist von entscheidender Bedeutung und der Käufer wird die Transaktion zu einem großen Teil als Investition in die Weiterbeschäftigung des Teams betrachten, so dass Sie Ihr Team von Anfang an sorgfältig auswählen müssen. Sie müssen sicherstellen, dass die einzelnen Teammitglieder nicht nur insgesamt stark sind, sondern auch über die verschiedenen Fähigkeiten und Eigenschaften verfügen, die in den wichtigsten Geschäftsbereichen erforderlich sind und dass jedes einzelne Mitglied seine Aufnahme aufgrund seiner Leistungen rechtfertigt.

Es ist entscheidend, das richtige Managementteam an Bord zu holen, aber auch sicherzustellen, dass es belohnt, motiviert und gehalten wird. Ihre Vergütungs- und Anreizstruktur, ob Optionen, Anteile, Boni usw., sollte sorgfältig geprüft werden. Ebenso wichtig ist es, sicherzustellen, dass das Unternehmen durch geeignete Dienstverträge für das Management in Schlüsselpositionen geschützt ist, einschließlich Bestimmungen, die verhindern, dass das Management in Konkurrenz zueinander tritt, wenn es das Unternehmen verlässt.

Die Wahl der richtigen professionellen Berater (einschließlich Wirtschaftsprüfer, „Corporate-Finance“-Berater, W&I-Makler usw.) ist ebenfalls entscheidend für den Erfolg einer Transaktion. Das Management benötigt möglicherweise seine eigenen Berater. Wir können Ihnen dabei helfen, die richtigen Berater zu finden.

2. Schutz des Unternehmens

Während des Verkaufsprozesses wird der Käufer so viel wie möglich über Sie, Ihr Team, das Unternehmen, seine Produkte und Ihren Geschäftsplan (und vielleicht auch über den Markt) erfahren wollen. Im Rahmen dieser „Due-Diligence“-Prüfung wird ein Käufer von den „Eingeweihten“, in der Regel dem Managementteam, die Offenlegung von Informationen verlangen, damit er den Wert und das Potenzial des Unternehmens fundiert einschätzen kann. Die rechtliche „Due-Diligence“-Prüfung wird dabei nur ein Teil des Prozesses ausmachen. Die finanzielle und steuerliche „Due-Diligence“-Prüfung ist ebenfalls von entscheidender Bedeutung, und in der Regel werden (je nach Art Ihres Unternehmens) gleichzeitig auch kommerzielle, IP-, Versicherungs-, Technologie- und „ESG-Due-Diligence“-Prüfungen durchgeführt. Probleme oder auch nur potenzielle Probleme könnten dazu führen, dass der Wert Ihres Unternehmens sinkt oder die Transaktion sogar komplett scheitert.

Das Offenlegungsverfahren kann eine schwierige, stressige und zeitaufwändige Angelegenheit sein, aber Sie können sich viel Kopfzerbrechen ersparen, wenn Sie und Ihr Team darauf vorbereitet sind und Probleme im Voraus angegangen werden. Eine der besten Möglichkeiten, sich vorzubereiten, besteht darin, dass Ihre eigenen Anwälte vor dem Käufer eine „Due-Diligence“-Prüfung durchführen (ein Verfahren, das als „Vendor Due Diligence“ bezeichnet wird), so dass Probleme erkannt und nach Möglichkeit ausgeräumt und dem Käufer in einem möglichst günstigen Licht präsentiert werden können. Selbst wenn der Verkauf nicht zustande kommt, kann dies für das Unternehmen in der Zukunft hilfreich sein.

Gleichzeitig müssen Sie aber auch genügend Zeit für die Führung des Unternehmens aufwenden. Es ist wichtig, dass die Leistung während des Verkaufsprozesses weiterhin den Erwartungen entspricht, damit Sie die bestmögliche Bewertung erhalten. Es ist wichtig, die richtigen Berater an Bord zu haben, die Sie bei den Verkaufsvorbereitungen entlasten, damit Sie Ihre Zeit richtig einteilen können.

Zu den Bereichen, auf die man sich konzentrieren sollte, um den Ablauf der Transaktion zu erleichtern, gehören:

- **Geschäftsbeziehungen.** Die formale Dokumentation der Bedingungen der wichtigsten Geschäftsbeziehungen, z. B. zu Lieferanten, Kunden, Vertretern und Händlern, gibt potenziellen Käufern Klarheit und Vertrauen in ihre Investition und untermauert den Geschäftsplan. Es ist wichtig, dass vollständige und unterzeichnete Kopien dieser Bedingungen vorliegen, die idealerweise von den Anwälten des Unternehmens erstellt oder überprüft werden.
 - **Wichtige Verträge.** Sie sollten die vertraglichen Grundlagen strategisch wichtiger finanzieller Verpflichtungen, Lieferantenvereinbarungen und einkommenserzeugender Beziehungen (z. B. Immobilien und Leasingverträge für Ausrüstungen und Kundenverträge) überprüfen und bewerten, um den Grad der Flexibilität bei Strategieänderungen oder Kostenmanagement, die Verlässlichkeit der Einnahmeströme und die möglichen Auswirkungen der Transaktion zu verstehen. Insbesondere sollten Sie prüfen, ob diese Verträge gekündigt oder geändert werden können, ob sie eine Benachrichtigung erfordern oder ob sie Ihrer Gegenpartei ein Vorkaufs- oder Ablehnungsrecht einräumen, wenn ein Käufer die Kontrolle über das Unternehmen übernimmt (eine „Change of Control“-Klausel). Wenn es eine Kontrollwechselklausel gibt, kann dies je nach Vertragspartner und Bedeutung des Vertrags eine sorgfältige Handhabung erfordern. Wenn man weiß, was es gibt, und sich überlegt, wie man am besten damit umgeht, bevor der Käufer davon erfährt, kann man Verzögerungen und Störungen vermeiden.
 - **Geistiges Eigentum ("IP"), Know-how, Geschäftsgeheimnisse und Marken.** Die Einführung von Maßnahmen zur Verwaltung und zum Schutz dieser Vermögenswerte vor Verletzung oder Weitergabe ist von wesentlicher Bedeutung. Käufer wollen die Gewissheit haben, dass das Unternehmen entweder Eigentümer des für das Geschäft relevanten geistigen Eigentums ist oder das Recht hat, dieses zu nutzen, und erwarten, dass ein Unternehmen dies klar darlegen kann:
 - Wer war an der Entwicklung Ihres geistigen Eigentums beteiligt und unter welchen vertraglichen Bedingungen wurde es entwickelt? Fehlerhafte Bestimmungen zu den Eigentumsrechten an geistigem Eigentum müssen fast immer vor dem Abschluss eines Verkaufs behoben werden. Eine Überprüfung im Voraus trägt also zu einem reibungslosen Ablauf bei (und verhindert, dass das Geschäft durch eine oder zwei fehlende
- Unterschriften von verschwundenen oder un-nachgiebigen ehemaligen Mitarbeitern verzögert oder gefährdet wird);
- Welche Open-Source-Software ("OSS") oder Copyleft-Komponenten sind in Ihrem geistigen Eigentum enthalten, werden mit diesem vertrieben oder bei dessen Entwicklung verwendet, und welche Bedingungen gelten für deren Nutzung? Bestimmte OSS-Lizenzen verlangen als Bedingung für die Nutzung, dass Änderungen am Code kostenlos für die gemeinsame Nutzung durch andere zur Verfügung gestellt werden. In zunehmendem Maße setzen Käufer „Black-Duck-Scans“ ein, um OSS im Softwarecode zu identifizieren, was oft bedeutet, dass ein Sanierungsprozess erforderlich ist. Es sollte ein umfassendes Register aller vom Unternehmen genutzten OSS geführt werden; und
 - Wie geht das Unternehmen mit dem Risiko von Rechtsverletzungen um? Hat das Unternehmen insbesondere alle eintragungsfähigen Rechte des geistigen Eigentums (Marken, Patente, Geschmacksmuster) ordnungsgemäß registriert und verfügt es über ein Verfahren zur Überwachung, Identifizierung und Behebung möglicher Verletzungen? Wurde eine mögliche Verletzung von Rechten des geistigen Eigentums festgestellt, sollte das Unternehmen dies vor einem Verkauf angemessen klären. Kann das Unternehmen für nicht eintragungsfähiges geistiges Eigentum (z. B. Geschäftsgeheimnisse) geeignete Verfahren nachweisen, um dessen Verbreitung zu verhindern?
- **Rechtsstreitigkeiten.** Tatsächliche und potenzielle Streitigkeiten und Untersuchungen (ob Rechtsstreitigkeiten, Schiedsverfahren oder behördliche Untersuchungen/Eingriffe) sollten überwacht, bewertet und gesteuert werden, um ihre Auswirkungen auf den Wert des Unternehmens zu minimieren. Auch wenn sich Streitigkeiten möglicherweise nicht vermeiden oder beilegen lassen, ist es wichtig, eine angemessene Bewertung der relevanten Risiken vorzunehmen und klare Aufzeichnungen über die Entscheidungsprozesse zu führen. Der Nachweis, dass die Risiken angemessen berücksichtigt und angegangen wurden und die Fähigkeit, die aktuelle Situation zu erklären und zu belegen, sowie die Tatsache, dass gegebenenfalls Rat eingeholt wurde, sind wichtig, um einen Käufer zu überzeugen. Sie sollten auch die wichtigsten „Compliance“-Risiken im Zusammenhang mit den „Versäumnissen,

Straftaten zu verhindern“ (d.h. in Bezug auf Bestechung, Steuerhinterziehung und Wirtschaftskriminalität) berücksichtigen und sicherstellen, dass angemessene/vernünftige Verfahren vorhanden sind.

■ **Arbeitsrecht.** Sie sollten gute Mitarbeiterunterlagen führen, wie z. B. Arbeits- und Dienstleistungsverträge formell dokumentieren und die Unternehmensrichtlinien und das Mitarbeiterhandbuch regelmäßig aktualisieren.

■ **Optionen.** Als entscheidender Ansatzpunkt für die steuerlichen Auswirkungen von Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen in Deutschland ist eine grundlegende Unterscheidung zwischen echten Anteilen und Anteilsoptionen zu treffen.

- Während ein Begünstigter, der Anteile erhält, nach deutschem Steuerrecht in den Genuss von Vorzugsregelungen für die Besteuerung von Veräußerungsgewinnen kommen kann (Abgeltungssteuer, Teileinkünfteverfahren oder Befreiung von Veräußerungsgewinnen), unterliegt der Empfänger von Optionen, die nicht börsengehandelt sind (was nur bei börsennotierten Unternehmen der Fall sein kann), bei Ausübung der Option der vollen Einkommensbesteuerung (vorbehaltlich bestimmter begrenzter Entlastungsregeln). Mit anderen Worten, weder die Gewährung noch die Unverfallbarkeit solcher Optionen gelten als steuerpflichtiges Ereignis für deutsche Steuerzwecke.
- Folglich kann die Einkommensbesteuerung von Optionen nicht beschleunigt werden, sondern sollte erst bei Ausübung der Option zum Tragen kommen. Erfolgt die Ausübung der Option gleichzeitig mit (oder kurz vor) einem Abgang, kommen die infolge des Abgangs erzielten Kapitalgewinne nicht in den Genuss einer Vorzugsbesteuerung.
- Eine Übertragung von echten Anteilen (anstelle von Optionen) ist im Rahmen eines bestehenden Anreizprogramms oft nicht vorgesehen.

Im Folgenden möchten wir kurz einige lohnsteuerliche Auswirkungen eines Optionsprogramms auf Ebene der Zielgesellschaft (GmbH) als Arbeitgeberin, der in Deutschland steuerlich ansässigen Begünstigten beleuchten:

- Unter der Annahme, dass der Ausübungspreis pro Anteil unter dem aktuellen Marktwert eines Anteils bei Ausübung der Option liegt, muss die Zielgesellschaft (GmbH) als Arbeitgeber des

Begünstigten bestimmte Anforderungen nach deutschem Steuerrecht erfüllen.

- Das Delta zwischen dem Marktwert eines Anteils und dem Ausübungspreis gilt als Teil der Gesamtvergütung, die der Begünstigte erhält, und unterliegt der deutschen Lohnsteuer.
- Zunächst muss die Zielgesellschaft (GmbH) den Lohnsteuerbetrag auf das Delta (und ggf. Sozialversicherungsbeiträge) von jedem an den jeweiligen Begünstigten zu zahlenden Barlohn abziehen und den Lohnsteuerbetrag an das zuständige Finanzamt abführen.
- Sollte der Barlohn des Begünstigten nicht ausreichen, um den Lohnsteuerbetrag zu decken, muss die Zielgesellschaft (GmbH) den erforderlichen Lohnsteuerbetrag in bar vom Begünstigten einfordern.
- Kann der Lohnsteuerbetrag nicht in vollem Umfang vom Begünstigten zurückgefordert werden, muss die Zielgesellschaft (GmbH) die Ausübung der Option und die Übertragung der Anteile ihrem Finanzamt anzeigen, um von etwaigen Lohnsteuer-Nachforderungen befreit zu werden.
- Unterlässt die Zielgesellschaft (GmbH) die Mitteilung an das Finanzamt, so haftet sie sekundär für die vom Begünstigten zu zahlende Lohnsteuer.
- Das vorgenannte Verfahren gilt unabhängig davon, ob die Optionen vor ihrer Fälligkeit vom Begünstigten als Einzelperson oder über ein vom Begünstigten kontrolliertes Vehikel gehalten werden.
- Im Hinblick auf die Geltendmachung des Lohnsteuerbetrags beim Begünstigten zur Vermeidung einer Sekundärhaftung ist es jedoch in der Regel der umsichtigeren Ansatz, die Optionen dem Begünstigten (und nicht einem Vehikel) zu gewähren, um sicherzustellen, dass der Begünstigte als direkter Eigentümer der Anteile und somit als Empfänger des Exit-Erlöses in der Lage ist, den von der Zielgesellschaft (GmbH) einzufordernden Lohnsteuerbetrag in bar zu decken.

Bitte beachten Sie, dass die vorgenannte Behandlung nicht für einen Inhaber von Anteilen oder Anteilsoptionen gilt, der diese Anteile/Optionen als Gegenleistung im Rahmen einer M&A-Transaktion anstelle einer vollständigen Kaufpreiszahlung in bar erhalten hat. In einem solchen Szenario wird der Inhaber mit dem im Rahmen der M&A-Transaktion erzielten Kapitalgewinn besteuert und alle mit den Anteilen/Optionen erzielten

Erträge oder Kapitalgewinne sollten künftig nicht mehr der Lohnsteuer unterliegen, sondern als Kapitalerträge gelten, für die bestimmte Steuervorteile gelten können.

3. Horizont-Scanning

Neben der Identifizierung von Problemen im Unternehmen ist es auch wichtig, potenzielle Hürden oder Hindernisse für den Abschluss eines Geschäfts, z. B. seitens der Gesellschafter, Kreditgeber und Aufsichtsbehörden, frühzeitig zu erkennen, um zu vermeiden, dass der Schwung verloren geht oder in einer späten Phase Probleme auftreten, die schwer zu lösen sind. Einige wichtige Bereiche, über die man sich Gedanken machen sollte, sind:

- **Verstehen der erwarteten Renditen und der erforderlichen Zustimmungen.** Wenn Sie im Laufe der Unternehmensgeschichte Eigenkapital beschafft haben, ist es von entscheidender Bedeutung, dass Sie wissen, wie Ihr „Rendite-Waterfall“ funktioniert, einschließlich einer etwaigen Liquidationsprämie, und dass Sie die erwarteten Renditen für verschiedene Anteilsklassen bei unterschiedlichen Exit-Bewertungen modelliert haben. Sobald Sie dies getan haben, müssen Sie diese Renditen mit den für einen Verkauf geltenden Zustimmungsregelungen (Geschäftsführer, Gesellschafter oder andere) abgleichen – gibt es Investoren, deren Zustimmung für ein Geschäft erforderlich ist, deren Renditen aber nicht so gut aussehen? Spannungen können entstehen, wenn Gründerteams und Frühphaseninvestoren einen Ausstieg anstreben, während neuere Investoren das Unternehmen bis zum nächsten Bewertungspunkt und darüber hinaus ausbauen wollen, bevor sie es verkaufen. Strategische Investoren, die weniger renditeorientiert sind, können im Rahmen eines Verkaufsprozesses ebenfalls schwierig zu handhaben sein, obwohl das Schlimmste vermieden werden kann, wenn zum Zeitpunkt ihrer Investition angemessene Schutzmaßnahmen ausgehandelt wurden.
- **Größere Kapitalsummen.** Wenn Sie eine größere Kapitalbeteiligung und/oder eine große Zahl kleinerer Gesellschafter haben, müssen Sie nicht nur verstehen, wie Ihre Hauptinvestoren eine potenzielle Transaktion sehen, sondern auch den Inhalt und den Zeitpunkt der Kommunikation mit diesem breiteren Publikum berücksichtigen. Es wird entscheidend sein, das richtige Gleichgewicht zwischen der Wahrung der Vertraulichkeit des Verkaufsprozesses und der Information der Gesellschafter zu

finden, um spätere Engpässe zu vermeiden. Dies gilt insbesondere:

- Überprüfen Sie, ob die Kontaktinformationen, die Sie für die Gesellschafter bereithalten, auf dem neuesten Stand sind (einschließlich der E-Mail-Adressen für alle Dokumente, die zur Unterzeichnung über DocuSign gesendet werden sollen);
 - Überlegen Sie, wie Kleingesellschafter in den Verkaufsprozess eingebunden werden sollen (sind z. B. Vollmachten angebracht, so dass Sie oder Mitglieder des Managementteams Dokumente in Ihrem Namen unterzeichnen können); und
 - Überlegen Sie, wie Sie am besten mit potenziell feindseligen Gesellschaftern (z. B. verärgerten ehemaligen Mitarbeitern) umgehen. Gibt es eine Möglichkeit, einen Gesellschafter, der nicht zustimmt oder nicht reagiert, zur Zustimmung zu zwingen, und wenn ja, ist Ihr Mechanismus zur Erzwingung der Zustimmung für die Art der Transaktion, die Sie planen, geeignet?
- **Bürgschafts- und Garantiever sicherung (W&I-Versicherung).** Der Käufer wird von einigen oder allen Gesellschaftern verlangen, dass sie in den Transaktionsvereinbarungen Garantien (Tatsachenerklärungen über das Unternehmen und seine Geschäftstätigkeit) abgeben. Wenn diese unwahr oder ungenau sind, kann der Käufer von den Personen, die die Garantien geben, Schadenersatz verlangen. Üblicherweise werden Garantien von der Geschäftsleitung und anderen Gesellschaftern gegeben, die mit der Führung des Unternehmens (oder zumindest mit bestimmten Aspekten davon) bestens vertraut sind. Eine Möglichkeit, das Risiko für die Garantiegeber im Falle eines Garantieverstoßes auszuschließen oder zu begrenzen, ist der Abschluss einer W&I-Versicherung. Ist eine solche Versicherung vorhanden, kann ein Anspruch im Rahmen der Police geltend gemacht werden und nicht gegenüber den Gewährleistungsgebern. Wenn die W&I-Versicherung nicht verfügbar ist oder wenn es Kategorien von ausgeschlossenen Ansprüchen gibt (z. B. bekannte Probleme, die während der „Due-Diligence“-Prüfung festgestellt wurden), für die der Käufer dennoch eine Deckung benötigt, bleibt dann nur die Unternehmensleitung für etwaige Ansprüche aus einer Garantieverletzung finanziell am Haken, oder tragen alle Gesellschafter anteilig dazu bei? Es lohnt sich, dieses Gespräch mit den Gesellschaftern frühzeitig zu führen, um festzustellen, welche Unterstützung Sie

erwarten können und wie diese erreicht werden kann (z. B. ein Treuhandkonto oder ein zwischen den Gesellschaftern für einen bestimmten Zeitraum einbehaltener Betrag, so dass Ansprüche aus dem Transaktionserlös bezahlt werden können).

■ **Schuldentilgung und Freigabe von Sicherheiten.**

Wenn Sie Fremdkapital haben, werden die Käufer in der Regel darauf achten, dass dieses vor der Fertigstellung zurückgezahlt und alle damit verbundenen Sicherheiten freigegeben werden. Setzen Sie sich frühzeitig mit Ihren Kreditgebern und deren Rechtsberatern in Verbindung, um den Prozess, den Zeitplan und die voraussichtlichen Kosten, einschließlich etwaiger Ablösekosten/Vorfälligkeitsentschädigungen, zu verstehen.

■ **Inhaber von Optionsscheinen.** Optionsscheine, die sich auf aktuelle oder frühere Risikokapitalfinanzierungen beziehen, sind bei mit Risikokapital finanzierten Unternehmen üblich, wobei die Optionsscheine in der Regel unmittelbar vor dem Abschluss ausgeübt und die daraus resultierenden Anteile verkauft werden. Beziehen Sie die Inhaber von Optionsscheinen lieber früher als später in den Prozess ein – sie werden ihren eigenen Rechtsbeistand beauftragen und die von ihnen zu unterzeichnende Dokumente prüfen und aushandeln wollen. Ziehen Sie eine kurze Minderheitenverkaufsvereinbarung in Betracht, um diesen Prozess zu erleichtern. Planen Sie die Zeit für all dies in Ihren Prozess und Ihr Budget ein. Zu den Auswirkungen, Gewährung und Ausübung von Optionsscheinen auf die deutsche Einkommensteuer sowie zur Ermittlung der Steuerbemessungsgrundlage siehe Abschnitt 2. Absicherung des Unternehmens – Optionen auf Seite 3 ff.

■ **Behördliche Genehmigungen.** Die Regulierungsbehörden in den USA, in Europa und im Vereinigten Königreich werden immer strenger, wenn es darum geht, Transaktionen zu prüfen und in sie einzugreifen, sei es im Rahmen bestehender Fusionskontrollgesetze oder neuerer Vorschriften für ausländische Direktinvestitionen (FDI), des deutschen Außenwirtschaftsgesetzes (AWG) oder der britischen Gesetzgebung zur nationalen Sicherheit (NS). Die Beurteilung der Zuständigkeit ist selten einfach und/oder eindeutig. Das AWG regelt in Deutschland den internationalen Handel und Zahlungsverkehr, um die nationale Sicherheit zu schützen und mit den außenpolitischen Zielen in Einklang zu bringen. Es gewährleistet den freien Handel und erlaubt gleichzeitig Kontrollen von Exporten (für sensible Güter, Technologien oder Güter mit doppeltem Verwendungszweck), Auslandsinvestitionen und die Einhaltung von Sanktionen aus wichtigen sicherheitspolitischen Gründen. Viele dieser Regelungen haben einen aufschiebenden Charakter und können langwierige Genehmigungsverfahren nach sich ziehen, so dass es wichtig ist, frühzeitig festzustellen, ob Anträge und/oder Genehmigungen erforderlich sind.

Teil 2 – Ihre Käufer verstehen

Ihr Universum potenzieller Käufer kann sich erheblich auf die Form, die Struktur und die Geschwindigkeit eines Geschäfts auswirken. In diesem Abschnitt werden einige der einzigartigen Merkmale und potenziellen Herausforderungen verschiedener Arten von Käufern – „Private Equity“, strategische Käufer und US-Käufer untersucht.

1. „Private Equity“

Fachausdrücke, Dokumente und Treiber

Für viele Gründer kann der „Private-Equity-Jargon“ („PE“) verwirrend sein. Die gute Nachricht ist, dass es sich dabei nicht um Raketenwissenschaft handelt.

- **„Private-Equity“-Investor, „Fonds“, „Sponsor“ und „institutioneller“ Investor** – obwohl es sich um unterschiedliche Arten von Investoren handelt, sind diese Begriffe weitgehend austauschbar.
- **„Leveraged Buy-out“** – Kurzform für eine Transaktion, bei der das bestehende Management und/oder ein neues Management zusammen mit einem PE-Investor ein Unternehmen unter Einsatz von Fremdkapital erwerben.
- **„senior debt“ vs. „junior debt“**: Vorrangige Schulden werden in der Regel von Geschäftsbanken gewährt und werden so genannt, weil sie in der Regel eine erstrangige Sicherheit an den Vermögenswerten des Unternehmens erhalten. „Junior Debt“ oder „Mezzanine Debt“ rangiert hinter „Senior Debt“, aber vor Eigenkapital. Zu diesen Kreditgebern können Großbanken oder andere Boutique-Kreditanbieter gehören, die sich auf diese Art von Transaktionen spezialisiert haben.

Die Bedingungen in den Dokumenten eines PE-Deals können auch etwas „übertrieben“, vielleicht sogar erdrückend erscheinen. Es mag verlockend sein, zu denken, dass der Käufer die Kontrolle über das Unternehmen anstrebt. Es ist fast nie der Fall, dass institutionelle Investoren die Kontrolle übernehmen wollen, sie würden es vorziehen, das Managementteam das Tagesgeschäft führen zu lassen. Sie gehen jedoch mit einer umfangreichen Dokumentation an Investitionen heran, um sicherzustellen, dass ein ausreichendes Schutzniveau für ihre Investition aufrechterhalten wird.

Der Jargon und die Dokumente der „Private-Equity“-Welt mögen auf den ersten Blick ungewohnt sein, aber es ist einfach zu verstehen, was einen institutionellen Investor zu einer fremdfinanzierten Transaktion bewegt. Im Wesentlichen geht es darum, die richtige Mischung aus Eigen- und Fremdkapital zu finden, um die Eigenkapitalrendite zu hebeln. Dies wird durch das Vertrauen in die Stärke des Geschäftsplans und die Höhe der Schulden und Zinsen bestimmt, von denen man glaubt, dass das Unternehmen sie durch seinen freien Cash-flow tragen kann.

Die Aufgabe von PE-Häusern besteht darin, Akquisitionen zu tätigen, beim Aufbau und Wachstum des Unternehmens zu helfen und es zu verkaufen. Das bedeutet, dass PE-Käufer aufgrund ihrer straffen internen Systeme und ihres externen Ansatzes (einschließlich ihrer Vertrautheit mit Transaktionen) oft schneller handeln können als ihre Kollegen aus dem Handel.

Darüber hinaus wird ein PE-Investor, vielleicht im Gegensatz zu gewerblichen Käufern, von Anfang an seinen Ausstieg in Betracht ziehen (der in der Regel innerhalb von fünf Jahren nach der Erstinvestition erfolgt). Diese Denkweise ist ein entscheidendes Merkmal einer PE-Übernahme und beeinflusst die Struktur des Geschäfts und die Schutzmaßnahmen, die Sie erwarten sollten.

Wie werden Sie investieren?

Ein PE-Käufer wird höchstwahrscheinlich wollen, dass Sie in die neue Unternehmensstruktur reinvestieren (der Prozentsatz Ihres Verkaufserlöses, den Sie investieren sollen, ist Verhandlungssache). Was bedeutet das?

- **Rollover und Reinvestition** – PE-Investoren werden Sie bitten, einen Teil Ihrer Verkaufserlöse in das Unternehmen zu „rollen“ oder zu reinvestieren. Manager werden häufig gebeten, einen bestimmten Betrag ihres Erlöses nach Steuern zu reinvestieren, doch kann dieser Betrag je nach Art des Verkaufsprozesses und der Geschäftsverhandlungen variieren. Bei einem Rollover behält der Verkäufer einen Teil seiner Anteile an dem veräußerten Unternehmen und überträgt diese in die neue Eigentümerstruktur. Das bedeutet, dass der Verkäufer weiterhin eine Minderheitsbeteiligung an dem Unternehmen hält und an den künftigen Gewinnen beteiligt ist. Ein Rollover dient oft als Zeichen des Vertrauens des Verkäufers in die zukünftige Leistung des Unternehmens. Reinvestition bedeutet hingegen, dass der Verkäufer den Erlös aus dem Verkauf seiner Anteile wieder in dasselbe Unternehmen oder in ein anderes Projekt investiert. Dabei kann es sich um den Rückkauf von Anteilen desselben Unternehmens handeln (nachdem er alle seine Anteile verkauft hat) oder um eine Investition in ein anderes Unternehmen oder Projekt. Zusammenfassend lässt sich sagen: Bei einem Rollover behält der Verkäufer einen Teil seiner Anteile von Anfang an in der neuen Eigentümerstruktur, während er bei einer Reinvestition seine Anteile zunächst verkauft und dann den Erlös reinvestiert. Ein Rollover von Anteilen an einer deutschen Zielgesellschaft in eine in der EU/EWR steuerlich ansässige Gesellschaft kann je nach Erwerbs- und Beteiligungsstruktur auf der Käuferseite oft steuerneutral durchgeführt werden. Bei der Übertragung von Anteilen an einer nicht in der EU/EWR ansässigen Gesellschaft ist jedoch kein steuerneutraler Rollover möglich. Was die Reinvestition betrifft, so

gibt es keine steuerlichen Vorteile, da etwaige Kapitalgewinne nur auf Nachsteuerbasis reinvestiert werden können.

- **„Sweet Equity“** – Manager eines Unternehmens erhalten in der Regel „Sweet Equity“ als Anreiz für zukünftige Leistungen, die aus steuerrechtlicher Sicht sorgfältig strukturiert werden müssen, um eine trockene Einkommensbesteuerung zu vermeiden. Wenn Sie als Gründer im Unternehmen verbleiben, kann Ihnen ein Teil davon zugewiesen werden. Dies gibt den Managern eine finanzielle Beteiligung am Unternehmen und einen Anreiz, das Unternehmen zu vergrößern, da sie dann bei einem Ausstieg für geringe Investitionskosten erhebliche Renditen erhalten (d. h. es „versüßt“ ihnen den Deal mit dem Unternehmen). PE-Investoren legen bei Abschluss einer Transaktion einen „Topf“ oder „Pool“ (eine bestimmte Anzahl reservierter Anteile) von „Sweet Equity“ beiseite, so dass bestehenden und künftigen Managern Anteile zugeteilt werden können. „Sweet-Equity“-Anteile sind im Allgemeinen mit eingeschränkten Rechten und Schutzmaßnahmen verbunden. So haben Sie z. B. kein Stimmrecht und keinen Anspruch auf Ausschüttungen und müssen Ihre „Sweet-Equity“-Anteile wahrscheinlich verkaufen, wenn Sie das Unternehmen vor einem Ausstieg verlassen (und erhalten dafür unterschiedliche Beträge, je nachdem, wie Sie das Unternehmen verlassen, z. B. als „Good“, „Bad“ oder „Intermediate“ Leaver – weitere Informationen zu diesen Begriffen finden Sie in der Tabelle unten). Für steuerliche Zwecke wird „Sweet Equity“ in der Regel so strukturiert, dass es für die begünstigten Kapitalertragssteuerregelungen des deutschen Steuerrechts in Frage kommt (Abgeltungssteuer, Teileinkünfteverfahren oder Kapitalertragsbefreiung).



Schutz Ihrer Investition

Nach dem Verkauf sollten Sie als Investor überlegen, wie Sie sich und Ihre Investition am besten schützen können. Im Folgenden finden Sie eine Liste der wichtigsten Eigenkapitalbedingungen und wie Sie sich gegenüber einem PE-Investor positionieren sollten. Diese sollen eine typische Situation darstellen und keine Rechtsberatung bieten. Sie sollten sich immer rechtlich und steuerlich beraten lassen, um genau zu verstehen, wie sich die vorgeschlagene Struktur auf Sie auswirken wird.

Wichtige Schlüsselbegriffe	Position der institutionellen Anleger	Manager/Gründer Position
Zusammensetzung der Geschäftsführung	PE-Investoren werden auf einem vertraglichen Recht bestehen, eine bestimmte Anzahl ihrer Vertreter (vielleicht eine Mehrheit der Geschäftsführung) als Geschäftsführer zu ernennen. Ihre Geschäftsführer (oder deren Stellvertreter) müssen in der Regel bei allen Gesellschafterversammlungen anwesend sein, damit diese gültig sind.	Als Gründer oder als Gruppe von Geschäftsführern möchten Sie möglicherweise das Recht haben, einen Geschäftsführer zu ernennen. Achten Sie auch auf die von den Einrichtungen erhobenen Verwaltungsgebühren – sie sollten immer angemessen und auf einen jährlichen Höchstbetrag begrenzt sein.
Zustimmungspflichtige Angelegenheiten	PE-Investoren legen in der Regel einige Gesellschafts- und Betriebsangelegenheiten fest, die ihrer Zustimmung bedürfen, bevor das Unternehmen sie durchführen kann, z. B. die Änderung der mit ihren Anteilen verbundenen Rechte, die Ausgabe neuer Anteile und nicht budgetierte Ausgaben.	Sie sollten alle Genehmigungsfragen sorgfältig abwägen – sie sollten das Tagesgeschäft nicht beeinträchtigen oder einschränken. Die Manager sollten auch bestimmte Zustimmungsrechte einfordern, z. B. bei Änderungen der Beteiligungsunterlagen, die sich unverhältnismäßig auf ihre Bedingungen oder die mit ihren Anteilen verbundenen wirtschaftlichen Rechte auswirken könnten. Die Gründer können Zustimmungsrechte verlangen, die denen des Investors entsprechen (dies hängt in der Regel von der Höhe ihrer Beteiligung ab)
Weitere Fragen der Zustimmung	Institutionelle Investoren verlangen zusätzliche Zustimmungsrechte in bestimmten Ausfallsituationen, z. B. bei einer wesentlichen Nichterfüllung des Budgets. Diese Rechte sollen es dem PE-Investor ermöglichen, das Management und/oder die Angelegenheiten der Anteilseigner zu kontrollieren (sofern er nicht bereits die Kontrolle innehat) und erforderlichenfalls eine Rettungsfinanzierung einzuleiten oder Geschäftsführer abzurufen oder zu ernennen.	Sie sollten sicherstellen, dass die Auslösesituationen für die Umsetzung solcher zusätzlichen Zustimmungsrechte hinreichend wesentlich sind (z. B. finanzielle Ausfälle) und dass Sie im Falle einer Rettungsfinanzierung in der Lage sind, zusätzliche Anteile zu zeichnen, um Ihre anteilige Beteiligung aufrechtzuerhalten (ein „Nachholrecht“).
Zulässige Übertragungen	Institutionelle Anleger werden wahrscheinlich ein Vetorecht gegen bestimmte Anteilsübertragungen fordern, um zu verhindern, dass diese ohne ihre Zustimmung stattfinden.	Sie sollten sicherstellen, dass die Beteiligungsunterlagen bestimmte Übertragungen als „zulässige Übertragungen“ zulassen, die nicht der Zustimmung der Anleger bedürfen. Solche Übertragungen können Übertragungen an ein Familienmitglied oder einen Treuhandvermögen zu Steuerplanungszwecken oder Übertragungen an ein Lagerunternehmen für neue Mitglieder des Managementteams umfassen.
Drag-Along Klausel	Wenn ein institutioneller Investor alle seine Anteile an einen Dritten verkaufen will, möchte er die Möglichkeit haben, von den Minderheitsgesellschaftern zu verlangen, dass sie ihre Anteile ebenfalls verkaufen (so genanntes „Drag“-Recht), damit der neue Drittkäufer 100 % des Unternehmens erwerben kann.	Sie sollten sich auf einen Schwellenwert für die Ausübung der Mitspracherechte einigen (z. B. 50 % oder mehr des Stammkapitals) und/oder die Mitspracherechte könnten für einen bestimmten Zeitraum oder bis zum Erreichen bestimmter Renditen ausgesetzt werden, um den Managern die Möglichkeit zu geben, den Geschäftsplan zu verwirklichen. Überlegen Sie, ob Sie unter bestimmten Umständen einen Verkauf erzwingen möchten.

Wichtige Schlüsselbegriffe	Position der institutionellen Anleger	Manager/Gründer Position
Tag-Along Klausel	PE-Investoren wollen in der Regel, dass dieses Recht nur dann gilt, wenn der Verkauf dazu führen würde, dass ein neuer Investor die Kontrolle über das Unternehmen übernimmt.	Sie sollten sicherstellen, dass, wenn ein wesentlicher Teil der Gesellschafter ein akzeptables Angebot von einem Dritten erhält, dieser verpflichtet ist, ein Angebot zum Kauf von mindestens demselben Anteil Anteile der anderen Gesellschafter zu denselben Bedingungen zu unterbreiten (ein „Tag“-Recht).
Ausscheidungsbestimmungen	Wenn Sie das Unternehmen vor einem Exit verlassen, wird ein PE-Investor in der Regel verlangen, dass Sie einen Teil oder Ihr gesamtes „Sweet Equity“ an das Unternehmen zurückverkaufen. Auf diese Weise kann das Unternehmen Ihr „Sweet Equity“ an neue Manager weitergeben, um sie zu ermutigen, das Unternehmen auszubauen. Der Betrag, den Sie für Ihr „Sweet Equity“ erhalten, hängt von den Umständen ab, unter denen Sie ausscheiden. In der Regel gibt es „Good“, „Intermediate“ und „Bad“ Leaver. Es ist möglich, dass ein PE-Investor auch versucht, die Zinsen/Kuponzahlungen für Ihre Schuldscheine/Vorzugsanteile zu reduzieren	In den Anlagedokumenten sollte klar definiert sein, was ein „Good“, „Intermediate“ oder „Bad“ Leaver ist, da dies den Preis bestimmt, den Sie für Ihre Anteile erhalten. „Good Leaver“ scheiden in der Regel aufgrund von Tod, Behinderung oder Krankheit aus dem Arbeitsverhältnis aus, „Intermediate Leaver“ wurden häufig mit einer Kündigung belegt, während „Bad Leaver“ freiwillig gekündigt haben, aus wichtigem Grund entlassen wurden oder gegen ihre restriktiven Vereinbarungen verstoßen haben. „Good Leaver“ erhalten in der Regel den „Marktwert“ für ihre Anteile, „Bad Leaver“ den niedrigeren Wert aus dem von ihnen gezahlten Preis und dem Marktwert, und „Intermediate Leaver“ erhalten den Marktwert für einen zunehmenden Prozentsatz ihrer Anteile, je länger es dauert, bis sie Austretende werden (dies wird als „Unverfallbarkeit“ bezeichnet)
Restriktive Vereinbarungen	Ein PE-Investor wird versuchen, Ihre Möglichkeiten einzuschränken, das Geschäft des Unternehmens zu schädigen, wenn Sie es verlassen, und von den Managern verlangen, dass sie bestimmten Beschränkungen zustimmen („restriktive Vereinbarungen“), einschließlich Vereinbarungen, nicht mit dem Unternehmen zu konkurrieren und keine Kunden oder Mitarbeiter abzuwerben.	Restriktive Vereinbarungen in den Investitionsdokumenten können sich mit restriktiven Vereinbarungen überschneiden, die Sie bereits in Ihrem Arbeitsvertrag vereinbart haben. Sie sollten immer darauf achten, dass die Beschränkungen angemessen sind und Sie nicht daran hindern, nach Ihrem Ausscheiden aus dem Unternehmen Ihren Lebensunterhalt zu verdienen. Wettbewerbsverbote in der Dienstleistungsvereinbarung sind nur bei einer Entschädigung von mindestens 50 % zulässig, wobei derartige Beschränkungen in den Beteiligungsunterlagen keine Entschädigungspflicht auslösen.
Zusicherungen und Garantien	Die Gründer und Gesellschafter werden aufgefordert, Zusicherungen und Garantien abzugeben, z. B. für die Richtigkeit Ihrer Finanzdaten und des Managements, um bestimmte Sachinformationen zu bestätigen, die in den verschiedenen „Due-Diligence“-Berichten der Verkäufer und/oder den vom institutionellen Investor in Auftrag gegebenen Berichten enthalten sind. Wenn Sie etwas verschweigen, das eine Garantie unwahr macht, verletzen Sie die Garantie und können dem Institut gegenüber schadenersatzpflichtig werden.	Sie sollten davon ausgehen, dass Sie Ihre Haftung im Rahmen der Zusicherungen und Garantien begrenzen können, indem Sie eine finanzielle Obergrenze für Ihre Haftung aushandeln und sicherstellen, dass die Garantien nach einem bestimmten Zeitraum auslaufen. Eine ordnungsgemäße Vorbereitung und Offenlegung mindern das Risiko von Ansprüchen.
Informationsrechte	Sie und das Managementteam werden aufgefordert, dem PE-Investor verschiedene Informationen vorzulegen, darunter Bilanzen, Kapitaltabellen, einen jährlichen Geschäftsplan und ein Budget (das der Investor wahrscheinlich genehmigen möchte) sowie ein Management-Pack (das häufig die Leistung anhand von KPIs misst).	Sie sollten sich vergewissern, dass die Informationspflichten für Sie und Ihr Team erfüllbar sind und das Management nicht übermäßig von der Führung des Unternehmens ablenken. Sie sollten auch überlegen, welche Informationen Sie als Anteilseigner benötigen würden, wenn Sie nicht mehr Geschäftsführer oder Mitarbeiter des Unternehmens wären.

2. Strategische Käufer

Im internationalen Kontext werden sie auch als „Trade Buyers“ bezeichnet. Es handelt sich dabei um eine Art von Erwerbern, die im gleichen oder einem benachbarten Bereich wie Ihr Unternehmen tätig sind und die Akquisition oft aus strategischen und nicht aus rein finanziellen Gründen vornehmen. Die strategischen Ziele können unterschiedlich sein, umfassen aber in der Regel den Wunsch, Vermögenswerte und Betriebsabläufe zu integrieren, um Kosten- oder andere Synergien zu erzielen, neue Kunden, Talente oder geistiges Eigentum zu gewinnen, Produktlinien und Angebote zu erweitern und/oder das Wachstum auf neuen Märkten zu beschleunigen.

Da sie aus eigenen strategischen Gründen kaufen, sind diese Käufer manchmal bereit, höhere Angebote für Unternehmen abzugeben als PE-Häuser, die eine rein finanzielle Rendite aus dem bestehenden Geschäft anstreben. Dies ist insbesondere jetzt der Fall, da viele strategische Käufer in der Lage und bereit sind, Übernahmen ausschließlich aus vorhandenen Barmitteln zu finanzieren, anstatt auf Fremdkapital zurückgreifen zu müssen, das in dem anhaltend höheren Zinsumfeld erheblich teurer geworden ist.

Die Zugehörigkeit zu einer größeren Unternehmensgruppe kann auch neue und bessere Möglichkeiten zur Skalierung Ihres Unternehmens bieten, da Sie leichter Zugang zu neuen Märkten, Sektoren und/oder Verkaufs- und Vertriebskanälen haben.

Vor diesem Hintergrund betrachten wir einige der wichtigsten Merkmale einer Übernahme durch einen strategischen Käufer.

Struktur des Geschäfts

Strategische Käufer neigen dazu, bei einer Transaktion die 100 %ige Kontrolle zu übernehmen und das Unternehmen dann in ihre größere Gruppe zu integrieren. Dies kann bedeuten, dass das laufende Management weniger Autonomie erhält als bei einem „Private-Equity“-Geschäft, sich in einer anderen Unternehmenskultur wiederfindet oder nicht mehr für das laufende Geschäft benötigt wird. Managementteams, die im Unternehmen verbleiben, müssen sich wahrscheinlich von „Entscheidungsträgern“ auf „Entscheidungsträger“ umstellen, aber die Kehrseite dieser Struktur und dieses Ansatzes ist, dass man eher die Gelegenheit zu einem „sauberen Schnitt“ hat als bei einem PE-Deal.

Wenn Sie, wie bei einem PE-Investor, im Management des Unternehmens bleiben, sollten Sie sorgfältig über die kulturelle Passung und Ihre Rechte als Arbeitnehmer

nachdenken. Es ist verständlich, dass Ihr Hauptaugenmerk darauf liegt, den Deal über die Bühne zu bringen, aber es ist wichtig, die richtigen Fragen zu stellen, was „Integration“ für Sie und Ihr Team bedeutet und welche Unterstützung und Investitionen das Unternehmen nach Abschluss des Verkaufs erhalten wird. Es ist wichtig, dies zu tun, bevor Sie die Schlüssel zu Ihrem Unternehmen übergeben und Ihre Verhandlungsmacht aufgeben.

Was den Prozess und die Dokumentation anbelangt, so sind strategische Käufer im Vergleich zu „Private-Equity“-Käufern gelegentlich weniger flexibel, was die Bedingungen anbelangt, und haben manchmal ein internes „Playbook“, das sie befolgen müssen, und können langsamer und vorsichtiger vorgehen, vor allem, wenn es sich um ein erstes Geschäft oder eine Umstrukturierung handelt. Sie wollen in der Regel auch sehr viele Informationen über die strategischen und technischen Elemente des Unternehmens erhalten (Vorsicht vor den geschäftlichen und rechtlichen Gefahren, die damit verbunden sind!), aber es kann sein, dass der Schwerpunkt weniger auf den kurzfristigen Finanzzahlen liegt als bei einem PE-Investor und dass der „Diligence“-Prozess ansonsten einfacher ist, da der Käufer über eine bessere Marktkennntnis verfügt.

Sie können es auch mit einer „Mischung“ aus PE und strategischen Käufern zu tun haben, wenn ein Unternehmen, das sich bereits im Besitz eines PE-Hauses befindet (ein so genanntes „Portfoliounternehmen“), die Übernahme tätigt (eine „Bolt-on“- oder „Add-on“-Transaktion). Die Bedingungen, die Sie als Verkäufer erhalten, können in diesem Fall eine Kombination aus denen von PE-Käufern bei einem typischen „Buy-out“ (z. B. Rollover oder Reinvestition auf höherem Niveau) und denen von strategischen Käufern sein oder je nach Verhandlungsverlauf eher der einen oder der anderen Art von Käufer zugeneigt sein.

Struktur der Überlegungen

Im Gegensatz zu „Private-Equity“-Käufern neigen strategische Käufer nicht dazu, das Management zu bitten, einen Teil des Verkaufserlöses in das Unternehmen zu reinvestieren. Sie bieten stattdessen oft mehr Geld im Voraus, verwenden „Earn-Out“-Vergütungsstrukturen und können, was seltener vorkommt, Anteile des endgültigen, vielleicht börsennotierten, kontrollierenden Unternehmens ihrer Gruppe anbieten.

„Earn-Outs“

Ein „Earn-Out“ sieht in der Regel vor, dass die Verkäufer eine weitere Vergütung erhalten, wenn das Unternehmen in den Jahren nach dem Verkauf (in der Regel in den ersten ein bis drei Jahren nach dem Verkauf)

bestimmte Ziele erreicht. Bei den Zielen kann es sich um finanzielle Ziele handeln, wie z. B. Umsatz-, EBITDA- oder ARR-Ziele, oder um strategische Ziele, wie z. B. Meilensteine in der Produktentwicklung, oder um eine Mischung aus beidem.

„Earn-Outs“ werden sowohl zur Überbrückung von Bewertungslücken zwischen Käufer und Verkäufer als auch als Anreiz für das veräußernde Managementteam eingesetzt, im Unternehmen zu bleiben, bei der Integration zu helfen und die künftige Leistung zu steigern. Im Gegensatz zum Eigenkapital, das bei einer PE-Transaktion an das Management ausgegeben wird, ist der Gewinn bei einem „Earn-Out“ in der Regel begrenzt, aber es kann einfacher sein, das Ziel zu erreichen, als die in einer „Private-Equity“-Struktur festgelegten Hürden für die Verschuldung Dritter und der Anteilseigner zu übertreffen (aber das hängt natürlich davon ab, wo die Ziele festgelegt werden).

Eine geringere Kontrolle über das Unternehmen könnte auch bedeuten, dass die Erreichung des Ziels nicht vollständig in den Händen des Managements liegt (z. B. erfordert das Unternehmen Investitionen von seinen Eigentümern, könnten Geschäfte davon abgezogen werden oder könnte die Zahl der Mitarbeiter verringert werden). Dies bedeutet, dass Sie die vertraglichen Beschränkungen für den Käufer und seine Verpflichtungen, Sie bei der Erreichung der „Earn-Out“-Ziele zu unterstützen, genau beachten sollten. Denken Sie daran, dass sich die Personen, mit denen Sie es beim Käufer zu tun haben, und/oder deren Prioritäten im Laufe einer „Earn-Out“-Periode ändern können, so dass Sie überrumpelt werden könnten, wenn Sie nicht die entsprechenden Leitplanken in Ihre Dokumente eingebaut haben.

Es lohnt sich, die Kultur des Käufers bei der Unterstützung früherer Verkäufer bei der Erreichung ihrer eigenen Ziele zu berücksichtigen, und Sie sollten auch überlegen, was passiert, wenn Sie das Unternehmen verlassen, bevor die Gewinnbeteiligung ausgezahlt wird. Wenn Sie ein „Good Leaver“ sind, z. B. wenn Sie krank werden, in den Ruhestand gehen oder sterben, dürfen Sie oder Ihr Nachlass unter Umständen einen größeren Anteil des Erlöses behalten, als wenn Sie ein „Bad Leaver“ sind, z. B. wenn Sie entlassen werden oder kündigen.

Es ist auch besonders wichtig, „Earn-Outs“ aus steuerlichen Gründen richtig zu strukturieren, siehe Teil 3 für weitere Einzelheiten.

Anteilsvergütung

Der Verkauf Ihrer Anteile im Gegenzug für Anteile des Käufers verleiht einem Geschäft eine neue Dimension, insbesondere wenn es sich um ein reines Anteilsge-

schäft handelt oder wenn die Anteilskomponente eines gemischten Bar-/Anteilsgeschäfts erheblich ist. Unter diesen Umständen müssen sich die Verkäufer mit vielen der gleichen Fragen auseinandersetzen wie ein Käufer. Dazu gehören:

- **Bewertung von Gegenleistungsanteilen.** Wenn Anteile als Gegenleistung angeboten werden, müssen Sie sich auf einen Wert für diese Anteile einigen. Dies kann bei nicht börsennotierten Unternehmen ein heikles Thema sein, insbesondere wenn sich der Käufer auf eine frühere Bewertung stützen will. Es ist auch wichtig zu verstehen, welche Art von Anteile Ihnen angeboten wird und wo sie im „Rendite-Waterfall“ liegen. Dabei ist zu beachten, dass die entgeltlichen Anteile zum Wert erworben werden und entsprechend behandelt werden sollten.
- **Umgekehrte „Due-Diligence“-Prüfung.** Die meisten Verkäufer erwarten nicht, dass sie eine „Due-Diligence“-Prüfung durchführen müssen, wenn sie einen Verkaufsprozess einleiten, aber wenn ein erheblicher Teil der Gesamtgegenleistung in Form von Anteilen erbracht wird, lohnt es sich, ein gewisses Maß an umgekehrter/bestätigender „Due-Diligence“-Prüfung des Käufers durchzuführen, um sicherzustellen, dass es keine wesentlichen Anzeichen gibt, die Ihre Bereitschaft, das Geschäft abzuschließen, beeinträchtigen. Wenn der Käufer vor kurzem eine Finanzierungsrunde abgeschlossen hat oder selbst übernommen wurde (z. B. von einem PE-Haus), könnte es möglich sein, Zugang zu den „Due-Diligence“-Berichten der Investoren zu erhalten, um diese Prüfung ganz oder teilweise zu umgehen und die Zeit zwischen dem Datum dieser Berichte und dem Abschluss Ihres Geschäfts mit einer angemessenen Garantie zu überbrücken.
- **Vertragliche Absicherungen.** Als künftiger Anteilseigner des Käufers sollten Sie ein gewisses Maß an vertraglichem Schutz in Bezug auf Ihre „Investition“ erwarten, und zwar sowohl in Form von Zusicherungen und Garantien im Kaufvertrag (d. h. über die typischen grundlegenden Eigentums-/Kapazitätsgarantien der Käuferseite hinaus) als auch in Form eines angemessenen Schutzes der Minderheitsgesellschafter in der Gesellschaftervereinbarung und/oder der Satzung der Gesellschaft. Das Ausmaß dieses Schutzes hängt von der relativen Verhandlungsposition und der Höhe Ihrer Beteiligung am Käufer ab – je stärker Ihre Position und je größer Ihre Beteiligung, desto mehr können Sie hier erwarten.

3. US-Käufer in Deutschland

Deutsche Wachstumsunternehmen sind immer häufiger Gegenstand des Interesses von US-Erwerbern, insbesondere angesichts der relativen Stärke des US-Dollars und des wahrgenommenen Abschlags, mit dem deutsche Unternehmen im Vergleich zu ihren US-Konkurrenten gehandelt werden

US-Käufer, insbesondere diejenigen, die mit dem deutschen Markt weniger vertraut sind, neigen zu einer anderen Herangehensweise an die Vertragsbedingungen und versuchen, diese auch dann umzusetzen, wenn das Zielunternehmen seinen Sitz in Deutschland hat und deutsches Recht als das für die Transaktionsdokumente maßgebliche Recht gewählt wurde. Es ist daher wichtig, diese Unterschiede in der Herangehensweise zu verstehen, um die Erwartungslücke bei transatlantischen Geschäften zu schließen

Im Folgenden werden einige der wichtigsten Unterschiede zwischen deutschen und US-amerikanischen Käufern im Hinblick auf die rechtlichen Bedingungen erläutert.

Preisbildungsmechanismen

Strategische Käufer in den USA verwenden in der Regel einen Preisanpassungsmechanismus auf der Grundlage von „Closing-Accounts“. Dies bedeutet, dass das Unternehmen auf einer „cash free, debt free“-Basis unter Verwendung von Schätzungen finanzieller Benchmarks (wie Nettovermögen und/oder Betriebskapital) bewertet wird, wobei der bei der Fertigstellung gezahlte Preis dann nach der Fertigstellung „berichtigt“ wird, wenn die tatsächliche Leistung zum Zeitpunkt der Fertigstellung ermittelt wurde. Ein Teil des Kaufpreises wird häufig vom Käufer einbehalten (in einem „Treuhandkonto“ oder als „Rückbehalt“) für den Fall, dass er für den „true up“-Prozess verwendet werden muss

Im Gegensatz dazu wird bei Transaktionen nach deutschem Recht, insbesondere bei Bieterverfahren, in der Regel ein „Locked Box“-Mechanismus angewandt wird, und es unwahrscheinlich ist, dass strategische US-Käufer, die bisher noch keine Fusionen und Übernahmen in Deutschland getätigt haben, mit diesem Ansatz vertraut sind. In diesem Fall wird der „cash free, debt free“ Preis auf der Grundlage historischer Bilanzen vereinbart, wobei der Kaufpreis fest in den Transaktionsunterlagen verankert wird. Dieser Preis wird nur dann nach unten korrigiert, wenn es „Leakage“ gibt (d. h. die Übertragung von Werten vom Zielunternehmen auf den Verkäufer in der Zeit zwischen dem Datum dieser historischen Abschlüsse und dem Abschluss). Dazu gehören z. B. Dividenden, Schenkungen, die Zahlung von

Transaktionskosten/Boni und der Verzicht auf Schulden, die die Verkäufer dem Zielunternehmen schulden. Im Falle von „Leakage“ sind die Verkäufer, die diesen Wert erhalten, verpflichtet, den Käufer dafür auf einer Euro-für-Euro-Basis zu entschädigen.

Aus wirtschaftlicher Sicht dienen „Locked-Box“-Mechanismen dazu, das Risiko und den Gewinn des Zielunternehmens ab dem Datum der „Locked-Box“-Konten zu übertragen. Wenn das Zielunternehmen profitabel ist, werden die Käufer daher häufig aufgefordert, zwischen dem Datum der „Locked-Box“-Konten und dem Abschluss Zinsen (eine „Ticking Fee“) auf den Kaufpreis zu zahlen, um die Verkäufer für den Wegfall dieser Gewinne zu entschädigen. Dies kann ein erheblicher Betrag sein, wenn der Zeitraum zwischen Unterzeichnung und Abschluss länger ist, was angesichts der strengeren und komplizierteren Vorschriften immer häufiger der Fall ist.

Der „Locked-Box“-Ansatz erfordert weniger Verhandlungen und bedeutet, dass der Kaufpreis nach dem Abschluss nicht angepasst werden muss, was den Verkäufern eine größere Preissicherheit gibt und den Vergleich der Angebote erleichtert. Es wird daher als günstiger für die Verkäufer angesehen. Verkäufer können die Chancen erhöhen, einen US-Käufer von diesem Ansatz zu überzeugen, indem sie eine Reihe von qualitativ hochwertigen (idealerweise geprüften) Abschlüssen bereithalten und sicherstellen, dass der Käufer genügend Zeit hat, sich mit ihnen vertraut zu machen.

US-PE-Häuser sind in der Regel mit „Locked-Box“-Mechanismen vertrauter als ihre strategischen Partner, zum Teil wegen des Umfangs der grenzüberschreitenden Transaktionen, die sie durchführen, aber auch, weil der Festpreischarakter eines „Locked-Box“-Mechanismus ihnen Sicherheit in Bezug auf den Betrag gibt, der von ihren Kommanditisten in Anspruch genommen werden muss.

Bedingungen für das Geschäft

Der vielleicht deutlichste Unterschied zwischen US-amerikanischen und deutschen Transaktionen ist der Ansatz bei den Vollzugsbedingungen, wo eine Trennung zwischen Unterzeichnung und Vollzug erforderlich ist. In Deutschland beschränken sich die Bedingungen in der Regel auf obligatorische/suspensorische behördliche oder kartellrechtliche Genehmigungen, was zur Folge hat, dass das Geschäftsrisiko bei der Unterzeichnung auf den Käufer übertragen wird, da nach der Unterzeichnung die Wahrscheinlichkeit eines Abschlusses größer ist.

Im Gegensatz dazu erwarten (und erhalten) US-Käufer eine breitere Palette von Bedingungen, einschließlich der Bedingung, dass keine wesentlichen nachteiligen Änderungen eintreten, der Bedingung, dass alle Zusicherungen/Garantien im Wesentlichen wahr und richtig sind, wenn sie bei Abschluss wiederholt werden, und der Anforderung, dass das Zielunternehmen seine Wohlverhaltensverpflichtungen zwischen der Unterzeichnung und dem Abschluss eingehalten hat. Dies hat zur Folge, dass das Geschäftsrisiko in der Regel nicht bis zum Abschluss übertragen wird (entsprechend dem US-amerikanischen Ansatz bei den Preisbildungsmechanismen), da die Käufer mehr „Ausweichmöglichkeiten“ haben, wenn nach der Unterzeichnung etwas schief geht.

Haftung und Rückgriff

In den USA ist die Haftungsregelung aus Sicht des Käufers in der Regel „zäher“, da Zusicherungen und Garantien häufig auf Entschädigungsbasis abgegeben und durch erhebliche Beträge abgesichert werden, die auf einem Treuhandkonto hinterlegt sind oder anderweitig vom Käufer einbehalten werden (ein so genannter „Holdback“), so dass es für den Käufer einfacher ist, Verluste auf einer „Dollar-für-Dollar-Basis“ festzustellen und zurückzufordern, wenn Probleme auftreten.

Im Gegensatz dazu muss ein Käufer in Deutschland für eine erfolgreiche Klage auf Gewährleistung nachweisen, dass der Verstoß zu einem Schaden für den Käufer oder das Zielunternehmen geführt hat, und unterliegt bestimmten Beschränkungen, einschließlich der Verpflichtung des Käufers, sich um eine Schadensminderung zu bemühen.

Die Gewährleistungs- und Schadenersatzversicherung („W&I“) hat sich in den letzten Jahren zu einer effektiven Brücke zwischen diesen unterschiedlichen Ansätzen entwickelt, da ihre Verbreitung den Verkäufern mehr Möglichkeiten für einen „sauberen Ausstieg“ bietet, indem sie ihnen erlaubt, Zusicherungen und Garantien vorbehaltlich nominaler Haftungsobergrenzen (z. B. 1,00 EUR) abzugeben, wobei der Käufer nun hauptsächlich die Versicherungspolice in Anspruch nehmen kann. Dieser Ansatz ist auch für Käufer interessant, wenn das Managementteam im Unternehmen verbleibt, da er ihnen die Möglichkeit bietet, sich zu rehabilitieren, ohne das Team „ins Abseits“ zu stellen, indem sie es verklagen, obwohl viele strategische Käufer in den USA immer noch einen traditionelleren Haftungsansatz bevorzugen.

Käufer können von Verkäufern verlangen, dass sie die Kosten für eine Police übernehmen und sowohl für den Selbstbehalt/Selbstbeteiligung (d. h. den ersten Teil

des Schadens, der von einem Versicherer nicht gedeckt wird) als auch für Bereiche, die von der Deckung ausgeschlossen sind (z. B. ein bekanntes Problem, das während der „Due-Diligence“-Prüfung festgestellt wurde), eintreten.

Was den Offenlegungsprozess angeht, so ist es nach deutschem Recht in Kaufverträgen zulässig, dass der Verkäufer dem Käufer Dinge allgemein offenlegt (sowie spezifische Offenlegungen vornimmt), z. B. alle Inhalte eines Datenraums, die dem Käufer ordnungsgemäß offengelegt wurden, um die Zusicherungen und Gewährleistungen zu qualifizieren und die potenzielle Haftung des Verkäufers zu begrenzen. Im Gegensatz dazu erwarten US-amerikanische Käufer, dass die Verkäufer alle relevanten Punkte in Bezug auf die einzelnen Garantien ausdrücklich offenlegen, was sehr viel aufwändiger sein kann. Ein üblicher Kompromiss in dieser Situation wäre die allgemeine Offenlegung eines begrenzten Bündels von Dokumenten.

Restriktive Vereinbarungen

Wettbewerbsverbote nach geltendem US-Recht und gängiger Praxis (wobei zu beachten ist, dass die „Federal Trade Commission“ ein Verbot von Wettbewerbsverboten in den meisten Arbeitsverträgen vorgeschlagen hat) werden von Verkäufern in der Regel für längere Zeiträume, in der Regel drei bis fünf Jahre, vereinbart als in deutschen Verträgen, in denen der Zeitraum in der Regel ein bis zwei Jahre beträgt, da ein Zeitraum von mehr als zwei Jahren von den Gerichten im Allgemeinen als zu restriktiv und nicht durchsetzbar angesehen wird.

Mitarbeiter

US-Käufer sind möglicherweise nicht an das deutsche Arbeitsrecht gewöhnt. So sind beispielsweise „employment at will“-Vereinbarungen in den USA üblich, in Deutschland aber nicht Standard. Auch die Einbindung von Gewerkschaften und Betriebsräten ist in Deutschland und in Europa wichtig. Die Berater des Käufers sollten ihn durch diese Fragen führen, aber es ist sinnvoll, den Käufer frühzeitig auf alle tarifvertraglichen Vereinbarungen (z. B. in Bezug auf Entlohnung oder Entlassung) aufmerksam zu machen, wenn die Transaktion Anhörungs- oder Informationsrechte auslösen könnte oder wenn ein Arbeitskampf droht. Jede erforderliche Einbeziehung sollte in den Zeitplan eingebaut werden.

Übertragungssteuer

Bei der direkten oder indirekten Übertragung von Anteilen an einer deutschen Gesellschaft fällt keine Grunderwerbsteuer (Stempelsteuer) auf die Gegenleistung an.

„Private-Equity“-bezogene Unterschiede

US-amerikanische „Private-Equity“-Käufer, die nicht an den deutschen Markt gewöhnt sind, haben möglicherweise eine etwas andere Sichtweise auf Managementbeteiligungen:

- **Ausscheidende-„Rollover“-Kapital.** In den USA haben „Private-Equity“-Investoren bei Beendigung des Arbeitsverhältnisses in der Regel ein Kündigungsrecht für „Rollover“-Kapital (die mit dem Verkaufserlös erworbene Kapitalbeteiligung). Für „Good Leavers“ (häufig Tod, Arbeitsunfähigkeit oder Kündigung ohne Grund) kann ausgehandelt werden, dass ihr „Rollover-Equity“ nicht der Call-Option unterliegt, andernfalls ist ein Call zum Marktwert üblich. Ein „Bad Leaver“, z. B. ein freiwilliger Austritt, erhält in der Regel entweder den Marktwert oder den niedrigeren Wert aus Marktwert und gezahltem Betrag, je nach „Private-Equity“-Unternehmen. In den USA wird „Good Leavers“ manchmal das Recht eingeräumt, vom Unternehmen zu verlangen, dass es ihr „Rollover-Equity“ kauft.
- **Optionen oder Gewinnbeteiligungen (USA) vs. Eigenkapital (Deutschland).** Bei US-Transaktionen wird die Beteiligung des Managements in der Regel durch Anteilsoptionen oder Gewinnbeteiligungen begünstigt, die oft in Standardform vorliegen können, im Gegensatz zu den „Sweet Equity“, die bei deutschen Verkäufen üblicherweise gewährt werden. Sie sollten sich bei jeder vorgeschlagenen Eigenkapitalstruktur sorgfältig steuerlich beraten lassen. Deutsche Anteilseigner haben unter Umständen auch einen besseren Minderheitenschutz und sind vor bestimmten Formen der Verwässerung geschützt.
- **Unverfallbarkeit.** In Deutschland ist die Unverfallbarkeit in der Regel zeitbasiert (oft vier Jahre mit einem einjährigen „Cliff“) und gilt für die Situation des Ausscheidenden, so dass beim Ausscheiden des „Private-Equity“-Investors alles zu 100 % unverfallbar ist (beschleunigte Unverfallbarkeit). In den USA hingegen ist es oft eine Mischung aus Zeit und Leistung (in der Regel die Unternehmensleistung und nicht die individuelle Leistung).
- **Ausscheidende Mitarbeiter – Management-Beteiligungsprogramme.** In den USA verfallen in der Regel nicht übertragene Anteile und übertragene Anteile im Falle eines „Bad Leaver“-Situation (freiwillige Kündigung, Grund oder Verletzung restriktiver Vereinbarungen). Eine Führungskraft, die freiwillig aus dem Unternehmen ausscheidet, kann in manchen Fällen einen fairen Wert für ihre übertragbaren Anteile erhalten. Good-Leaver (häufig Tod, Berufsunfähigkeit oder Kündigung ohne wichtigen Grund) verlieren häufig nicht übertragene Anteile, können aber ihre übertragenen Anteile zum Marktwert ausüben.

Teil 3 – Steuerliche Erwägungen

Die steuerliche Behandlung von Verkaufserlösen (unabhängig davon, ob sie bei Abschluss oder in der Zukunft anfallen) und von Beteiligungen in der neuen Struktur wirkt sich direkt auf den Wert aus, den Sie als Ergebnis der Transaktion erhalten. Höchstwahrscheinlich möchten Sie, dass für jede Transaktion der niedrigste verfügbare Steuersatz gilt. Es ist wichtig zu beachten, dass eine steuerliche Strukturierung kurz vor der Transaktion möglicherweise nicht mehr möglich ist und im Allgemeinen nicht rückwirkend durchgeführt werden kann.

Berücksichtigung von Strukturen

Ihre individuelle Steuerposition hängt von der Art der Gegenleistung, der Berechnungsmethode und dem Zeitpunkt der Zahlung ab. Sie können eine beliebige Kombination der folgenden Arten von Gegenleistungen erhalten: Bargeld, Anteile oder Schuldverschreibungen, und Ihre steuerliche Situation kann durch etwaige Ansprüche auf Gegenleistungen nach dem Verkauf, möglicherweise in Form eines „Earn-Out“, kompliziert werden.

Wenn Sie für die Veräußerung von Anteilen an der Zielgesellschaft Bargeld erhalten, unterliegt Ihr Erlös in der Regel der Kapitalertragsteuer für das Steuerjahr, in dem der Abschluss erfolgt.

Hält ein Gründer die Anteile an der Zielgesellschaft seit ihrer Gründung indirekt über ein „Holding-Vehikel“ in Form einer Kapitalgesellschaft, so sind die von dem „Holding-Vehikel“ erzielten Veräußerungsgewinne nach deutschem Steuerrecht zu 95 % steuerfrei (was effektiv zu einer Steuerbelastung von ca. 1,5 % der Ver-

äußerungsgewinne führt). Gewinnausschüttungen der Holdinggesellschaft an den Gründer als Anteilseigner (unabhängig davon, ob sie aus den zuvor erzielten Kapitalgewinnen stammen oder nicht) unterliegen jedoch der deutschen Abgeltungssteuer in Höhe von 26,375 %, die von der Holdinggesellschaft einzubehalten ist. In einem solchen Fall kann die Gesamtsteuerbelastung des Gründers sogar die Steuerbelastung übersteigen, die auf die vom Gründer direkt (d.h. ohne Zwischenschaltung einer Holding) erzielten Veräußerungsgewinne entfällt. Im letztgenannten Fall unterliegen Kapitalgewinne (vorbehaltlich einer Beteiligungsschwelle von 1 %) dem „Teileinkünfteverfahren“, dass eine Steuerbefreiung von 40 % für Kapitalgewinne und eine volle Einkommensbesteuerung für die verbleibenden 60 % der Kapitalgewinne vorsieht (was effektiv zu einer maximalen Gesamtsteuerbelastung von 28,5 % oder weniger führt, je nach der individuellen Steuerposition des Gründers)

Besondere Vorsicht sollten Privatpersonen bei Transaktionen walten lassen, bei denen „Rollover“- oder „Earn-Out“-Mechanismen im Entwurf enthalten sind. Obwohl es sich hierbei um nützliche kommerzielle Instrumente handelt, um Anreize für Gründer und leitende Angestellte zu schaffen, im Unternehmen zu bleiben (insbesondere im Rahmen von „Private Equity“) und Bewertungsunterschiede zwischen Käufern und Verkäufern zu überbrücken, können sie unerwartete steuerliche Folgen haben

Sie sollten sich so früh wie möglich steuerlich beraten lassen, wie Sie solche Ansprüche am besten gestalten.

- **„Earn-Outs“** – Ein „Earn-Out“ kann als künftiger Anspruch auf Anteile oder Schuldverschreibungen oder als aufgeschobene und/oder bedingte Barzahlung strukturiert sein. Der künftige Anspruch auf Anteile kann die Zuteilung von „Sweet Equity“ beinhalten, wie in Teil 2 erläutert. Häufig ist ein „Earn-Out“ von bestimmten zukünftigen Ereignissen oder Leistungskennzahlen abhängig. Die Art und Weise, wie ein „Earn-Out“ strukturiert ist, wirkt sich darauf aus, wie und wann er in Ihren Händen besteuert wird. Einige Punkte, die Sie beachten sollten, sind im Folgenden aufgeführt.

- Große Werte aufgeschobener oder bedingter Gegenleistungen können bei Abschluss des Verkaufs zu erheblichen Steuerbelastungen führen (unabhängig davon, wann oder ob diese Beträge schließlich gezahlt werden). Dementsprechend sollten diese Bestimmungen und die Mechanismen zur Berechnung künftiger Beträge, wie sie in den Transaktionsdokumenten beschrieben sind, sorgfältig geprüft werden.
 - Der Anspruch des Verkäufers auf den „Earn-Out“-Betrag sollte idealerweise nur an die Leistung des Unternehmens (und nicht an die einer einzelnen Person) geknüpft sein und nicht von der Weiterbeschäftigung einer einzelnen Person abhängen, um die Wahrscheinlichkeit zu maximieren, dass der Betrag nach den Vorschriften über den begünstigten Veräußerungsgewinn besteuert wird. Im Falle von Verkäufern, die nach dem Vollzug noch leitende Funktionen im Zielunternehmen oder in einem der das Zielunternehmen kontrollierenden Käuferunternehmen innehaben, besteht jedoch ein hohes Risiko, dass der „Earn-Out“-Betrag in vollem Umfang als normales Einkommen nach den Lohnsteuervorschriften und nicht nach den Kapitalertragsregeln besteuert wird. Im Gegensatz dazu sollte ein „Earn-Out“ steuerlich unproblematisch sein, wenn der Verkäufer nach dem Vollzug nicht mehr zur Performance des Zielunternehmens beiträgt.
- **Rollover** – Wie in Teil 2 erörtert, kann von einem Verkäufer (Gründer) verlangt werden, dass er einen Teil seiner Beteiligung an der Zielgesellschaft in Anteile und/oder Schuldscheine gleichen Wertes in der neuen Struktur „rollt“.
 - Wenn Sie in der neuen Struktur Anteile (oder bestimmte Arten von Schuldverschreibungen) für die Veräußerung von Anteilen an der Zielgesellschaft erhalten, ist es für in Deutschland steueransässige Gründer/leitende Angestellte unter Umständen möglich, bestehende Anteile an der Zielgesellschaft steuerneutral zu „rollen“ (weitere Einzelheiten finden Sie in Teil 2, Abschnitt 1 „Private Equity“ – „Rollover“ und Reinvestition)



Teil 4 – Ausführen eines Prozesses

Nun, da Sie Ihr Unternehmen erfolgreich organisiert und potenzielle Käufer angezogen haben, deren Beweggründe kennen und die Struktur des Geschäfts so geplant haben, dass sie steuerlich effizient ist, müssen Sie nur noch den Deal abschließen!

Die Durchführung dieses Prozesses kann intensiv und zeitaufwendig sein, aber genau hier können wir helfen. Unser Corporate-Team von Taylor Wessing verfügt über umfangreiche Erfahrung in der Vertretung von verkaufenden Gesellschaftern, Gründern und Management-Teams und begleitet Sie durch den Transaktionsprozess bis zum erfolgreichen Abschluss.

Während Sie das Geschäft abwickeln, dürfen Sie auch nicht Ihre treuhänderischen Pflichten als Geschäftsführer eines Zielunternehmens oder, wie oben erwähnt, die Aufgabe der Unternehmensführung aus den Augen verlieren. Sie müssen das Unternehmen im Interesse der derzeitigen Anteilseigner weiterführen und sicherstellen, dass das Unternehmen erfolgreich läuft. Ein unvorhergesehener Umsatz- oder Gewinnrückgang in dieser Phase könnte zu ungünstigeren Bedingungen oder möglicherweise dazu führen, dass die Käufer ganz von dem Geschäft Abstand nehmen.

Bieterverfahren

Zielunternehmen werden häufig im Rahmen von Bieterverfahren verkauft, da die Verkäufer die Kontrolle behalten können, indem sie den Zeitplan und die nicht verhandelbaren Punkte vorgeben und Wettbewerbspansungen erzeugen, die den Preis und die Vertragsbedingungen in die Höhe treiben.

Nach der Unterzeichnung von Vertraulichkeitsvereinbarungen erhalten die Bieter zu Beginn des Verfahrens ein Verfahrensschreiben, in dem angegeben ist, wann die Gebote fällig sind und was sie enthalten müssen. Die Bieter werden häufig aufgefordert, ein unverbindliches/

indikatives Angebot für die erste Runde auf Grundlage eines „Informationsmemorandums“ abzugeben, das in der Regel von Unternehmensfinanzberatern erstellt wird und in dem die wichtigsten Informationen über das Unternehmen, seine Aussichten und die Gründe für seine Attraktivität dargelegt werden. Die Zahl der Bieter kann dann auf eine kleinere Zahl reduziert werden, die in die zweite Runde geht, vielleicht vier oder fünf, aber das hängt vom jeweiligen Verfahren ab.

Die Bieter werden dann eingeladen, auf einen Online-Datenraum zuzugreifen, alle „Due-Diligence“-Berichte der Verkäufer einzusehen und an Präsentationen des Managements teilzunehmen, um ihre „Due-Diligence“-Prüfung weiter durchzuführen. Diese Unterlagen werden von der Verkäuferseite im Voraus erstellt. Bei Bedarf können die Bieter auch mit potenziellen Kreditgebern und W&I-Versicherern sprechen (mehr dazu siehe unten).

In der Regel wird den Bietern auch der Entwurf eines Anteilskauf- und übertragungsvertrages (SPA) vorgelegt, den die Anwälte der Verkäuferseite ausgearbeitet haben. Die Bieter werden gebeten, dem Verkäufer als Teil ihres Angebots einen Aufschlag auf den Kaufvertrag in einer Form vorzulegen, die sie zu unterzeichnen bereit sind. Wenn Sie oder das Managementteam nach Abschluss des Verkaufs Anteilseigner sein werden, werden die Bieter auch gebeten, einen Aufschlag zu machen oder ein vorgeschlagenes „Equity Term Sheet“ vorzulegen, in dem die wichtigsten Eigenkapitalbedingungen festgelegt werden, damit sie zwischen den Parteien grundsätzlich vereinbart werden können. Ein Term Sheet ist zwar in der Regel rechtlich nicht bindend, aber es ist hilfreich, um sicherzustellen, dass die Parteien auf derselben Seite stehen, bevor sie mit den längeren Dokumenten fortfahren, und um verschiedene Angebote in der Runde zu vergleichen.

Wenn das Bieterverfahren mehrstufig ist, können erfolgreiche Bieter zur dritten Stufe geführt werden, in der sie mehr Informationen über das Zielunternehmen erhalten (in der zweiten Stufe wird ihnen möglicherweise nicht der gesamte Datenraum zur Verfügung gestellt, um die Vertraulichkeit zu wahren, insbesondere wenn es sich um strategische Käufer handelt) und aufgefordert werden, ihr Angebot zu verbessern.

Ihr Ziel ist es, am Ende des Bieterverfahrens mehrere Angebote von Bietern zu erhalten, die ihre „Due-Diligence“-Prüfung abgeschlossen und einen Entwurf für einen Kaufvertrag vorgelegt haben, den sie zu unterzeichnen bereit wären. In dieser Phase ist es üblich, einem der Bieter „Exklusivität“ zu gewähren, d. h. er wird aufgefordert, eine Exklusivitätsvereinbarung zu unterzeichnen, die ihm das Recht einräumt, für einen bestimmten Zeitraum (häufig vier bis sechs Wochen) der einzige Bieter zu sein, mit dem Sie Verhandlungen führen, um Zeit für die Vereinbarung der endgültigen Dokumente und den Austausch und Abschluss zu haben.

Während des Exklusivitätszeitraums werden der bevorzugte Bieter, die Verkäufer und ihre Beraterteams die endgültige Geschäftsdokumentation ausarbeiten, die rechtliche Vereinbarungen, Zeitpläne, Nebenvereinbarungen, Geschäftspläne, Kapitalfluss, Garantien und Versicherungspolice usw. umfasst. Die rechtlichen Vereinbarungen werden Folgendes umfassen:

- **Das SPA** – legt die wichtigsten Bedingungen des Erwerbs, die zu liefernden Dokumente und die bei Abschluss zu ergreifenden Maßnahmen fest.
- **Die Investitionsvereinbarung** – eine Vereinbarung zwischen allen Gesellschaftern, in der die wichtigsten Eigenkapitalbedingungen sowie die Rechte und Pflichten der Gesellschafter für die Zukunft festgelegt sind. Sie wird auch als Zeichnungs- und Gesellschaftervertrag oder einfach als Gesellschaftervertrag bezeichnet.
- **Die Satzung** – enthält interne Regeln für die Unternehmensführung und die Rechte der Gesellschafter im Unternehmen. Dieses Dokument ist im Handelsregister des jeweiligen Amtsgerichts für in Deutschland gegründete Unternehmen öffentlich zugänglich.

Wir sorgen dafür, dass die Dokumente die erforderlichen Angaben zum Schutz Ihrer Investition enthalten.

Es ist ziemlich üblich, dass die Exklusivitätsfrist verlängert wird, um mehr Zeit zu gewinnen, so dass es in der Regel keinen Grund zur Sorge gibt, wenn dies erforderlich ist. Während dieses Zeitraums ist es sinnvoll, dem Verkaufsprozess so viel Zeit und Aufmerksamkeit wie möglich zu widmen. Wir können Ihnen einen Großteil des Projektmanagements abnehmen, aber es ist hilfreich, wenn Sie sich Zeit für die Aktualisierungsanrufe und das Offenlegungsverfahren nehmen.

Sobald die Unterlagen vollständig sind und der Bieter sein Geld zur Überweisung bereit hat, wird es Zeit, die Transaktion abzuschließen („Vollzug“).

Garantie- und Haftpflichtversicherung

Die Garantie- und Haftpflichtversicherung wird in der Regel vom Käufer abgeschlossen. Dennoch können Verkäufer den Prozess erleichtern, indem sie sich frühzeitig bei potenziellen Versicherern über die Bedingungen und Preise informieren. Wir können Sie mit Maklern für Garantie- und Haftpflichtversicherungen in Kontakt bringen, die den Markt sondieren können. Die Makler erstellen dann ein unverbindliches Dokument, das eine Empfehlung für die Bedingungen enthält, die ein Käufer abschließen sollte. Dies verschafft den Bietern einen Vorsprung beim Abschluss der Versicherungspolice und wird als „soft-stapled“-Police bezeichnet. Der erfolgreiche Bieter würde dann mit dem bevorzugten Anbieter der Garantie- und Haftpflichtversicherung verhandeln, um die Bedingungen der Police und die Preisgestaltung endgültig festzulegen.

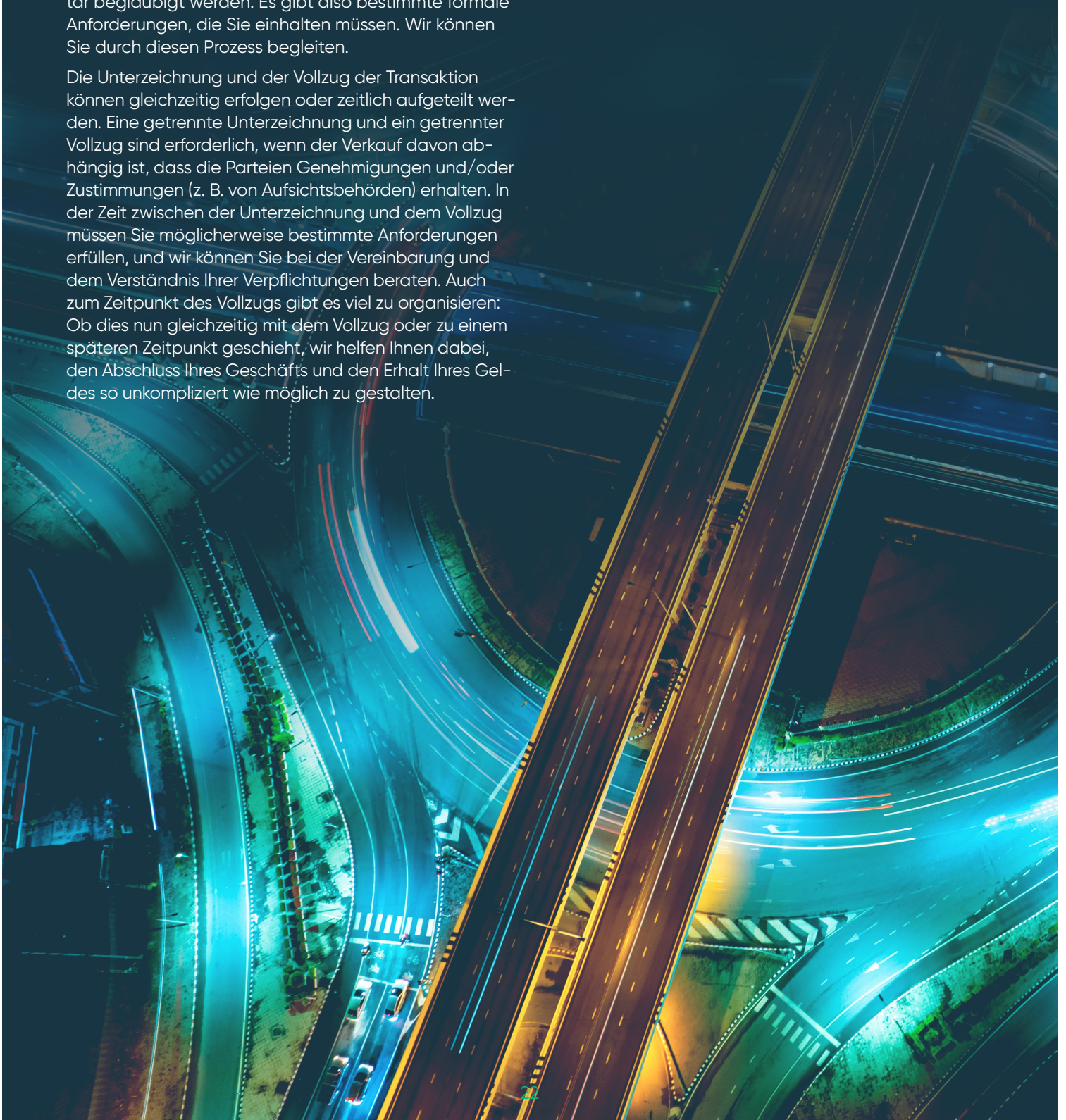
Eine Alternative besteht darin, dass der Verkäufer und seine Berater mit dem Versicherer während des Bieterverfahrens (im Namen des erfolgreichen Bieters) eine Garantie- und Entschädigungsversicherungspolice und die Preise vereinbaren und den erfolgreichen Bieter bitten, die Police abzuschließen (bekannt als „hard stapling“). Dies hat den Vorteil, dass das Verfahren gestrafft wird, die Parteien Sicherheit erhalten und die kommerziellen Garantien auf die Police abgestimmt werden können. Allerdings wird dadurch die Flexibilität des Käufers eingeschränkt. Viele Käufer haben ihre eigenen Maklerbeziehungen und ziehen es vor, ihre eigenen Vereinbarungen zu treffen. Festgeheftete Policen sind in der Regel auch teuer, sowohl was die Kosten als auch was den Zeitaufwand betrifft, da die Verkäufer nicht garantieren können, dass der Käufer die Police abschließt.

„Vollzug“

Als Gründer wird es Ihnen vor allem darum gehen, sicherzustellen, dass das SPA nach seiner Unterzeichnung für alle Parteien verbindlich ist und dass der Käufer Zugang zu dem Geld hat, das er benötigt, um den Verkauf zum Zeitpunkt des Vollzugs abzuschließen (die so genannte „Finanzierungssicherheit“ für den Käufer). Ihre Corporate-Finance-Berater sollten die erforderliche „Due-Diligence“-Prüfung durchführen, um sicherzustellen, dass der Käufer über eine gesicherte Finanzierung verfügt, und wir können bei Bedarf entsprechende rechtliche Vorkehrungen treffen. Wir werden Sie auch durch den Unterzeichnungsprozess begleiten. Dies kann bedeuten, dass einige der Parteien

eine „Vollmacht“ erteilen, damit die bevollmächtigten Personen in ihrem Namen unterschreiben können. Dies ist häufig der Fall, wenn es eine große Anzahl von Verkäufern gibt. Der Unterschriftsvorgang für den Erwerb einer deutschen GmbH muss vor einem deutschen Notar beglaubigt werden. Es gibt also bestimmte formale Anforderungen, die Sie einhalten müssen. Wir können Sie durch diesen Prozess begleiten.

Die Unterzeichnung und der Vollzug der Transaktion können gleichzeitig erfolgen oder zeitlich aufgeteilt werden. Eine getrennte Unterzeichnung und ein getrennter Vollzug sind erforderlich, wenn der Verkauf davon abhängig ist, dass die Parteien Genehmigungen und/oder Zustimmungen (z. B. von Aufsichtsbehörden) erhalten. In der Zeit zwischen der Unterzeichnung und dem Vollzug müssen Sie möglicherweise bestimmte Anforderungen erfüllen, und wir können Sie bei der Vereinbarung und dem Verständnis Ihrer Verpflichtungen beraten. Auch zum Zeitpunkt des Vollzugs gibt es viel zu organisieren: Ob dies nun gleichzeitig mit dem Vollzug oder zu einem späteren Zeitpunkt geschieht, wir helfen Ihnen dabei, den Abschluss Ihres Geschäfts und den Erhalt Ihres Geldes so unkompliziert wie möglich zu gestalten.



Ihr Team:



Dr. Philip Cavaillès
Partner

+49 89 21038-419
p.cavaillès@taylorwessing.com



Dr. Christian Traichel
Partner

+49 89 21038-175
c.traichel@taylorwessing.com



Inken Brandt, LL.M.
Associate

+49 89 21038-270
i.brandt@taylorwessing.com

2000+ people
1200+ lawyers
300+ partners
28 offices
17 jurisdictions

Austria	Klagenfurt Vienna
Belgium	Brussels
China	Beijing Hong Kong Shanghai
Czech Republic	Brno Prague
France	Paris
Germany	Berlin Düsseldorf Frankfurt Hamburg Munich
Hungary	Budapest
Netherlands	Amsterdam Eindhoven
Poland	Warsaw
Republic of Ireland	Dublin
Slovakia	Bratislava
South Korea	Seoul*
UAE	Dubai
Ukraine	Kyiv
United Kingdom	Cambridge Liverpool London London TechFocus
USA	New York Silicon Valley

* In association with DR & AJU LLC

Taylor Wessing statistics published are correct as of April 2025.

This publication is not intended to constitute legal advice. Taylor Wessing entities operate under one brand but are legally distinct, either being or affiliated to a member of Taylor Wessing Verein. Taylor Wessing Verein does not itself provide legal or other services. Further information can be found on our regulatory page at:

taylorwessing.com