



iStock.com/Riuma72

Rechtliche Gestaltung von Buy & Build-Transaktionen

25.09.2026
Roman Ettl-Steger, LL.M.

71. DACH-Tagung London – Finance meets Law: Private Equity und M&A

Gliederung

1. **Buy & Build und Roll-up – Grundlagen**
2. **Die Plattform als Fundament**
3. **Add-on-Transaktionen effizient umsetzen**
4. **Fokus: Rückbeteiligung**
5. **Praxisbeispiele – Structure Charts**



1. Buy & Build und Roll-up – Grundlagen



Begriff und Funktionsweise

- **Roll-up i.e.S.:** Erwerb vieler vergleichbarer Marktteilnehmer in kurzer Abfolge
- Fragmentierte Märkte; Plattform häufig reine Holdingstruktur
- **Buy-and-Build i.e.S.:** Erwerb eines Kernunternehmens (Nukleus) als Plattform + Add-ons
- Gemeinsam: systematischer Aufbau einer Unternehmensgruppe durch koordinierte Hinzukäufe
- Regelmäßig exit-orientiert, Haltedauern ca. 3 – 7 Jahre
- Daneben: Evergreen Structures / Cashflow-Compounder mit Exit-Optionen
- **Zentrale Weichenstellung:** Grad der operativen und organisatorischen Integration

Wirtschaftliche Logik und Zielbranchen

Wirtschaftliche Logik:

- Beschleunigtes anorganisches Wachstum
- Operative Synergien (Produkte, Prozesse, Einkauf, IT, HR, Recht)
- Gezielte Marktkonsolidierung und Marktanteilsgewinne
- Bewertungseffekte auf Gruppenebene (Multiple Arbitrage)

Typische Zielbranchen:

- Fragmentierte Märkte mit kleinen/mittelgroßen Marktteilnehmern
- IT-/Software-Dienstleistungen, Healthcare, Handwerk, regulierte Freiberuflerstrukturen

Marktumfeld 2025/2026

- Roll-up-Strategien auch im VC-/Start-up-Bereich („VC Roll-up Craze“)
- Investoren wie General Catalyst, 8VC erwerben reife, personalintensive Service-Unternehmen
- **Zielbranchen:** Customer Services, Legal Services, Accounting, IT Services
- **Ziel:** Leistungserbringung plattformweit mit KI transformieren („AI-native Plattform“)
- Grenzen zwischen VC und PE verschwimmen zunehmend
- Klassische Roll-up-Logik wird durch Technologie-Transformation erweitert

Erfolgsfaktoren aus anwaltlicher Sicht

1. Klare Plattformstruktur: regulatorisch, steuerlich und operativ funktionsfähig vor dem ersten Add-on

- Holdingstruktur, Finanzierungslogik, Governance, Rückbeteiligungen, Incentive-Programme

2. Skalierbare Akquisitionsdokumentation: standardisierte Term Sheets, SPA/APA, Grundlagendokumente

- Modular mit optionalen Anlagen; Erwerber stellt die Dokumentation und benennt den Notar

3. Konsequente Umsetzung: pragmatischer DD-Scope, klare Roadmaps, Zeitpläne

- Nicht verhandelbare Strukturen vs. über Branchenstandards liegender EBITDA-Multiple

4. Fine-Tuning: erstmals nach dem 3. Add-on, danach planmäßig wiederholt



2. Die Plattform als Fundament



Anforderungen an eine skalierbare Plattformstruktur

- Plattform = rechtlicher, wirtschaftlicher und organisatorischer Dreh- und Angelpunkt
- Bewusster Ausgangspunkt, nicht Folge der ersten Transaktion
- Zukäufe unterschiedlicher Art ohne strukturelle Brüche ermöglichen
- Finanzierungsbedarf und Einzeldeal-Voraussetzungen antizipieren
- Rückbeteiligungs- und Incentivierungsmöglichkeiten vorsehen
- Governance-Prozesse effizient bündeln
- Exit effizient und steuerlich attraktiv ermöglichen
- Je sauberer und vorausschauender aufgesetzt → höhere Skalierbarkeit, geringere Reibungsverluste

Grundmodelle im Vergleich

	Holding-zentriert	Integriert	Hybrid (Praxis-Standard)
Merkmale	Hoher Autonomiegrad; Add-ons rechtlich selbstständig; operative Eingriffe selektiv über Shared Services	Begrenzte Autonomie; zügige Zusammenlegung (z.B. Verschmelzung); operatives Plattformunternehmen	Zunächst rechtlich selbstständig; schrittweise Integration ausgewählter Funktionen
Vorteile	Hohe Akquisitionsgeschwindigkeit; Verkäuferbereitschaft; geringere Integrationshürden	Schlankere Struktur; schnellere Synergien; klare Führungs- und Entscheidungsstrukturen	Flexibilität: Geschwindigkeit bei Akquisition + gezielte operative Integration
Herausforderungen	Abgrenzung Autonomie vs. Gruppeninteresse; begrenzte Durchgriffmöglichkeiten; erhöhter Governance-Bedarf	Höhere Integrationskomplexität; Vorbehalte von MA, Management und Verkäufern	Abgrenzung der Integrationsstufen; Konsistenz bei wachsender Gruppengröße

Governance-Architektur

- Klare Kompetenzverteilung: Investor – Holding-/Plattformmanagement – Add-on-GF
- Definierte Freigabeprozesse und Zustimmungsvorbehalte (Akquisitionen, Investitionen, Managementwechsel)
- Einheitliche Berichtssysteme und KPIs

Umsetzung über:

- Gruppenweit standardisierte Gesellschaftsverträge/Satzungen
- Geschäftsordnungen und ggf. Gesellschaftervereinbarungen
- „Was bei drei Add-ons praktikabel ist, kann bei zehn dysfunktional werden“

Gruppenmechanik / Intra-Group Agreements

- **Rahmendienstleistungsvertrag:** zentrale Shared Services (Recht, HR, IT, Buchhaltung)
- **Konzerndatenschutzvereinbarung:** gruppenweiter Datenschutzrahmen
- **Cash-Pooling-Vertrag:** zentrale Liquiditätssteuerung
- **Ggf. Ergebnisabführungsverträge:** steuerliche Organschaft
- Standardisierung und Modularität der Intra-Group Agreements für schnelle Einbindung neuer Add-ons
- Frühzeitige Festlegung der Gruppenmechanik vor dem ersten Add-on



3. Add-on-Transaktionen effizient umsetzen



Add-ons als Serienprozess

- Bestandteile eines Serienprozesses – nicht aneinandergereihte Einzeltransaktionen
- Strukturelle Vorabentscheidungen: Dokumentation, Kaufpreismechaniken, Verhandlungsführung
- **Leitfrage:** Funktioniert das Modell bei der 10. Transaktion genauso belastbar?
- Jede Entscheidung auf Wiederholbarkeit bewerten
- Pragmatische Ausnahmen können später zur strukturellen Belastung werden
- **Prozesskette:** Planning Ahead → Target Identification → DD → Negotiation → Integration → Exit

LoI / Term Sheet als Steuerungsinstrument

Funktion: Akquisetool, Vertrauensanker, Strukturierungsdokument und Taktgeber

- Standardisiert, klar und für mittelständische Verkäufer ohne M&A-Erfahrung verständlich

Inhalte:

- Bewertung und Kaufpreisstruktur (Cash-Anteil, Rückbeteiligung, Vendor Loan)
- Wesentliche Governance-Annahmen
- Zeitplan bis Closing

Botschaft: „Eckpunkte gemeinsam vereinbart – der Rest folgt dem Gruppenstandard“

Struktur des Erwerbsvorgangs – Share Deal vs. Asset Deal

	Share Deal (Regelfall)	Asset Deal (Ausnahme)
Anwendung	Vollerwerb aller Anteile; Standard bei Buy & Build	Wesentliche Haftungsrisiken; regulatorische Zwänge
Vorteil	Einfache Übertragung; Verträge bleiben bestehen; schnellerer Prozess	Cherry Picking; Haftungsabschirmung; Step-up möglich
Nachteil	Übernahme aller Verbindlichkeiten und Risiken	Einzelrechtsübertragung; Zustimmung Dritter; Betriebsratübergang
Praxishinweis	Entscheidung bewusst, früh und konsequent treffen – Strukturwechsel nach begonnener DD erzeugt Mehraufwand und verbraucht Verhandlungskapital. Ggf. Vorstrukturierung auf Verkäuferseite erforderlich (MVZ, regulierte Freiberufler).	

Due Diligence mit Augenmaß

- **Leitfrage:** Was ist wirtschaftlich und haftungsrechtlich relevant genug?
- Risikobewusster Ansatz mit klarem Scope effizienter als vollständige Inventarisierung
- Umfangreiche DD-Berichte sinnvoll für: Investment Committees, Drittfinanzierungen, atypische Risikoprofile
- Konzeptionelle Trennung von DD und PMI:
- DD = Risikobewertungsinstrument vor Signing
- PMI = operativer Anschlussschritt (Datenschutz, Richtlinien, IT-Prozesse nach Closing)
- **Effizienzgewinn:** Verzahnung von Datenraum und Garantiestruktur

Dokumentation als Skalierungshebel

- Käufer stellt die Dokumentation – Effizienz-, keine Machtfrage
- Modular, standardisiert, auf Wiederholung angelegt:
- Muster-SPAs und -APAs, standardisierte Gesellschaftsverträge, Dienstvertragsmuster
- **Prinzip 1 – Variablen an wenigen Stellen:** Kaufpreis, Parteien, Stichtage einmal definieren
- **Prinzip 2 – Automatisierungsfähigkeit:** strukturierte Datenmasken bei hoher Transaktionszahl
- **Simplicity is king:** für Rückbeteiligung, Kaufpreisberechnung, Wettbewerbsverbote, Boni

Verkäuferpsychologie als harter Effizienzfaktor

- Verkäufer sind oft keine M&A-Profis, sondern Unternehmer, die ihr Lebenswerk verkaufen
- Häufig ohne spezialisierte M&A-Beratung
- Fragen sind weniger rechtlicher als menschlicher Natur
- Käufer und Berater übernehmen aktive Vermittlungsrolle:
- Strukturen müssen erklärt, nicht nur übermittelt werden
- Rückbeteiligungskonzepte ohne juristische Vorkenntnisse nachvollziehbar formulieren
- Leitfäden oder FAQ-Dokumente entlasten die Verhandlung
- „Psychologie ist harter Effizienzfaktor“

Standard und Ausnahme

- Standardisierung ist nicht Starrheit
- Abweichungen unproblematisch, wenn bewusste Entscheidung (nicht fehlende Prozessdisziplin)
- **Frühzeitige Unterscheidung:** verhandelbar vs. nicht verhandelbar
- Nicht verhandelbar: Gruppenstruktur, Governance-Grundmodell, Haftungsmechanik, Kaufpreislogik
- Verhandelbar: Earn-out-Parameter, Wettbewerbsverbotsdauer, Rückbeteiligungsquote, Übergangszeiträume
- **Fine-Tuning:** Muster nach wenigen Add-ons erkennbar
- Matrix zu typischen Verhandlungspunkten, Standardpositionen und definierten Spielräumen
- Mit zunehmender Transaktionshistorie: optionale Module und Bandbreitenregelungen



4. Fokus: Rückbeteiligung



Rückbeteiligung – Funktion und Interessenlage

- Nicht nur Kaufpreisfinanzierung, sondern langfristige Incentivierung und Bindung
- Verkäufer von Tag 1 auf Gruppenerfolg und Exit-Value incentiviert
- Prägt das Rollenverständnis nach Closing

Anforderungen:

- Steuerlich effizienter Einstieg (oft Rollover) und Exit
- Strukturell sauber eingebettet und skalierbar
- Governance-seitig klar abgegrenzt – im Wesentlichen wirtschaftliche Teilhabe
- Verständlich abgefasst und kommuniziert

Rückbeteiligung – Ausgestaltung und Strukturebenen

Instrumente:

- Direkte Beteiligung an der Holding/TopCo
- Pool- oder Beteiligungs-KG als Poolingvehikel
- Rollover: Einbringung bestehender Anteile
- Vendor Loan mit Eigenkapitalcharakter
- Virtuelle Instrumente (nachrangig, Ausnahme)
- Beteiligung auf unterschiedlichen Ebenen, ggf. mit unterschiedlichen Instrumenten möglich
- Komplexe Mehrfachstrukturen sollten die Ausnahme sein

Rückbeteiligung – Praxishinweise

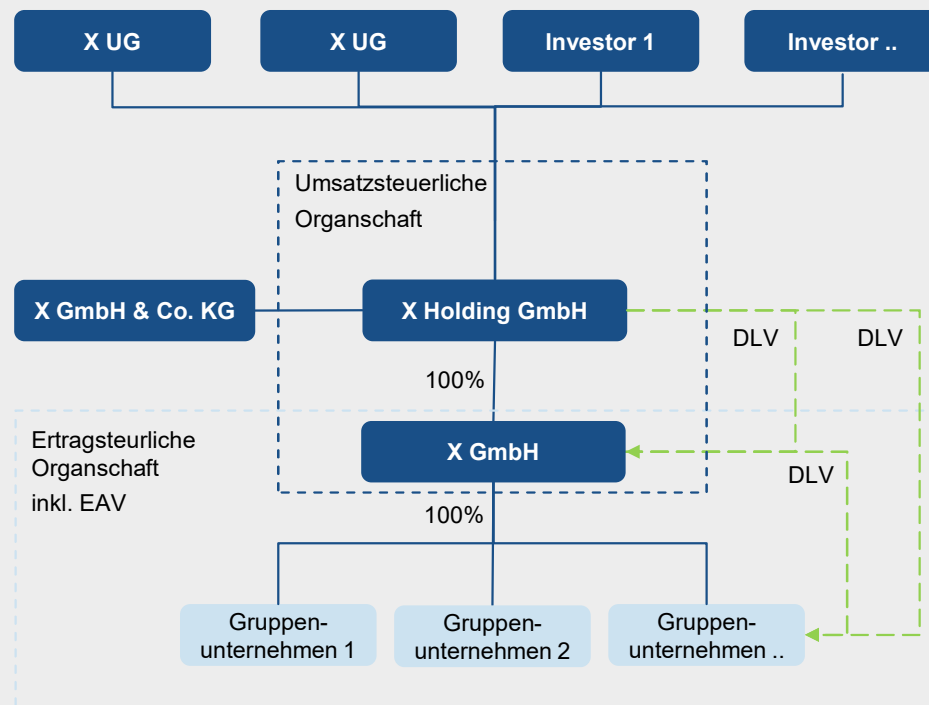
- **Timing:** Rückbeteiligung gibt häufig die Timeline vor
- Kapitalerhöhungen auf Holding-Ebene nur zu wenigen Zeitpunkten/Jahr (Fair Market Value)
- Wer zu früherer, niedrigerer Bewertung einsteigen will → Transaktion bis Stichtag abschließen
- **Governance-Abgrenzung:** klare Trennung wirtschaftliche Teilhabe vs. Mitbestimmung
- **Leaver-/Vesting-Regelungen:** frühzeitig definieren und verständlich kommunizieren
- **Simplicity is king:** Überlange Kompendien verlangsamen Verhandlungen
- Steuerliche Interessen der Verkäufer neben Kaufpreisstruktur zentrales Verhandlungselement



5. Praxisbeispiele – Structure Charts



Structure Chart I



Ansprechpartner



Roman Ettl-Steger, LL.M.

Salaried Partner

Prinzregentenstr. 48

80538 München

Tel.: +49 89 540 31 - 159

Fax: +49 89 540 31 - 559

Email: r.ettl-steger@heuking.de



■ HEUKING

**Danke für die
Aufmerksamkeit**