

P+P

P+P Pöllath + Partners konzentriert sich auf nur zwei Arbeitsgebiete (nicht „Rechtsgebiete“), in denen wir den „Stand der Technik“ (Best Practice) kennen. Dies sind Transaktionen (Private Equity, M & A, Venture Capital, Immobilien) und Asset Management. Von Venture Capital-Finanzierungen bis zu Buy-outs mit einem Volumen von mehreren Milliarden Euro arbeiten wir in Teams von zwei bis 20 Anwälten an den Standorten München, Berlin und Frankfurt am Main.

Philipp von Braunschweig und Christoph Philipp sind Rechtsanwälte im Münchner Büro von P+P. Philipp von Braunschweig ist Partner und spezialisiert auf M & A- und Private Equity-Transaktionen. Christoph Philipp koordiniert (neben seiner Anwaltstätigkeit im Bereich Nachfolgetransaktionen) das Anwalts-Recruiting für alle drei Standorte der Sozietät.



Mehr als nur Due Diligence

Associate-Alltag in der Private Equity-Beratung

von Philipp von Braunschweig und Christoph Philipp, München

Ansprechpartner:

Christoph Philipp
T 089 / 24 240 222
christoph.philipp@pplaw.com

Philipp von Braunschweig
T 089 / 24 240 420
philipp.braunschweig@pplaw.com

Iris Schmidt-Ickes (Bewerbungen)
Kardinal-Faulhaber-Straße 10
80333 München
T 089 / 24 240 122
iris.schmidt-ickes@pplaw.com

Private Equity ist außerbörsliches (private) Eigenkapital (equity). Private Equity wird von institutionellen Anlegern (Banken, Versicherungsunternehmen, angelsächsische Pensionskassen), Stiftungen (z.B. *Endowment Funds* privater US-Universitäten) und Privatanlegern zur Verfügung gestellt.

Private Equity-Anleger investieren in aller Regel über Private Equity-Fonds. Die einzelnen Fonds unterscheiden sich zunächst durch die Art der Zielinvestments. **Buy out-Funds** beteiligen sich an etablierten Unternehmen, während **Venture Capital-Funds** überwiegend in junge Wachstumsunternehmen, insbesondere in Hochtechnologiebranchen investieren.

Die Mehrzahl der in Deutschland aktiven Fonds stammt aus dem angelsächsischen Bereich und operiert entweder aus Londoner Büros oder mit Hilfe assoziierter Beratungsbüros im Inland. Daneben gibt es eine beachtliche Anzahl inländischer Fonds, vor allem im Venture Capital-, *Small Cap*- und *Mid Cap*-Bereich. Allen Private Equity- und Venture Capital-Fonds gemeinsam

ist die Strategie, sich an den Zielunternehmen nur auf begrenzte Zeit (meist zwischen drei und sieben Jahren) zu beteiligen und danach über einen Gesamtverkauf des Unternehmens (*Trade Sale*) oder einen Börsengang (IPO) den Ausstieg (*Exit*) zu suchen.

In der öffentlichen Diskussion wird der Begriff „Private Equity“ häufig mit so genannten *Hedge Funds* in Verbindung gebracht, die zum Teil auf den Ankauf notleidender Kredite und deren anschließende Umwandlung in Eigenkapital spezialisiert sind oder die als aggressive Minderheitsaktionäre börsennotierter Aktiengesellschaften in Erscheinung treten. Hedge Funds sind allerdings, schon weil sie meist in börsennotierte („*public*“ im Gegensatz zu „*private*“) Gesellschaften investieren, von Private Equity-Fonds streng zu unterscheiden.

Die Private Equity-Branche zeichnete sich in den letzten Jahren auch in Deutschland durch hohes Wachstum aus. So ist die Beteiligungsindustrie als Ganzes (einschließlich ihrer Portfoliounternehmen) heute der größte Arbeitgeber in Deutschland. Zum Jah-

resende 2006 waren deutsche Private Equity-Gesellschaften mit insgesamt 23,1 Milliarden Euro an mehr als 5.900 Unternehmen beteiligt (vgl. www.bvk-ev.de). Die damit verbundene hohe Anzahl von Unternehmenskäufen wird auch in Zukunft auf einem ähnlich hohen Niveau zu erwarten sein. Dies hat auch einen stark ansteigenden Beratungsbedarf zur Folge.

Private Equity als Arbeitsgebiet für Anwälte

Anwaltliche Private Equity-Beratung heißt zum einen Beratung bei der Fondsstrukturierung (Recht und Steuern, angefangen von aufsichtsrechtlichen Fragen, über die steuerliche Gestaltung bis zur Ausarbeitung der Gesellschafts- und sonstigen Verträge) und zum anderen Transaktionsberatung (Unternehmenskäufe und -verkäufe einschließlich Steuerstruktur, Finanzierung und Managementbeteiligung sowie Venture Capital-Beteiligungsverträge). Private Equity-Praxisgruppen der meisten Großkanzleien sind im Grunde M & A-Abteilungen, die schwerpunktmäßig für Private Equity-Mandanten arbeiten und im Rahmen eines Full Service-Konzepts aus Spezialisten für die unterschiedlich-

1 PRIVATE EQUITY

P+P Pöllath+Partners

sten Rechtsgebiete bestehen. Andere Kanzleien, wie P+P Pöllath + Partners, verstehen sich eher als Dienstleister für den typischen rechtlichen und steuerlichen Beratungsbedarf von Private Equity-Fonds und verbinden Fondsstrukturierung mit Transaktionsgeschäft. Auch wenn Fondsstrukturierung einerseits und Transaktionsberatung andererseits von unterschiedlichen Teams abgedeckt werden, legen solche Private Equity-„Boutiquen“ großen Wert auf die Integration von Recht und Steuern und auf ein umfassendes Verständnis der Fondsstruktur-Hintergründe auch bei den Transaktionsanwälten.

Gerade dem Berufsanfänger stellt sich Private Equity und Unternehmenskauf als interessantes Tätigkeitsfeld dar. Private Equity-Beratung steht für anspruchsvolle Mandanten, spannende Transaktionen, oftmals mit internationalem Zusammenhang. Den sicherlich hohen Arbeitsbelastungen stehen sehr gute Verdienstmöglichkeiten gegenüber.

Vorkenntnisse werden bei Berufsanfängern aufgrund des hohen Spezialisierungsgrades nicht erwartet. Neben den üblichen Anforderungen wie Prädikats-examina, Teamfähigkeit und Belastbarkeit sind vertiefte Kenntnisse im Gesellschafts- und Steuerrecht erforderlich. Mehr als anderswo ist sicheres Englisch (am besten durch ein Studium im Ausland) unerlässlich. Dies liegt daran, dass nahezu sämtliche Korrespondenz und Vertragsdokumentation in englischer Sprache erfolgt, sogar in Transaktionen, bei denen kein direkt Beteiligter aus dem englischsprachigen Raum stammt. Als sehr gute Vorbereitung auf den Berufseinstieg, aber auch als Ausbildung während der ersten Berufsjahre, haben sich speziell auf Unternehmenskauf spezialisierte Fortbildungen etabliert (vgl. M & A-Postgraduiertenstudiengang Münster, www.jurgrad.de).

Private Equity-Beratung aus Associate-Sicht

Der Bedarf an hochqualifizierten Associates für Private Equity-Transaktions-

beratung ist immens. Auch aus Bewerberpersicht scheint die Aussicht auf „Wheeling-Dealing“ im Milliarden Euro-Bereich verlockend. Anders als gleichaltrigen Kollegen, die Klageschriften, Steurgutachten oder Ähnliches verfassen, winkt dem Transaktionsanwalt (scheinbar) die „große weite Welt“ samt Senator-Karte der Lufthansa. Vieles an der Faszination des M & A-Geschäftes ist berechtigt: Viele Jahre laufenden Geschäfts (und laufender Anwaltsberatung) erscheinen beim Eigentümerwechsel wie im Brennglas; Verhandlungsgeschick und gute Verträge, die dem Mandanten im laufenden Geschäft hunderttausend Euro bringen mögen, haben in der Sondersituation der Trans-

STICHWORTE

Buy out-Funds

Venture Capital-Funds

Due Diligence

Middle-of-the-Road-Approach

Managementbeteiligungsverträge

aktion schnell die zehnfache Wertauswirkung. Kein Wunder also, dass Mandanten in Transaktionssituationen eher bereit sind, für hochwertige Rechtsberatung hohe Honorare zu zahlen. Hohe Honorare bedeuten nicht nur attraktive Einkommen für die Anwälte, sondern auch fachliche Befriedigung. Denn Spitzenqualität ist letztlich nur möglich, wo sie auch bezahlt wird (und im Transaktionsgeschäft wird sie bezahlt).

Gegenüber solch hochfliegenden Gedanken sieht der Associate-Alltag in den ersten Berufsjahren dann jedoch oft ernüchternd aus: **Due Diligence** („gebotene Sorgfalt“, also die sorgfältige Unternehmensprüfung vor dem Erwerb) ist das Stichwort, das von Arbeitgebern im Bewerbungsgespräch gern vermieden wird, tatsächlich aber den Associate-Alltag oft dominiert. In der Tat ist der gestiegene Manpower-Bedarf von Wirtschaftskanzleien in den letzten Jahren zu einem erheblichen Teil dadurch zu erklären, dass in großen Bie-

terverfahren (sog. Auktionen) in immer kürzerer Zeit immer umfangreichere und professionellere Due Diligence-Prüfungen durchzuführen waren. So mancher Associate-Traum von „Wheeling-Dealing“ und Financial Times-Schlagzeilen endet zunächst zwischen den Leitz-Ordern dunkler, enger Datenräume. Dass sich M & A-Associates häufig wie die (allerdings hoch bezahlten) Galeerensklaven des einundzwanzigsten Jahrhunderts vorkommen, scheint sich herumgesprochen zu haben. Jedenfalls vergeht kaum noch ein Vorstellungsgespräch, in dem nicht die kritische Bewerber-Nachfrage nach dem „Verheizen“ von Associates in Due Diligence-Prüfungen gestellt wird.

Eine typische Private Equity-Transaktion aus Associate-Sicht

Wie sieht nun also tatsächlich eine typische Mid Cap Private Equity-Transaktion aus Sicht zum Beispiel des Anwalts A im zweiten oder dritten Berufsjahr aus?

Woche 1: Der Leiter des Münchner Beratungsbüros des United Capital-Fonds, den die Kanzlei bereits bei der Fondsstrukturierung und bei mehreren früheren Deals beraten hat, meldet sich bei Partnerin P und teilt mit, man wolle sich die zum Verkauf stehende ABC Spielwaren-GmbH einmal ansehen. Es handele sich um einen *Secondary Buyout* (d.h. der Verkäufer ist seinerseits ein Finanzinvestor, der das Unternehmen vor Jahren von der Gründerfamilie erworben hatte) im hohen zweistelligen oder knappen dreistelligen Millionen-Bereich. Der M & A-Berater wolle in einer Auktion zehn oder mehr Private Equity-Fonds ansprechen, deshalb bitte man schon so frühzeitig um eine Interessenskollisionsprüfung, damit die Kanzlei nicht schon anderen Bietern zusage. Erst einmal müsse man sich das Informationsmemorandum genauer ansehen – die Due Diligence beginne erst in etwa drei Wochen. Anwalt A erfährt all dies beiläufig von der Partnerin beim täglichen gemeinsamen Mittagessen; noch ist ja nichts Konkre-

P+P Pöllath+Partners

tes zu tun (außer der Durchsicht einer Vertraulichkeitsvereinbarung, von der die Partnerin auf den ersten Blick erkennt, dass sie dem Marktstandard entspricht).

Woche 2: Der Fondsmanager ruft die Partnerin an und teilt mit, man sei auf Grundlage des vorläufigen Angebots zur Due Diligence und zur Abgabe eines so genannten verbindlichen Angebots eingeladen worden. Das solle nun alles sehr schnell gehen. Der Datenraum stehe schon nächste Woche zur Verfügung, wahrscheinlich im Düsseldorfer Büro der M & A-Beratung. Da die Partnerin kommende Woche in einer anderen Transaktion stark eingebunden sein wird, bittet sie Associate A, schon einmal die Verfügbarkeit der benötigten Kollegen zu prüfen. Da der Datenraum nur drei Tage offen sei, werde man schon vier bis fünf Anwälte mit unterschiedlichen Schwerpunkten (Gesellschaftsrecht, Lieferverträge, Anstellungsverträge, gewerbliche Schutzrechte etc.) benötigen. Zusätzlich ruft die M & A-Partnerin P einen Steuerpartner an, um Gleiches für die Tax Due Diligence zu tun. A lässt sich von der M & A-Beratung den Datenraumindex zukommen, um den Umfang und die benötigte Manpower abzuschätzen und bindet das Sekretariat für die Reisebuchungen ein. Es mag Spannenderes geben als drei Tage Düsseldorf, aber immerhin diesmal kein elektronischer Datenraum! Zunehmend gehen ja M & A-Berater dazu über, die Unterlagen in einen virtuellen Datenraum einzustellen. Das erleichtert die Kontrolle über den Prozess, da man jederzeit einsehen und nachweisen kann, wer welche Unterlagen gesichtet hat (ein nicht unwesentlicher Punkt für die weitere Vertragsdiskussion über Haftungsausschlüsse!). Für Anwälte sind elektronische Datenräume mehr Fluch als Segen, denn die Durchsicht am Bildschirm ist viel anstrengender und zeitaufwendiger als die Trennung von „Dick und Dünn“ bei Durchsicht kopierter Leitzordner. Weniger Vielflieger-Meilen und damit mehr Zeit im Büro als im ersten Berufs-

jahr haben aber nicht nur Nachteile (findet zumindest A's Freundin).

Woche 3: Das Due Diligence-Team trifft sich am Montagmorgen um 6.15 Uhr am Flughafen für die Frühmaschine nach Düsseldorf. Die Lufthansa-Semmel in der Business Class hilft über den Schlafmangel hinweg. Im Regusbüro warten 40 Leitzordner und lauwarmes Filterkaffee. Die vier Associates, zwei erfahrener und zwei Berufsanfänger, teilen sich die zu sichtenden Ordner nach fachlichen Schwerpunkten auf. Zum Glück betrifft über die Hälfte der Ordner das laufende Zahlenwerk; drei Kollegen einer „Big-Four“-Wirtschaftsprüfungsgesellschaft sitzen im gleichen Raum und sehen sich dies an. Die Bilanzen sieht sich aber auch das *Legal Team* an, um einen besseren Eindruck von den Gesellschaften zu erhalten. Die Unterlagen zur tschechischen Tochtergesellschaft sind doch umfangreicher als gedacht; Associate A ruft die Partnerin dazu an, die sich ihrerseits mit dem Mandanten bespricht und eine befreundete Kanzlei aus Prag bittet, einen tschechischen Kollegen nach Düsseldorf zu schicken. Bis Mittwochabend muss die Durchsicht bereits abgeschlossen sein. Früher dauerten Due Diligence-Prüfungen meist mehrere Wochen (dafür gab es dann drei gleichzeitig). Bieterverfahren sind in letzter Zeit deutlich kürzer geworden – für Anwälte bedeutet dies: mehr Mitarbeiter gleichzeitig im Datenraum, manchmal auch mehr Nacht- und Wochenendarbeit und kürzere „Vorwarnzeiten“. Die Partnerin erscheint Dienstagvormittag für drei Stunden im Datenraum, um anschließend gemeinsam mit dem Mandanten und den beiden älteren Associates eine Managementpräsentation anzuhören. So gewinnt sie einen Überblick; die Due Diligence und der Bericht selbst liegen aber im Wesentlichen in der Hand erfahrenerer Associates. Mittwochabend Rückflug des Teams mit vielen vollen Diktatbändern und im Datenraum angefertigten Tabellen zu den wesentlichen Verträgen.

Bis alles sortiert ist und einige aufgetretene Rechtsfragen geklärt sind, ist es Freitagmittag. Danach Team-Besprechung mit der Partnerin, da der Mandant schon Freitagabend ein erstes Feedback hören möchte („nur die Dealbreaker, denn wir müssen ja die Kosten begrenzen, solange wir nicht wissen, ob wir zum Zug kommen“, hatte der Mandant, wie üblich, gesagt – die Langversion des Berichts könne zunächst noch warten).

Woche 4: Die Partnerin hat unterdessen den Kaufvertragsentwurf der Verkäuferseite erhalten. Associate A soll den *Mark-up* (also die markierten Änderungswünsche) vorbereiten und besorgt sich aus der Mustersammlung und aus den letzten Transaktionen käuferfreundliche Vertragsmuster zum Vergleich. „**Middle-of-the-Road Approach**“ hatte der Mandant gewünscht, also alle für den Käufer wichtigen Änderungen einbauen, ohne zu „aggressiv“ zu werden – man möchte ja schließlich den Deal bekommen. Es zeigt sich, wie viel es wert ist, den rechtlichen Zustand des Unternehmens aus der Due Diligence genau zu kennen. Zu wesentlichen Punkten braucht der Mandant zusätzliche Gewährleistungen des Verkäufers, die der Vertragsentwurf nicht vorgesehen hatte. Für einzelne Klauseln (Steuerklausel, Gewährleistungen zu Software etc.) werden spezialisierte Kollegen im Haus gefragt, aber den wirtschaftlichen Kern des Vertrages (vor allem Kaufpreisanpassungsklauseln und Bilanzklauseln) bearbeitet der Associate selbstständig. Grundkenntnisse des Bilanz- und Steuerrechtes und der Unternehmensbewertung sind nicht erst für Partner, sondern schon für erfahrenerer Associates selbstverständlich – der Grundsatz „*judex non calculat*“ gilt für M & A-Associates heute noch weniger als vor zehn Jahren. Trotzdem hat die Partnerin am Dienstagabend noch einige Anmerkungen zum Mark-up. Der Mandant braucht den Entwurf Mittwoch früh, also wieder kein Kinoabend für Associate A.

1 PRIVATE EQUITY

P+P Pöllath+Partners

Woche 5: Der Verkäufer hat sich entschieden, mit United Capital in Endverhandlungen zu treten. Schon in acht Tagen soll *Signing* sein. Damit tun sich neben dem Kaufvertrag zwei weitere juristische Fronten auf: Zum einen muss eine Bankfinanzierung mit Kredit- und Sicherheitenverträgen ausgehandelt werden und zum anderen muss die Erwerbsstruktur (einschließlich der Managementbeteiligung) aufgesetzt werden. Gut, dass der Associate mit dem Kaufvertrag in allen Einzelheiten vertraut ist. So nimmt die Partnerin zwar an den Verhandlungen mit teil, aber die Entwürfe überarbeitet der Associate weitgehend selbstständig und stimmt sich auch unmittelbar mit den Kollegen der Gegenseite über Einzelfragen ab – während die Partnerin mit einem weiteren Associate zur Verhandlung der Finanzierungsverträge nach Frankfurt am Main fliegt. Ein dritter Mitarbeiter bereitet derweil die Erwerbsstruktur mit der Erwerb-GmbH (*NewCo*) vor. Zum Kauf der Vorrats-GmbH durch United Capital gibt es Standardverträge, in die nur Daten eingefügt werden müssen. Die Gesellschaftervereinbarung zwischen dem Fonds und dem Management hat es aber in sich. Denn die Beteiligung des Managements an der Erwerb-GmbH zu vorteilhaften Konditionen will nicht nur rechtlich sondern auch steuerlich optimiert sein. Die wesentlichen steuerlichen Aspekte (vor allem die Vermeidung unerwünschter Lohnsteuerfolgen) von Managementbeteiligungen gehören mittlerweile zum Basiswissen erfahrenerer Private Equity-Anwälte; mehrere Anwälte in der Kanzlei spezialisieren sich ganz auf Manage-

mentbeteiligungen und kennen die Betriebsprüfungspraxis der Finanzbehörden im Detail aus eigener Erfahrung. **Managementbeteiligungsverträge** sind in den letzten Jahren immer umfangreicher und immer professioneller geworden; schon bei „nur zweistelligen“ Transaktionen tritt das Management häufig mit eigenen Beratern auf. Lange Tage also mit Verhandlungen, „Umdrehen“ von Entwürfen der Gegenseite und spätabendlichen Besprechungen oder Telefonaten, in denen sich die Partnerin und die Associates gegenseitig auf den neuesten Stand bringen. Gleichzeitig wird schon einmal die Kartellanmeldung vorbereitet. Hierzu wird ein externer Spezialist hinzugezogen, den Associate A mit allen Informationen zum Kaufvertrag versorgt und den er mit den zuständigen Mitarbeitern des Mandanten in Kontakt bringt, um die für die Anmeldung benötigten Umsatzzahlen zu besorgen. Auch der Input der tschechischen Kollegen zum Kaufvertrag will koordiniert sein.

Woche 6: Endlich liefert die Verkäuferseite am Montag die noch fehlenden Anlagen, insbesondere mit Offenlegungen und Haftungsausschlüssen zum Gewährleistungskatalog. Dies muss mit den Ergebnissen der Due Diligence abgeglichen werden, um zu verhindern, dass in letzter Sekunde neue, unbekannte Tatsachen in den Vertrag aufgenommen werden. Eine Unmenge an Material ist da zu sichten und abzugleichen, vor allem durch die *First Year Associates* im Team. Rückfragen sind von diesen mit dem Mandanten und mit den Verkäuferanwälten zu bespre-

chen, während die Partnerin mit Associate A in der Abschlussverhandlung zum Kaufvertrag sitzt. Mittwochmorgen um 3.00 Uhr ist schließlich alles „durchverhandelt“; nach letzten Korrekturen und Austausch fehlerhafter Anlagen durch die Associates beider Parteien steht am Donnerstag der Beurkundungstermin an – aus Kostengründen in Basel. „Es wird nur noch vorgelesen“, lautete die klare Ansage, so dass sowohl die Mandanten als auch die Partner auf beiden Seiten in ihren Büros bleiben beziehungsweise andere Termine wahrnehmen und die Associates beider Seiten alleine nach Basel fliegen. Beim Vorlesen der Urkunde fällt dem Notar noch eine Unstimmigkeit auf, die aber schnell geklärt ist; der letzte Rückflug aus Basel wird noch erreicht, während die Mandanten schon die Pressemitteilung herausgeben. Hinter den Anwälten liegen intensive, spannende Wochen mit kurzen Nächten. Die nächsten Tage werden für A ruhiger, auch wenn Stapel unerledigter Dinge aus anderen Mandaten auf dem Schreibtisch warten. In zwei bis drei Wochen wird die Freigabe durch das Bundeskartellamt erwartet. 14 Tage danach folgt das *Closing*, also der Vollzug der Transaktion. Bis dahin muss noch ein gutes Dutzend Auszahlungsvoraussetzungen aus dem Kaufvertrag und dem Kreditvertrag abgearbeitet werden – und die nächste Transaktion wartet bereits.

Fazit

Der dargestellte Ablauf einer typischen Private Equity-Transaktion zeigt, dass Datenraum und Due Diligence zwar ein wichtiger Teil, aber keineswegs dominierend im Transaktionsgeschäft sind, auch nicht aus Associate-Sicht. Das gilt allerdings nur dann, wenn die Kanzleien ihre Associates gezielt und frühzeitig in die Dokumentation und Vertragsverhandlungen mit einbinden. Umso wichtiger ist es, schon als Bewerber – durch Praktika oder in anderer Weise – möglichst viel über die Kultur der verschiedenen Kanzleien zu erfahren.

