

Kapitalgesellschaften und Private Equity Fonds

Unternehmenskauf
durch Leveraged Buyout

Von
Dr. Vassil Tcherveniachki

Erich Schmidt Verlag

Bibliografische Information der Deutschen Bibliothek

Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation
in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische
Daten sind im Internet über dnb.ddb.de abrufbar.

Weitere Informationen
zu diesem Titel finden Sie im Internet unter
[ESV.info/978 3 503 10351 5](http://ESV.info/978_3_503_10351_5)

ISBN: 978 3 503 10351 5

ISSN: 1862-0922

Alle Rechte vorbehalten

© Erich Schmidt Verlag GmbH & Co., Berlin 2007
www.ESV.info

Dieses Papier erfüllt die Frankfurter Forderungen
der Deutschen Bibliothek und der Gesellschaft für das Buch
bezüglich der Alterungsbeständigkeit und entspricht
sowohl den strengen Bestimmungen der US Norm Ansi/Niso
Z 39.48-1992 als auch der ISO-Norm 9706.

Druck und Bindung: Hubert & Co, Göttingen

Geleitwort

Die Dissertation von Herrn Dr. Vassil Tcherveniachki setzt sich in höchst aktueller und innovativer Weise mit den Leveraged Buyouts auseinander. Dort wird der Kaufpreis überwiegend mit Fremdkapital finanziert, welches anschließend mit dem Vermögen des erworbenen Unternehmens gesichert und aus dessen Cashflow zurückgezahlt wird. Zugleich werden aber regelmäßig erhebliche Rationalisierungsmaßnahmen vorgenommen. Ziel ist es, das so restrukturierte Unternehmen nach mehreren Jahren mit möglichst hohem Gewinn weiterzukaufen. Inzwischen rücken auch deutsche Unternehmen zunehmend ins Blickfeld ausländischer Private Equity Fonds, wodurch auch die öffentliche Diskussion – die sogenannte „Heuschrecken-Debatte“ – ausgelöst wurde. In diesem Zusammenhang verfolgt die Arbeit von Herrn Dr. Tcherveniachki das Ziel, ein gutes Verständnis der Systematik und der Technik einer LBO-Transaktion zu vermitteln und damit ein ausgewogenes Urteil über die Rolle der ausländischen Finanzinvestoren im Kontext der eben erwähnten öffentlichen Diskussion zu ermöglichen. Besonders hervorzuheben ist die beispielhafte Aufarbeitung der Problematik, womit es dem Verfasser gelingt, eine exzellente Verbindung zwischen Theorie und Praxis herzustellen.

Das erste einleitende Hauptkapitel und das zweite Hauptkapitel mit begrifflichen Grundlagen sowie die abschließenden Bemerkungen im sechsten Hauptkapitel bilden den Rahmen für die drei Hauptkapitel zu den betriebswirtschaftlichen Aspekten der LBOs (Hauptkapitel 3), den gesellschaftsrechtlichen Aspekten der LBOs (Hauptkapitel 4) sowie den steuerrechtlichen Aspekten der LBOs von Kapitalgesellschaften (Hauptkapitel 5).

Angesichts des zweckentsprechenden und in sich absolut geschlossenen Aufbaus und der originellen, von großer Innovationskraft getragenen und in jeder Hinsicht schlüssigen Vorgehensweise kann dem Verfasser bescheinigt werden, dass er seinen eigenen Ansprüchen in vollem Umfang gerecht geworden ist. Die umfassende betriebswirtschaftliche, gesellschaftsrechtliche und steuerrechtliche Denkwelt rund um die Leveraged Buyouts sind in einer Weise erarbeitet worden, die es ermöglicht hat, Funktionsweise und optimale Gestaltungsansätze darzulegen. In diesem Zusammenhang sind die zahlreichen Abbildungen und die drei Beispiele aus der jüngeren LBO-Praxis besonders positiv zu erwähnen. Gerade dadurch schafft es Herr Dr. Vassil Tcherveniachki, auf der Grundlage einer jederzeit gegebenen theoriebasierten Analyse Lösungsansätze in stringenter Form abzuleiten und damit eine entsprechende Praxisumsetzung zu fundieren.

Die Arbeit von Herrn Dr. Tcherveniachki, die der Rechts- und Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Universität des Saarlandes als Dissertation vorgelegt und mit hervorragendem Ergebnis angenommen wurde, widmet sich einem hochaktuellen Gebiet im Zentrum der gesellschaftspolitischen Diskussion und zeichnet sich durch eine in jeder Hinsicht gelungene betriebswirtschaftliche Analyse aus. Insgesamt ist die Dissertation von höchster Innovationskraft, von einer steten Theoriefundierung und von dem immer erfolgenden Versuch, Transfers in die tatsächlichen Sachverhalte der Wirtschaftswelt vorzunehmen, gekennzeichnet. Die Ausführungen sind von Detailtreue und Exaktheit, sein Forschungsansatz von großer Eigenständigkeit und höchster wissenschaftlicher Originalität geprägt. Der Leser wird in einer verständlichen und insgesamt „runden“ Weise durch die Welt der LBOs geführt. Die Arbeit hat eine weite Verbreitung in Theorie und Praxis verdient.

Saarbrücken, im Juli 2007

Univ.-Prof. Dr. Heinz Kußmaul

Vorwort

Die vorliegende Arbeit entstand während meiner Tätigkeit als Wissenschaftlicher Mitarbeiter am Betriebswirtschaftlichen Institut für Steuerlehre und Entrepreneurship, Lehrstuhl für Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, insb. Betriebswirtschaftliche Steuerlehre, Institut für Existenzgründung/Mittelstand, an der Universität des Saarlandes in Saarbrücken. Sie wurde im Sommersemester 2007 von der Rechts- und Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Universität des Saarlandes als Dissertation angenommen.

Mein ganz herzlicher Dank gebührt meinem verehrten akademischen Lehrer und Erstgutachter, Herrn Univ.-Professor Dr. Heinz Kußmaul, für die mir gewährte großzügige Unterstützung während meiner Tätigkeit als Wissenschaftlicher Mitarbeiter sowie für die Betreuung und Umsetzung meines Promotionsvorhabens. Aus unserer erfolgreichen Zusammenarbeit im Rahmen der von Herrn Professor Kußmaul initiierten und in der Öffentlichkeit viel beachteten Publikation zum Leveraged Buyout am Beispiel der Friedrich Grohe AG in „Der Betrieb (DB)“ 2005 entstand auch mein Interesse am Untersuchungsgegenstand der vorliegenden Arbeit.

Herrn Univ.-Professor Dr. Hartmut Bieg danke ich für die engagierte Übernahme des Zweitgutachtens. Bei Herrn Univ.-Professor Dr. Karlheinz Küting bedanke ich mich für die Bereitschaft zur Übernahme des Vorsitzes des Disputationsausschusses. Auch Herrn Dr. Claas Christian Germelmann danke ich für die Komplettierung des Disputationsgremiums.

Zielsetzung der vorliegenden Arbeit ist es, ein praxisorientiertes Gesamtbild der Besonderheiten eines Leveraged Buyouts zu vermitteln. Dementsprechend basiert ein Großteil der in dieser Arbeit aufgeführten Beispiele auf veröffentlichten Unternehmensinformationen. In diesem Zusammenhang sind insb. die Geschäftsberichte von MTU Aero Engines, Ruhrgas Industries (inzwischen umfirmiert in die Elster Group) und Viterra, der Börsenprospekt von MTU Aero Engines, die Mitteilungen und die Angaben der Finanzinvestoren Kravis Kohlberg Roberts (KKR), CVC Capital Partners und Terra Firma sowie die umfangreichen Statistiken und empirischen Untersuchungen des Bundesverbands Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK) und der European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA) besonders positiv hervorzuheben. Dadurch wurden eine praxisorientierte Plausibilisierung und Fortentwicklung der theoretischen Grundlagen eines Leveraged Buyouts und damit ein besseres Verständnis der Technik eines fremdfinanzierten Unternehmenskaufs ermöglicht. Zugleich kann aber das Vorliegen von mir unbekanntem Details nicht ausgeschlossen werden, weshalb ich keine Haftung für die Genauigkeit und Vollständigkeit der aufgeführten unternehmensbezogenen Angaben übernehmen kann.

Des Weiteren darf ich mich ganz besonders bei meinen Kollegen am Lehrstuhl für Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, insb. Betriebswirtschaftliche Steuerlehre, für die stets angenehme und freundschaftliche Atmosphäre am Lehrstuhl bedanken.

Ein ganz besonderer Dank gilt außerdem Herrn Priv.-Doz. Dr. Lutz Richter, Herrn Dr. Wolfgang Wegener, Herrn StB Dipl.-Kfm. Armin Pfirmann, Herrn StB Dr. René Schäfer, Herrn Dr. Frank Wohlgemuth, Herrn Dr. Torsten Blasius sowie Herrn Dipl.-Kfm. (FH) B.A. (Hons.) Andreas Wissing, auf deren unerschöpfliches Fachwissen und ständige Diskussionsbereitschaft ich bei der Lösung mancher inhaltlicher Praxisprobleme zurückgreifen konnte. Frau Ines Berwanger und Herrn Dipl.-Kfm. Christoph Ruiner danke ich für ihre erhebliche Hilfe beim Korrekturlesen.

Bedanken möchte ich mich auch bei meinen Freunden, die mir während der Fertigstellung dieser Arbeit stets aufmunternd zur Seite standen und jederzeit großes Verständnis für meine in Abhängigkeit vom Fortschritt meiner „Diss.“ variierende Stimmung hatten. Erwähnen möchte ich auch meinen Lieblingsverein Manchester United, der ziemlich zeitgleich mit dem Abschluss meines Promotionsverfahrens auch „den Titel“ holte und damit – entgegen meinen ursprünglichen Befürchtungen – zeigte, dass der Leveraged Buyout – in Kombination mit einem exzellenten Management – auch im Fußball ein erfolgreiches Konzept sein kann.

Schließlich gebührt ein ganz herzlicher Dank meinen Eltern, die mich während meiner gesamten Ausbildungs- und Promotionsphase liebevoll und aufopfernd unterstützt haben. Dabei mussten sie aufgrund meines Studiums und anschließender Promotion die letzten sieben Jahre größtenteils auf mich verzichten. Dennoch gab mir meine Mutter, der diese Trennung besonders schwer fiel, in den langen Telefonaten stets die Motivation und die Kraft, nicht nur die akademischen, sondern auch die privaten Herausforderungen, die ein „internationaler Standortwechsel“ mit sich bringt, zu begegnen. Ihr sei diese Arbeit in Liebe und Dankbarkeit gewidmet.

Saarbrücken, im Juli 2007

Vassil Tcherveniachki

Inhaltsverzeichnis

Geleitwort	V
Vorwort.....	VII
Inhaltsverzeichnis.....	IX
Abbildungsverzeichnis	XVII
Tabellenverzeichnis.....	XIX
Abkürzungs- und Symbolverzeichnis	XXI
1 Einleitung.....	1
1.1 Problemstellung und Zielsetzung	1
1.2 Aufbau der Arbeit	7
1.3 Abgrenzung des Untersuchungsgegenstands	9
2 Begriffliche Grundlagen	15
2.1 Private Equity Fonds.....	15
2.1.1 Vorbemerkungen.....	15
2.1.2 Private Equity-Begriff	16
2.1.3 Struktur der Private Equity-Branche	20
2.1.3.1 Investoren	20
2.1.3.2 Dachfonds (Funds of Funds)	22
2.1.3.3 Organisatorische Charakteristika der Private Equity Fonds	23
2.1.3.3.1 Formen	23
2.1.3.3.2 Struktur	26
2.1.3.3.3 Erfolgsbemessung.....	28
2.1.3.4 Private Equity-Investitionen.....	33
2.1.3.5 Berater.....	35
2.1.4 Abgrenzung zu den Hedge-Fonds	36
2.1.4.1 Vorbemerkungen	36
2.1.4.2 Begriff und Geschäftsfelder der Hedge-Fonds.....	37
2.1.4.3 Organisatorische Charakteristika der Hedge-Fonds	41
2.1.4.4 Bedeutung der Hedge-Fonds für LBOs	43
2.2 Unternehmenskauf.....	45
2.2.1 Vorbemerkungen.....	45
2.2.2 Durchführungswege des Unternehmenskaufs	46
2.2.2.1 Asset Deal	46
2.2.2.2 Share Deal	47
2.2.3 Unternehmenskauf mit Beteiligung von Private Equity Fonds	48

2.2.3.1	LBO.....	48
2.2.3.2	MBO/MBI.....	51
2.2.4	Ablauf eines LBO	53
3	Betriebswirtschaftliche Aspekte der LBOs von Kapitalgesellschaften.....	57
3.1	Quellen des LBO-Erfolgs.....	57
3.1.1	Vorbemerkungen.....	57
3.1.2	Leverage Effekt.....	57
3.1.2.1	Begriff	57
3.1.2.2	Wertsteigerung über Entschuldung (Deleverage Effekt)	59
3.1.3	Shareholder Value	60
3.1.3.1	Begriff	60
3.1.3.2	Optimierung der Kapitalstruktur	62
3.1.3.2.1	Traditioneller Ansatz	62
3.1.3.2.2	Modigliani/Miller-Thesen.....	63
3.1.3.2.3	Steuereffekt	68
3.1.3.3	Optimierung der Vermögensverwendung	70
3.1.4	Steigerung der Marktwertmultiplikatoren	73
3.1.5	Zwischenergebnis.....	74
3.2	Auswahl der Zielgesellschaft	78
3.2.1	Vorbemerkungen.....	78
3.2.2	Due Diligence	80
3.2.2.1	Begriff und Arten.....	80
3.2.2.2	Umfang der Informationserteilung	81
3.2.3	Financial Due Diligence	86
3.2.3.1	Bilanzanalytische Aufbereitung	86
3.2.3.2	Kapitalstruktur.....	91
3.2.3.2.1	Gesamtkapital.....	91
3.2.3.2.2	Eigenkapital.....	93
3.2.3.2.3	Fremdkapital	95
3.2.3.3	Vermögensstruktur.....	97
3.2.3.3.1	Gesamtvermögen.....	97
3.2.3.3.2	Anlagevermögen.....	99
3.2.3.3.3	Umlaufvermögen.....	100
3.2.3.4	Cashflow	103
3.2.3.4.1	Begriff und Zielsetzung	103
3.2.3.4.2	Ermittlung	104

3.2.3.4.3	Cashflowanalyse.....	108
3.2.3.4.3.1	Operativer Cashflow.....	108
3.2.3.4.3.2	Free Cashflow	111
3.2.3.4.3.3	Investitionskraft	116
3.2.3.4.3.4	Schuldentilgungskraft.....	118
3.2.3.5	Rentabilität	122
3.2.3.5.1	Begriff und Zielsetzung	122
3.2.3.5.2	Kapitalbasierte Rentabilitäten	123
3.2.3.5.3	Umsatzbasierte Rentabilitäten.....	128
3.2.3.5.4	Vermögensbasierte Rentabilitäten.....	129
3.2.4	Zwischenergebnis.....	129
3.3	Ermittlung des Kaufpreises	134
3.3.1	Vorbemerkungen.....	134
3.3.2	Kapitalwertorientierte Verfahren	138
3.3.2.1	Allgemeine Charakteristika des Ertragswertverfahrens.....	138
3.3.2.2	Allgemeine Charakteristika der DCF-Verfahren.....	139
3.3.2.2.1	Überblick.....	139
3.3.2.2.2	WACC-Ansatz.....	141
3.3.2.2.3	APV-/TCF-/Nettoansatz	146
3.3.2.3	Bestimmung der Diskontierungsbasis.....	149
3.3.2.3.1	Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse....	149
3.3.2.3.2	Besonderheiten bei dem Ertragswertverfahren	152
3.3.2.3.3	Besonderheiten bei den DCF-Verfahren.....	155
3.3.2.4	Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes	156
3.3.2.4.1	Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte.....	156
3.3.2.4.1.1	CAPM.....	156
3.3.2.4.1.2	Tax-CAPM.....	161
3.3.2.4.2	Ermittlung aus Finanzinvestorsicht	164
3.3.2.5	Gesondert bewertbares Vermögen.....	165
3.3.3	Marktwertorientierte Verfahren	167
3.3.3.1	Bedeutung und Anwendungsgebiete	167
3.3.3.2	Comparative Company Approach	168
3.3.3.3	Marktwertmultiplikatoren	171
3.3.4	Akquisitionsspezifische Zuschläge und Abschläge	172
3.3.5	Zwischenergebnis.....	173

4	Gesellschaftsrechtliche Aspekte der LBOs von Kapitalgesellschaften.....	175
4.1	Gründung und Erwerb der Anteile an einer Kapitalgesellschaft.....	175
4.1.1	Vorbemerkungen.....	175
4.1.2	Gründung.....	177
4.1.2.1	Gründungsmöglichkeiten.....	177
4.1.2.2	GmbH-Gründungsvorschriften.....	179
4.1.2.3	AG-Gründungsvorschriften.....	181
4.1.3	Anteilswerb.....	182
4.1.3.1	Qualifikation als Unternehmenskauf.....	182
4.1.3.2	Gesellschaftsrechtliche Zustimmungserfordernisse.....	185
4.1.3.3	Haftungs- und Gewährleistungsrecht.....	186
4.1.3.4	Besonderheiten beim Erwerb einer börsennotierten AG.....	191
4.1.4	Zwischenergebnis.....	196
4.2	Strukturierung der Kaufpreisfinanzierung.....	197
4.2.1	Vorbemerkungen.....	197
4.2.2	Abgrenzung der LBO-Finanzierungsformen.....	199
4.2.2.1	Überblick.....	199
4.2.2.2	Ausgestaltung der Rangverhältnisse.....	200
4.2.3	Eigenkapitalfinanzierung.....	204
4.2.4	Vorrangiges Fremdkapital (Senior Debt).....	208
4.2.4.1	Strukturierung der Fremdkapitalfinanzierung.....	208
4.2.4.2	Traditionelle Formen der LBO-Fremdkapitalfinanzierung.....	209
4.2.4.3	Innovative Formen der LBO-Fremdkapitalfinanzierung.....	212
4.2.5	Mezzanine-Kapital (Junior Debt).....	215
4.2.6	Zwischenergebnis.....	218
4.3	LBO-Finanzierungsmodelle.....	221
4.3.1	Vorbemerkungen.....	221
4.3.2	Modell der Finanzierung durch Eigenkapitalreduktion.....	223
4.3.2.1	Allgemeine Charakteristika.....	223
4.3.2.2	GmbH-Zielgesellschaft.....	223
4.3.2.2.1	Auszahlungsverbot.....	223
4.3.2.2.2	Erwerb eigener Anteile.....	228
4.3.2.3	AG-Zielgesellschaft.....	229
4.3.2.3.1	Einlagenrückgewährverbot.....	229
4.3.2.3.2	Erwerb eigener Aktien.....	233

4.3.3	Sicherheitenmodell.....	237
4.3.3.1	Allgemeine Charakteristika.....	237
4.3.3.2	Zivilrechtlicher Schutz des Zielunternehmens.....	240
4.3.3.3	Gesellschaftsrechtlicher Schutz des Zielunternehmens.....	241
4.3.3.3.1	GmbH-Zielgesellschaft.....	241
4.3.3.3.1.1	Vereinbarkeit mit dem Auszahlungsverbot.....	241
4.3.3.3.1.2	Haftung bei Verstößen gegen das Auszahlungsverbot.....	248
4.3.3.3.1.3	Existenzvernichtender Eingriff.....	252
4.3.3.3.1.4	Vertragliche Verwertungsbeschränkungen.....	260
4.3.3.3.2	AG-Zielgesellschaft.....	261
4.3.3.3.2.1	Vereinbarkeit mit dem Einlagenrückgewährverbot.....	261
4.3.3.3.2.2	Haftung bei Verstößen gegen das Einlagenrückgewährverbot.....	262
4.3.3.3.2.3	Umgehungsgeschäfte.....	263
4.3.3.4	Konzernrechtliche Besonderheiten.....	264
4.3.3.4.1	Begriffliche Grundlagen.....	264
4.3.3.4.2	GmbH-Zielgesellschaft.....	265
4.3.3.4.2.1	Faktischer Konzern.....	265
4.3.3.4.2.2	Vertragskonzern.....	266
4.3.3.4.3	AG-Zielgesellschaft.....	268
4.3.3.4.3.1	Faktischer Konzern.....	268
4.3.3.4.3.2	Vertragskonzern.....	270
4.3.4	Darlehensmodell.....	272
4.3.4.1	Allgemeine Charakteristika.....	272
4.3.4.2	GmbH-Zielgesellschaft.....	272
4.3.4.3	AG-Zielgesellschaft.....	275
4.3.5	Verschmelzungsmodell.....	276
4.3.5.1	Allgemeine Charakteristika.....	276
4.3.5.2	Ablauf der Verschmelzung.....	278
4.3.5.3	Upstream Merger.....	280
4.3.5.3.1	Bilanzierung bei der übertragenden Zielgesellschaft.....	280

4.3.5.3.2	Bilanzierung bei der übernehmenden Erwerbsholding	281
4.3.5.3.2.1	Wahlrecht nach § 24 UmwG	281
4.3.5.3.2.2	Bewertung mit den Anschaffungskosten	282
4.3.5.3.2.3	Buchwertfortführung	291
4.3.5.4	Downstream Merger	294
4.3.6	Leveraged Re-Capitalization	298
4.3.6.1	Allgemeine Charakteristika	298
4.3.6.2	Vereinbarkeit mit den Kapitalerhaltungsgrundsätzen	305
4.3.7	Zwischenergebnis	307
5	Steuerliche Aspekte der LBOs von Kapitalgesellschaften	313
5.1	Besteuerung einer dreistufigen LBO-Beteiligungsstruktur	313
5.1.1	Vorbemerkungen	313
5.1.2	Besteuerung der Zielgesellschaft	314
5.1.2.1	Laufende Gewinnbesteuerung	314
5.1.2.2	Verlustverrechnung	316
5.1.3	Besteuerung der Erwerbsholding	318
5.1.3.1	Besteuerung des Anteilserwerbs	318
5.1.3.2	Besteuerung der laufenden Beteiligungserträge	320
5.1.3.3	Besteuerung der Veräußerungsgewinne	326
5.1.3.4	Verlustverrechnung	327
5.1.4	Besteuerung der EU-Holding	332
5.1.4.1	Besteuerung der laufenden Beteiligungserträge	332
5.1.4.2	Besteuerung der Veräußerungsgewinne	332
5.1.4.3	Verlustverrechnung	333
5.1.5	Zwischenergebnis	335
5.2	Besteuerung einer zweistufigen LBO-Beteiligungsstruktur (Verschmelzung)	336
5.2.1	Vorbemerkungen	336
5.2.2	Upstream Merger	337
5.2.2.1	Besteuerung der übertragenden Zielgesellschaft	337
5.2.2.2	Besteuerung der übernehmenden Erwerbsholding	340
5.2.2.3	Besteuerung der Gesellschafter der übertragenden Zielgesellschaft	347
5.2.3	Downstream Merger	351
5.2.4	Zwischenergebnis	355

5.3	Gesellschafter-Fremdfinanzierung	357
5.3.1	Vorbemerkungen.....	357
5.3.2	Regelungsinhalte des § 8a KStG.....	359
5.3.3	Darlehensgewährung durch die EU-Holding.....	362
5.3.3.1	Anwendung von § 8a KStG.....	362
5.3.3.2	Rechtsfolgen	364
5.3.4	Darlehensgewährungen durch rückgriffsberechtigte Dritte	365
5.3.5	Zwischenergebnis.....	368
6	Abschließende Bemerkungen.....	371
	Anhang	373
	Literaturverzeichnis.....	389
	Stichwortverzeichnis	469