

VentureCapital

Magazin

www.vc-magazin.de

Das Magazin für Investoren und Entrepreneur

Mit Sonderbeilage
„Private Equity-Markt Schweiz“ (7. Jg.)



The sky is the limit

Deutsche Internet-Start-ups
greifen nach den Sternen

„Deutschland braucht technologieorientierte Unternehmen“

INTERVIEW MIT DR. PETER GÜLLMANN,
VORSTANDSMITGLIED, BVK

Gerne mit Private
Equity!

BUYOUT-INVESTOREN ALS
KÄUFER VON SPIN-OFFS

Crowdfunding entwickelt
sich weiter

SCHWARMFINANZIERUNG FÜR START-
UPS MIT BESONDERER GESCHÄFTSIDE

Gerne mit Private Equity!

Buyout-Investoren als Käufer von Spin-offs von Konzernen und dem Mittelstand

Seit einigen Monaten ist ein signifikanter Rückgang von Investitionen und mithin von Transaktionen im deutschen Private Equity-Markt zu verzeichnen, der in großem Maße auf die Verunsicherung durch die europäische Staatsschuldenkrise und die insgesamt schwierigeren Finanzmarkt- und Finanzierungsbedingungen zurückzuführen ist. Belastet wird die Situation zusätzlich durch die jüngst vorgenommene Korrektur der Konjunkturaussichten in Deutschland und den meisten weiteren Mitgliedsländern Europas. Gleichzeitig steigt bei Konzernen und großen Mittelständlern die Neigung zur Konzentration auf das Kerngeschäft – sie gliedern nicht dem Kerngeschäft zuzuordnende Geschäftseinheiten und Tochterunternehmen mit dem Ziel des Verkaufs aus. Solche Spin-offs stellen eine Vielzahl rechtlicher Herausforderungen.

Gerne mit Private Equity

Der Spin-off wird häufig in Form einer Abspaltung nach Umwandlungsgesetz oder im Wege eines Asset Deals vollzogen. Nicht selten wird dabei der Verkauf im Wege eines Management Buyouts, bei dem das Management gemeinsam mit einem oder mehreren Finanzinvestoren das Zielunternehmen übernimmt, dem Verkauf an einen strategischen Wettbewerber vorgezogen. Dies liegt nicht zuletzt daran, dass für die erwerbende Private Equity-Gesellschaft das Zielunternehmen ein wichtiges Investment darstellt und nicht nur Randaktivität. Überdies muss der veräußernde Konzern dem Wettbewerber nicht alle sensiblen Informationen zu Preisgestaltungen und Margen des Geschäfts offenlegen.

Rechtliche Problemstellungen

Neben den kaufmännischen Fragestellungen und Herausforderungen, die beim Erwerb eines Unternehmens unabhängig von der gewählten rechtlichen Struktur des Erwerbs auftreten bzw. im Spannungsverhältnis zwischen Verkäufer zu Käufer gemeistert werden müssen, ergibt sich beim Spin-off eine Vielzahl spezifischer rechtlicher Problemstellungen, die in den Vertragsverhandlungen regelmäßig intensiv diskutiert werden. Beispiele dafür sind:

Identifizierung der relevanten Assets, Definition des Zielunternehmens/Kaufgegenstandes

Beim Verkauf eines Geschäftsbereichs im Wege eines Asset Deals müssen die Parteien des Spin-offs regelmäßig

eine Vereinbarung darüber treffen, wie mit Vermögensgegenständen (vor allem solchen des Anlagevermögens), die auch von anderen Geschäftsbereichen des Verkäufers genutzt werden, zu verfahren ist. Der Käufer hat naturgemäß das Interesse, im weitestmöglichen Umfang solche Gegenstände zu erwerben, die ganz oder überwiegend für den zu verkaufenden Geschäftsbereich genutzt werden.

In diesen Fällen ist eine genaue vertragliche Bestimmung des Kaufgegenstandes erforderlich, wobei zumindest die wesentlichen Gegenstände in den Anlagen aufgeführt werden sollten. Weitere Sicherheit kann der Käufer im Übrigen durch Auffangregelungen erlangen, die auch solche Gegenstände als vom Kauf erfasst definieren, die „ganz oder überwiegend vom veräußerten Geschäftsbetrieb genutzt werden“. Davor, dass keine sonstigen im Geschäftsbereich benötigten Gegenstände beim Verkäufer verbleiben, muss sich der Käufer des Weiteren durch eine entsprechende vom Verkäufer abzugebende Garantie schützen.

Kaufpreisbestimmung: Financial Data als Basis

Die Bestimmung des Unternehmenswertes und eine darauf basierende Einigung zwischen Verkäufer und Käufer über den für das Zielunternehmen zu zahlenden Kaufpreis gestaltet sich schon aufgrund des unsicheren Markt- und Konjunkturmehrfeldes schwierig. Bei einem Spin-off gerade in Form eines Asset Deals treten jedoch weitere formspezifische Erschwernisse hinzu. Ausschließlich den zu veräußernden Geschäftsbereich betreffende Jahresabschlüsse liegen nicht vor und historische Daten sowie Projektionen für die Zukunft lassen sich nur schwer analysieren, da dieser Geschäftsbereich ein Teil des Zahlenwerkes des gesamten Geschäftsbetriebes bzw. Konzerns des Verkäufers war. Es müssen daher sogenannte Pro-forma-Abschlüsse und Pläne erstellt werden, die nicht auf gesicherter Zahlenbasis beruhen und den Käufer zu einem Sicherheitsabschlag auf den ermittelten Kaufpreis zwingen.

Weiterer intensiver Verhandlungsbedarf resultiert daraus, dass in vielen Fällen der zu veräußernde Geschäftsbereich auf unterschiedliche Gesellschaften im In- und Ausland verstreut ist. Beim Verkauf auf den Erwerber sind mithin die arbeitsrechtlichen, steuerrechtlichen und zivilrechtlichen Bestimmungen einer Vielzahl von Jurisdiktionen zu berücksichtigen. Die damit einher-

gehenden Aufwendungen und Risiken, einschließlich der sich aus der Natur der Transaktion als Asset Deal ergebenden steuerlichen Konsequenzen für den Verkäufer, müssen im Rahmen der Kaufpreisfindung auf die Sphären von Verkäufer und Käufer je nach vorliegender Verhandlungsmacht allokiert werden.

Auflösung von Verflechtungen zwischen Verkäufer und Zielunternehmen, gewerbliche Schutzrechte, Transition Services

Als Folge des Herauslösen des Zielunternehmens aus dem Konzernverbund des Verkäufers müssen Verflechtungen zwischen dem Zielunternehmen mit dem veräußernden Rechtsträger aufgelöst werden, die meist in mehreren Bereichen bestehen. Solche Verflechtungen können Intercompany-Finanzierungen, Organschaften, Liefer- und Abnahmebeziehungen und/oder geistiges Eigentum (Urheber- und Markenrechte, Patente usw.) betreffen. Während eine in Finanzierungsfragen oder aufgrund Organschaften bestehende Bande in den Vertragsverhandlungen meist keine Schwierigkeiten bereitet, verhält sich dies in Bezug auf geistiges Eigentum oder Liefer- und Leistungsverflechtungen regelmäßig anders. Dem Interesse des Veräußerers an einer möglichst schnellen Entflechtung steht häufig das Interesse des Erwerbers an einer fortdauernden Geschäfts-

beziehung oder Nutzung des geistigen Eigentums gegenüber. Denn in vielen Fällen ist der veräußerte Geschäftsbereich ohne die Geschäftsbeziehung zum Verkäufer oftmals nicht unmittelbar in eigener rechtlicher Selbstständigkeit („stand-alone“) existenzfähig. Die Vereinbarung eines Übergangszeitraums zur Aufrechterhaltung der bestehenden Geschäftsbeziehung und die Einräumung von Nutzungsrechten am geistigen Eigentum zu angemessenen Marktkonditionen können daher entscheidende Punkte im Rahmen von Vertragsverhandlungen sein.

Fazit

Ein Spin-off im Wege eines Buyouts kann für die Private Equity-Gesellschaft eine gute Gelegenheit zum Erwerb einer im Kern gesunden und in der Zukunft auch als Stand-Alone-Geschäftsbetrieb profitabel wachsenden Beteiligung bieten. Die vorstehend dargestellten Problemkreise können in der Vertragsverhandlung angemessen berücksichtigt werden. Ob der Private Equity-Investor die ihm günstigen Regelungen durchsetzen kann, hängt letztlich auch davon ab, welche Verkaufsalternativen der Verkäufer hat. Wichtig ist, dass der Investor sich der widerstreitenden Interessen der Parteien bewusst ist und diese einer Regelung in den abzuschließenden Verträgen zuführt. ■

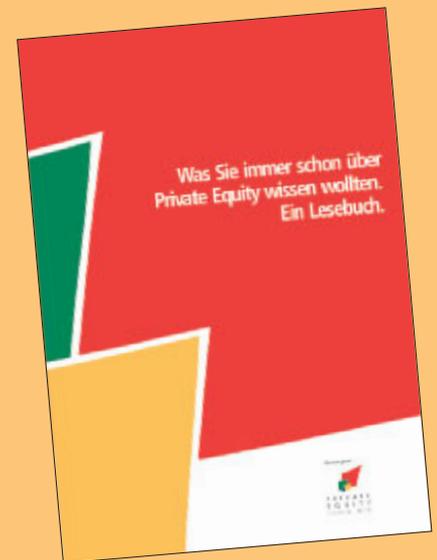
Zum Autor



Federico Pappalardo ist Managing Partner der Rechtsanwaltskanzlei Dechert LLP. Vom Münchner Büro aus berät er Finanzinvestoren, Beteiligungsgesellschaften und Family Offices im Rahmen von Finanzierungs- und Akquisitionsmandaten.

Was Sie immer schon über Private Equity wissen wollten. Ein Lesebuch.

Private Equity Forum NRW e.V. (Hrsg.), Was Sie immer schon über Private Equity wissen wollten. Ein Lesebuch., Mai 2010, 184 Seiten, broschiert, Verlag GoingPublic Media AG, ISBN 978-3-937459-86-8, 19,95 Euro



JA, Bestellcoupon

ICH BESTELLE
ZZGL. 3,50 EURO
VERSANDKOSTEN



Was Sie immer schon über Private Equity wissen wollten. Ein Lesebuch.

19,95 Euro

Name/Vorname

Postleitzahl/Ort

Straße/Nr.

Datum/Unterschrift

Bitte Coupon einsenden an:
GoingPublic Media AG
Hofmannstr. 7a, 81379 München
Tel. 089 - 2000 339-0
www.goingpublic.de/buecher
buecher@goingpublic.de

FAX-ORDER
089-2000339-39