

Managementbeteiligungen im Rahmen eines Buy-outs

Managementbeteiligungen sind Standard bei von Finanzinvestoren durchgeführten MBO-/LBO-Transaktionen. Ziel von Finanzinvestoren ist die Interessenhomogenisierung mit dem Management. Aus Angestellten sollen Unternehmer werden. VON **DR. BENEDIKT HOHAUS** UND **DR. BARBARA KOCH-SCHULTE**

HOHAUS UND **DR. BARBARA KOCH-SCHULTE**

Im Rahmen eines Primary-Buy-outs investieren Topline-Manager ein bis zwei Jahresbruttogehälter, 2nd-Line-Manager weniger. Im Rahmen eines Secondary-Buy-outs sind die Investmentsummen höher. Die Erwartungshaltung vieler Finanzinvestoren ist eine Reinvestitionsquote von 50% nach Steuern.

Chancen und Risiken einer Managementbeteiligung

Managementbeteiligungen können sehr attraktiv sein, bringen aber auch ein Totalverlustrisiko mit sich. Im Rahmen einer Primary-Transaktion geht man (als Daumenregel) davon aus, dass das Management sein investiertes Kapital verzehnfachen kann (Money Multiple). Im Verhältnis zum Finanzinvestor kann das Management mehr Erlösen, trägt aber auch ein dementsprechend erhöhtes Risiko. Als Standardregel gilt, dass das Management drei bis vier Mal mehr Erlösen kann als der Finanzinvestor (Envy Ratio).

Hierzu wird das Eigenkapital der Gesellschaft, in die u.a. das Management investiert (AcquiCo), in Stamm- und Vorzugskapital unterteilt. Zusätzlich oder anstelle von Vorzugskapital wird die AcquiCo durch Gesellschafterdarlehen finanziert. Vorzugskapital und Gesellschafterdarlehen sind nicht an den stillen Reserven der AcquiCo beteiligt, sondern werden nur nominal zuzüglich einer Vorzugsdividende bzw. einem Zins in Höhe von 6–12% zurückgezahlt. Darüber hinaus sind beide Finanzinstrumente mit einer Liquidationspräferenz ausgestattet. Im Rahmen eines Exits werden, nach Rückführung der Bankschulden und Begleichung der Transaktionskosten, zunächst die Gesellschafterdarlehen zuzüglich aufgelaufener Verzinsung zurückgezahlt, dann das Vorzugskapital zuzüglich der

aufgelaufenen Vorzugsdividende bedient, und dann erst der Restbetrag im Verhältnis der Beteiligung am Stammkapital verteilt. Das Management investiert entweder gar nicht oder unterproportional in die Gesellschafterdarlehen bzw. das Vorzugskapital. Sofern die erwirtschafteten Exiterlöse nicht ausreichen, um diese vorrangigen Finanzinstrumente einschließlich Zinsen bzw. Vorzugsdividende vollständig zu bedienen, kann das Management sein investiertes Kapital vollständig verlieren, während der Finanzinvestor sein Investment noch mit einem Gewinn veräußern kann. Im anderen Fall kann das Management überproportional an der Wertsteigerung des Stammkapitals partizipieren. Die überproportionale Wertchance ist somit das Spiegelbild des höheren Verlustrisikos.

Bündelung des Managements durch Managementvehikel

Insbesondere in großen Buy-outs investiert das Management regelmäßig nicht direkt in die AcquiCo, sondern wird gebündelt über eine deutsche GmbH & Co. KG oder, in internationalen Strukturen, über eine Luxemburger S.C.A., die einer deutschen Kommanditgesellschaft auf Aktien entspricht. Wegen der damit verbundenen Kosten wird in kleineren Buy-outs das Management auch über einen Treuhänder gebündelt. Der Hintergrund der Bündelung



ZU DEN PERSONEN

Dr. Benedikt Hohaus und **Dr. Barbara Koch-Schulte** sind Partner bei P+P Pöllath + Partners in München. Sie sind erfahrene Transaktionsanwälte (M&A, PE) und auf die rechtliche und steuerliche Beratung bei Managementbeteiligungen, Management Buy-out bzw. Management Buy-in spezialisiert und in unabhängigen Rankings als führende Experten auf diesem Gebiet gelistet.

www.pplaw.com



Managementbeteiligungen können sehr attraktiv sein, bringen aber auch ein Totalverlustrisiko mit sich.

delung durch ein Managementvehikel oder einen Treuhänder ist die Vereinfachung der Verwaltung der Beteiligung, insbesondere im Exit, und die Handhabung von Leaver-Fällen.

Co-Investmentvereinbarung: Rechte und Pflichten des Managements

Zum Erwerb der Beteiligung werden normalerweise eine Co-Investmentvereinbarung und der Gesellschaftsvertrag des Managementvehikels bzw. ein Treuhandvertrag abgeschlossen, je nachdem in welcher Form das Management gebündelt wird. Die Co-Investmentvereinbarung regelt den Erwerb der Beteiligung durch die Manager, den Exit, den Leaver Scheme und Sonstiges wie zum Beispiel den Verwässerungsschutz.

Für den Fall eines Exits lassen sich Finanzinvestoren zusichern, dass sie den Exit in Form eines Verkaufs von Gesellschaftsanteilen (Share Deal) oder Vermögenswerten der AcquiCo (Asset Sale) an einen Dritten oder einem Börsengang (IPO) frei bestimmen können und dass das Management Mitwirkungspflichten unterliegt. Darüber hinaus können die Finanzinvestoren vom Management verlangen, dass sie bei einem Verkauf ihre Anteile pro rata zu gleichen Bedingungen und Konditionen mitverkaufen (Drag-Along). Korrespondierend dazu hat das Management ein Mitverkaufsrecht und kann somit von den Finanzinvestoren verlangen, dass diese die Anteile des Managements zu gleichen Bedingungen und Konditionen mitverkaufen (Tag-Along).

Zum Schutz des Managements vor ökonomischer Verwässerung wird häufig, neben dem Bezugsrecht des Managements, vereinbart, dass die

Kapitalmaßnahmen nur zum Verkehrswert und nur im selben Split von Stammkapital und Vorzugskapital bzw. Gesellschaftsdarlehen wie in der Ausgangsfinanzierung der AcquiCo durchgeführt werden dürfen.

Ankaufsrechte der Investoren bei Ausscheiden des Managers (Leaver Scheme)

In der Regel haben die Finanzinvestoren Ankaufsrechte auf die Beteiligung der Manager, wenn bestimmte Fälle (Leaver Events) eintreten, wie zum Beispiel die Beendigung des Anstellungsverhältnisses oder Organverhältnisses des Managers mit der Gruppe, Privatinsolvenz bzw. Zwangsvollstreckungsmaßnahmen in die Beteiligung oder materielle Vertragsverstöße des betroffenen Managers (sog. Leaver Scheme). In der Praxis wird dabei im Hinblick auf den Rückkaufspreis zwischen den Ausscheidensgründen (Good und Bad Leaver) unterschieden. Der Bad Leaver bekommt klassischerweise den niedrigeren Betrag seiner Anschaffungskosten und des aktuellen Verkehrswerts und der Good Leaver den Verkehrs-

wert. Am Markt sieht man vielfältige Spielarten des Leaver Scheme u.a. auch kombiniert mit einem drei- bis fünfjährigen Vesting, wonach der Manager als Good Leaver nur für gevestete Anteile den Good Leaver-Preis bekommt und für nicht gevestete Anteile lediglich den Bad-Leaver-Preis.

Steuerliche Behandlung von Managementbeteiligungen

Grundsätzlich sollten Managementbeteiligungen (niedriger besteuerte) Kapitaleinkünfte generieren. Steuerlich stehen Managementbeteiligungen aber zurzeit im Fokus der Finanzverwaltung. Zum einen wird argumentiert, dass aufgrund von Verfügungsbeschränkungen, Mitverkaufsverpflichtungen, Leaver Schemes, Stimmrechtsvollmachten etc. das wirtschaftliche Eigentum an der Beteiligung nicht beim Manager liegen soll. Zum anderen wird vertreten, befeuert durch eine Einzelfallentscheidung des Bundesfinanzhofs zu Genussrechten, dass bei Managementbeteiligungen, insbesondere wegen Good- und Bad-Leaver-Klauseln im Leaver Scheme, das Kapitalüberlassungsverhältnis durch das Arbeitsverhältnis überlagert würde und sogenannter Anreizlohn vorliege. Beide Argumentationen führen dazu, dass die Gewinne aus Managementbeteiligungen aus Sicht der Finanzverwaltung der vollen Lohnsteuerpflicht unterliegen sollen. Eine noch nicht rechtskräftige Entscheidung des Finanzgerichts Köln hat dies aber vollumfänglich abgelehnt und sieht lediglich in der verbilligten Überlassung der Beteiligung oder in einem über dem Marktwert liegenden Veräußerungspreis ein Indiz für eine Lohnsteuerpflicht. ■