

# Aktuelle Tendenzen bei Managementbeteiligungen im Rahmen von Private Equity-Transaktionen

Von Dr. Benedikt Hohaus / Dr. Barbara Koch-Schulte / Dr. Tim Kaufhold, P+P Pöllath + Partners, München

## Ausgangssituation

Im Rahmen von Buy-Out-Transaktionen spielt das Management des zu übernehmenden Unternehmens eine herausragende Rolle. Um einen Gleichlauf der Interessen von Management und Investor für die Investmentdauer des Private Equity-Investors zu erreichen, wird das Management regelmäßig incentiviert. Die Incentivierung wird typischerweise durch die Beteiligung des Managements an dem Akquisitionsvehikel des Private Equity-Investors hergestellt. Dies gilt auch heute noch trotz Einführung der Abgeltungsteuer zum 01.01.2009. Allerdings hat sich im Rahmen der Finanzkrise gezeigt, dass insbesondere bei Restrukturierungsfällen eine virtuelle Beteiligung Vorteile haben kann, zumal das steuerliche Delta zwischen Eigenkapitalbeteiligung und virtueller Beteiligung nach geltendem Steuerrecht nicht mehr so hoch ist wie in der Vergangenheit.

## Managementbeteiligungen im Rahmen von Sanierungsfällen

Die Finanzkrise hat gezeigt, dass entgegen der Auffassung mancher Finanzbehörden Managementbeteiligungen keine Einbahnstraßen sind. Nicht in jedem Fall stiegen die Beteiligungen im Wert, vielmehr haben viele Managementteams in erheblichem Maße echtes Geld verloren. Solche Verluste waren nicht immer die Folge einer Insolvenz des von einem Private Equity-Investor geführten Unternehmens. Praktisch wertlos wurden Managementbeteiligungen auch durch das Nachschießen weiterer Gelder des Private Equity-Investors, um eine Insolvenz abzuwenden, da in diesem Fall die Managementbeteiligung erheblich verwässert wird.

Um den negativen Konsequenzen solcher Vorgänge auf die Motivation der Managementteams entgegen zu wirken, haben viele Private Equity-Investoren die bestehenden Programme restrukturiert oder gleich neue Beteiligungsmodelle aufgesetzt. Dabei erwarb das Management in der Regel weitere Anteile am Akquisitionsvehikel zu dem aktuellen, erheblich niedrigeren Verkehrswert. Durch den niedrigen Einstiegspreis kann das Management bei einem einigermaßen erfolgreichen Exit immer noch interessante Wertsteigerungen erzielen. Wie bei jedem Neuerwerb von Managementbeteiligungen

durfte die neue Beteiligung keinesfalls unter dem Verkehrswert erworben werden. Denn die Differenz zwischen Erwerbspreis und Verkehrswert stellt einen voll (lohn-)steuerpflichtigen, geldwerten Vorteil dar. Insofern ist insbesondere dem Beteiligungsunternehmen zu empfehlen, die aktuelle Notlage der Gesellschaft durch ein Bewertungsgutachten eines unabhängigen Dritten (in der Regel eines Wirtschaftsprüfers) zu dokumentieren, um sich bei einem späteren, erfolgreichen Exit lästige Diskussionen mit der Finanzverwaltung über die richtige Einstiegsbewertung zu ersparen.

Andere Finanzinvestoren dagegen haben virtuelle Beteiligungsmodelle implementiert, aus denen der Manager bei einem Exit voll (lohn-)steuerpflichtige Boni bezieht. Dies vermeidet zum einen die Diskussion über die richtige Einstiegsbewertung, zum anderen sind Managementteams, die im Rahmen des alten Modells ihr eingesetztes Kapital komplett verloren haben, in der Regel nicht mehr bereit, weiteres neues Geld ins Risiko zu stellen.

## Managementbeteiligungen im Rahmen von Börsengängen

Ziel des Private Equity-Investors ist die Realisierung des Investments durch einen Exit. Standardformen des Exits sind der Trade Sale und der IPO (Initial Public Offering), aber aufgrund der verbesserten Rahmenbedingungen auf den Kreditmärkten auch die Rekapitalisierung. Der Börsengang erscheint vielen Private Equity-Investoren immer noch als Königsweg, da er mit (vermeintlich) mehr Renommee verbunden ist, als der in Verruf geratene Verkauf des Portfoliounternehmens von einem Private Equity-Investor an einen anderen Private Equity-Investor (Secondary Buy-Out). In dem schwierigen Weltwirtschaftsumfeld der letzten Jahre ist ein Börsengang allerdings immer wieder mit Ungewissheiten verbunden gewesen mit der Folge, dass der eine oder andere Börsengang in der letzten Minute abgesagt wurde.

Als Konsequenz vertrauen viele Private Equity-Investoren nicht allein dem Exitkanal Börse, sondern verfolgen ein sog. Dual Track-Verfahren, um bei Schwierigkeiten den Exit gegebenenfalls doch noch in Form eines Trade Sales erfolgreich durchführen zu

können. Dennoch sind mit Kabel Deutschland, Tom Tailor, Brenntag und Elster im Jahr 2010 wieder einige im Besitz von Private Equity-Investoren befindliche Unternehmen an die Börse gebracht worden.

Vom Management verlangt der Konsortialführer bei einem IPO üblicherweise, dass es im Rahmen des Börsengangs nur einen geringeren Teil seiner Beteiligung realisieren darf als der Finanzinvestor (Umplatzierungsrecht). Den Marktteilnehmern des Kapitalmarkts ist es nicht vermittelbar, warum sie die Aktien des zu notierenden Unternehmens kaufen sollen, wenn das Management aussteigt, hohe Gewinne realisiert und nicht weiter incentiviert ist. Die Umplatzierungsquoten schwanken dabei stark (teilweise bis zu einem Drittel der Managementbeteiligung) und sind von der jeweiligen konkreten Marktsituation abhängig. Darüber hinaus unterliegt das Management nach dem erfolgten Börsengang mit seiner Restbeteiligung einer Verfügungsbeschränkung (Lock-Up-Frist), die üblicherweise zwischen sechs und zwölf Monaten beträgt. In diesem Zeitraum darf das Management über seine Restbeteiligung nicht verfügen und steht damit weiterhin im Risiko. Auch hier ist inzwischen wieder häufiger festzustellen, dass die Private Equity-Investoren einer kürzeren Lock-Up-Frist unterliegen als das Management. Gründe dafür sind die Bedingungen des Kapitalmarkts, aber auch das Bestreben des Private Equity-Investors, das Management solange zu binden, wie er selbst investiert ist.

Viele Buy-Out-Strukturen werden aus steuerlichen Gründen als komplexe Holdingstrukturen im Ausland, vorwiegend in Luxemburg oder den Niederlanden, aufgesetzt. In diesen Fällen ist das Management regelmäßig gar nicht an der zukünftigen börsennotierten Gesellschaft, sondern an einer ausländischen Holdinggesellschaft beteiligt. Die Aufgabe der Berater ist es dann, die Beteiligung möglichst steuerschonend von der Holdinggesellschaft auf das börsennotierte Vehikel überzuleiten (Share-Swap), um dem Management Aktien zukommen zu lassen. Häufig werden zur Fortsetzung der Management-Incentivierung nach einem Börsengang sog. Matching Stock-Programme implementiert. Diese basieren auf einem Eigeninvestment des Vorstands in Aktien des

börsennotierten Unternehmens, das durch die Ausgabe von virtuellen Aktien, die Zeit- und Performance-Hürden unterliegen, „matched“. Für jede eingelegte Aktie bekommt der Vorstand weitere virtuelle Aktien, die dann, abhängig von der Erfüllung der Hürden, als Boni ausgezahlt werden. Basis des Eigeninvestments sind die aus der Managementbeteiligung erworbenen Aktien. Letztlich geht es darum, möglichst viel Liquidität beim Management abzuschöpfen, um eine weitgehende Incentivierung des Vorstandes gegenüber dem Kapitalmarkt darstellen zu können. Solche Matching Stock-Programme sind langfristige Vergütungskomponenten unter den Dienstverträgen der Vorstände des nun börsennotierten Unternehmens. Diese müssen unter Berücksichtigung der Regelungen des noch relativ neuen VorstAG angepasst werden.

### Neuere Ökonomische Tendenzen

Managementbeteiligungen zeichnen sich dadurch aus, dass das Management üblicherweise sog. Sweet Equity bekommt. Unter Sweet Equity versteht man die disproportionalen Zeichnung von Eigenkapital- bzw. Finanzierungsinstrumenten durch das Management gegenüber dem Private Equity-Investor. Der Begriff ist insofern missverständlich, als die disquotale Mittelverwendung, z.B. durch überproportionale Gewährung von Gesell-

schafterdarlehen seitens des Private Equity-Investors, nicht nur die Chancen, sondern auch die Risiken für das Management erheblich erhöht. Denn diese Finanzierungsinstrumente (Gesellschafterdarlehen, Preferred Equity Certificates, Vorzugskapital, Vorzugsrücklagen) sind wie Fremddarlehen vorrangig (einschließlich aufgelaufener Verzinsung bzw. Vorzugsdividende) vor der Bedienung des Stammkapitals zurückzuzahlen. Die Finanzkrise hat mehr als deutlich gezeigt, dass aus dem Sweet Equity schnell Sore Equity werden kann. Viele Manager haben aufgrund finanzieller Schieflagen der Portfoliogesellschaften ihr komplettes eingesetztes Kapital verloren.

Vor der Finanzkrise waren Debt to Equity-Ratios von 80% zu 20% durchaus üblich. Da während der Finanzkrise den Private Equity-Investoren zur Finanzierung ihrer Akquisitionen kaum Fremdfinanzierungsmöglichkeiten zur Verfügung standen, mussten sie Transaktionen mit einem wesentlich höheren Eigenkapitalanteil (Debt to Equity-Ratios von 50% zu 50%, teilweise sogar All-Equity-Deals) finanzieren. Der erhöhte Eigenkapitaleinsatz führte zu niedrigeren Renditen der Private Equity-Investoren, mit der Folge, dass sich auch die Renditen des Managements verringert haben. Das sog. Envy oder die sog. Fairness Ratio (Verhältnis der Rendite der Private Equity-Investoren zu der

Rendite des Managements) ist als Konsequenz unter das übliche Multiple von 3 gesunken.

### Ausblick

Die Einführung der Abgeltungssteuer und die damit verbundene Besteuerung von Managementbeteiligungen haben nicht dazu geführt, dass heute Managementbeteiligungen wesentlich anders strukturiert werden als vor ihrer Einführung. Dazu gelten die bestehenden Modelle trotz aller steuerlichen Unsicherheiten inzwischen schon als zu erprobt. Darüber lassen sich alternative Gestaltungen wie mezzanine Finanzierungsinstrumente wirtschaftlich kaum so attraktiv ausgestalten, wie die klassische Eigenkapitalbeteiligung, ohne von der Finanzverwaltung als voll steuerpflichtiger Bonus qualifiziert zu werden. Auch die Finanzkrise und die dadurch verursachten Totalausfälle haben nicht dazu geführt, dass Private Equity-Investoren von Managementbeteiligungen abrücken. Im Gegenteil: Erfolgreiche Börsengänge und erste Transaktionen des Jahres 2011 zeigen, dass Managementbeteiligungen immer noch ein wesentlicher Bestandteil von Private Equity-Transaktionen sind.

**Weitere Informationen im Kanzleiprofil am Ende des Handbuchs.**



Dr. Benedikt Hohaus



Dr. Barbara Koch-Schulte



Dr. Tim Kaufhold

### P+P Pöllath + Partners, München

**Dr. Benedikt Hohaus**, ist Partner bei P+P Pöllath + Partners München und als Rechtsanwalt und Fachanwalt für Steuerrecht tätig.

**Dr. Barbara Koch-Schulte**, ist Counsel bei P+P Pöllath + Partners München und als Rechtsanwältin und Steuerberaterin tätig.

**Dr. Tim Kaufhold**, Dipl.-Kfm. ist als Rechtsanwalt bei P+P Pöllath + Partners München tätig.

Insbesondere begleiten sie Finanzinvestoren und Managementteams im Rahmen von MBO/MBI und der Implementierung und steuerlichen Strukturierung von Managementbeteiligungsmodellen. Darüber hinaus beraten sie Familien- und börsennotierte Unternehmen bei der Einführung von Incentivierungsmodellen für Führungskräfte.