

# Betriebs Berater

BB

20|2020

Virtuelle HV ... Kurzarbeitergeld ... M&A ... Digitalisierung ... Recht ... Wirtschaft ... Steuern ... 11.5.2020 | 75. Jg.  
Seiten 1089–1152

## DIE ERSTE SEITE

**Prof. Franz Josef Düwell**, Vors. RiBAG a. D.

Schwere Geburt: Jetzt auch Digitalisierung der Betriebsratsarbeit

## WIRTSCHAFTSRECHT

**Prof. Dr. Tobias Tröger**, LL.M.

Virtuelle Hauptversammlung 2020 und Aktionärsinteressen | 1091

**Sara Vanetta**, RAin, und **Sophie-Charlotte Lemmer**, LL.M.

ZPO im Corona-Stresstest – Herausforderungen und Handlungsmöglichkeiten in einem verlangsamten Prozess- und Geschäftsbetrieb | 1098

## STEUERRECHT

**Prof. Dr. Lorenz J. Jarass**, M.S.

Mehr Einkommen bei Kurzarbeitergeld wegen Steuererstattung? | 1111

**Jürgen E. Milatz**, RA/FAStR/StB, und **Sascha Wiemann**

Privilegiert § 13b Abs. 4 Nr. 1 S. 2d) ErbStG nur Eigenbesitz? – Erfüllt die Beteiligung an Personengesellschaften, die Grundbesitz verwalten, die Voraussetzungen eines Wohnungsunternehmens? | 1114

## BILANZRECHT UND BETRIEBSWIRTSCHAFT

**Dr. Barbara Koch-Schulte**, RAin/StBin

Management in M&A-Transaktionen | 1131

## ARBEITSRECHT

**Prof. Dr. Dr. h.c. Manfred Löwisch**

Geltungserhaltende Reduktion tariflicher Höchstdauer sachgrundloser Befristungen | 1140

**Dr. Yannik Beden**, M.A., und **Sebastian Rombey**

Digitale Mitbestimmung – Die Krise als Schrittmacher des Fortschritts? | 1141

Dr. Barbara Koch-Schulte, RAin/StBin

# Management in M&A-Transaktionen\*

**Wenn ein Unternehmen verkauft wird, gestalten Verkäufer und Käufer den Verkaufsprozess. Wesentliche Bedeutung für das Gelingen eines Unternehmensverkaufs hat aber auch das Management der Zielgesellschaft, obwohl es nicht unmittelbar am Verhandlungstisch sitzt. Der nachfolgende Beitrag gibt einen Überblick, welche Pflichten dem Management in einer M&A-Transaktion zukommen und wie die Interessen des Managements von Käufer- und Verkäuferseite berücksichtigt und ggf. beeinflusst werden können.**

## I. Einleitung

Das Management der zum Verkauf stehenden Zielgesellschaft ist, formell gesehen, nicht Partei des Verkaufsprozesses. Parteien sind der verkaufende Gesellschafter und der Käufer. Das Management lediglich als Gegenstand der Transaktion zu betrachten, greift jedoch zu kurz. Dies gilt insbesondere bei einem Erwerb durch Finanzinvestoren, die zwar über Sachkenntnis, aber nicht über ein eigenes operatives Management verfügen, das sie ggf. „einwechseln“ könnten. Einem Finanzinvestor kann faktisch nichts Schlimmeres passieren als der Verlust des bestehenden Managements kurz nach dem Erwerb des Unternehmens. Für den Verkäufer ist das Management gerade in der Vorbereitung des Verkaufs – insbesondere im Due-Diligence-Prozess – unverzichtbar. Er ist gar nicht in der Lage, die vom Interessenten verlangten Informationen zur Verfügung zu stellen – es sei denn, er wäre selbst im Unternehmen tätig.

Auch wenn also das Management nicht Partei des M&A-Prozesses ist, so funktioniert ein Unternehmensverkauf ohne Mitwirkung des Managements nicht. Dies ist der Grund, um sich mit der Position des Managements der Zielgesellschaft im Folgenden näher zu befassen.

## II. Pflichten des Managements

Ein unmittelbares vertragliches Rechtsverhältnis hat das Management grundsätzlich nur zur Zielgesellschaft, wenn man von der Situation eines echten Gesellschafter-Geschäftsführers absieht. Dort ist es angestellt und ggf. als Geschäftsführer oder Vorstand bestellt – je nach Rechtsform der Gesellschaft. Um die Position des Managements umfassend beurteilen zu können, greift es aber zu kurz, wenn man sich nur auf die Rechtsbeziehung zwischen Management und Zielgesellschaft beschränkt. Denn aus dem Verkaufsprozess und den gesetzlichen Regelungen ergeben sich eigene Rechtsbeziehungen sowohl zum Verkäufer also auch zum Käufer, was insbesondere für die Beurteilung von Haftungsrisiken für das Management maßgeblich ist.

### 1. Pflichten des Managements gegenüber der Zielgesellschaft

Die Rechtsbeziehung eines Managers zu seiner Anstellungsgesellschaft bestimmt sich zunächst einmal aufgrund seines Dienst- bzw. Arbeitsvertrags zur Gesellschaft. Für den Vorstand oder die Geschäftsführer des Unternehmens ergeben sich darüber hinaus zusätzliche gesetz-

liche Pflichten aus der Organposition. Diesbezüglich bestehen wesentliche Unterschiede zwischen dem Vorstand einer Aktiengesellschaft und dem Geschäftsführer einer GmbH. Allerdings finden zahlreiche Regelungen des Aktienrechts auch analog auf den GmbH-Geschäftsführer Anwendung.<sup>1</sup> Unterschiede bestehen insbesondere in Bezug auf folgende Punkte, die im Rahmen einer M&A-Transaktion relevant werden können:

- Weisungsbindung des GmbH-Geschäftsführers (§ 37 Abs. 2 GmbHG),
- Verpflichtung des Vorstands auf das Unternehmensinteresse (business judgement rule, § 93 AktG),
- Angemessenheit der Vorstandsvergütung (§ 87 AktG),
- Reichweite von Auskunfts- und Informationspflichten,
- Deutscher Corporate Governance Kodex,
- Anwendungsbereich WpÜG/WpHG.

Besonders relevant sind im Verkaufsprozess die Pflichten der Geschäftsleitung, die den Bestand und die Geschäftschancen des Unternehmens gegenüber Dritten schützen, und Dritter ist zunächst einmal auch der Gesellschafter. Konkret angesprochen sind Geheimhaltungspflichten, die Pflicht zum Schutz der Geschäftschancen der Gesellschaft, das Wettbewerbsverbot sowie die allgemeine Treuepflicht.

### a) Geheimhaltungspflicht und Due Diligence

Die erste Einbindung des Managements in den Verkaufsprozess erfolgt mit der Vorbereitung und Durchführung einer Due-Diligence-Prüfung. An dieser Stelle tritt i.d.R. auch der erste Interessenkonflikt zwischen der Verpflichtung des Managements gegenüber der Gesellschaft und dem Interesse des Verkäufers an der Durchführung des Verkaufsprozesses zutage. Denn grundsätzlich dürfen geheimhaltungsbedürftige Informationen des Unternehmens nicht ohne Weiteres offengelegt werden (§ 85 GmbHG, § 404 AktG). Ein Bieter hat aber ein Interesse daran, das Unternehmen vorab möglichst umfassend prüfen zu können, was ihm der Verkäufer auch ermöglichen will.

Geheimhaltungsbedürftig sind alle Tatsachen, die nicht offenkundig sind und nach ausdrücklich mitgeteiltem oder kennbarem Willen der Gesellschaft auch nicht offengelegt werden sollen.<sup>2</sup> Das bedeutet, dass die Herausgabe solcher Informationen im Rahmen eines Due-Diligence-Prozesses eigentlich nicht zulässig ist. Darf also der Gesellschafter den Geschäftsführer oder Vorstand anweisen, geschäftsrelevante Informationen gegenüber Bietern offenzulegen?

Nach überwiegender Auffassung wird davon ausgegangen, dass die Verschwiegenheitsverpflichtung gegenüber der Zielgesellschaft die Offenlegung von Informationen im Rahmen des Due-Diligence-Pro-

\* Der Aufsatz basiert auf einem Vortrag, den die Verfasserin am 28.1.2020 auf der M&A-Konferenz im Düsseldorfer Industrie-Club gehalten hat.

<sup>1</sup> Vgl. dazu nur die Aufzählung bei *Beurskens*, in: *Baumbach/Hueck, GmbHG*, 22. Aufl. 2019, KonzernR, Rn. 15 m.w.N.

<sup>2</sup> BGH 5.6.1975 – II ZR 156/73, BGHZ 64, 325, 329, BB 1975, 894; dazu auch *Hohaus/Koch-Schulte*, in: *Birk (Hrsg.), FS P+P Pöllath+Partners*, 2008, S. 93, 99 f.

zesses nicht ausschließt oder behindert.<sup>3</sup> Denn jedenfalls der GmbH-Gesellschafter hat ein Auskunfts- und Einsichtsrecht (§ 51a GmbH-Gesetz).<sup>4</sup> Damit sich aber das Management keiner Haftung gegenüber der Gesellschaft aussetzt, bedarf es eines Gesellschafterbeschlusses.<sup>5</sup> Dies gilt jedenfalls insoweit, als der Gesellschaft durch die Offenlegung bestimmter Informationen ein Schaden entstehen kann.<sup>6</sup> Die erforderliche Mehrheit für einen solchen Beschluss und auch der Konkretisierungsbedarf sind dagegen umstritten.<sup>7</sup>

Das Management sollte daher im eigenen Interesse auf die Fassung eines entsprechenden Gesellschafterbeschlusses dringen, bevor es mit der Due Diligence beginnt. Die Durchführung der Due Diligence liegt dann als ausführende Maßnahme regelmäßig in der Hand der Geschäftsleitung. Allerdings gebietet die Treuepflicht gegenüber der Gesellschaft, dass Umfang und Art der offenzulegenden Informationen am Grundsatz der Verhältnismäßigkeit ausgerichtet werden und sich insbesondere am Fortgang des Kaufprozesses auszurichten haben.<sup>8</sup>

## b) Wettbewerbsverbot

Auch das Wettbewerbsverbot kann in der Transaktion eine Rolle spielen, wenn der Erwerber dem Management z.B. bereits im Erwerbsprozess die Geschäftsleitung der zukünftigen Erwerbengesellschaft anbietet. Da die Erwerbengesellschaft aber i. d. R. nur Holding-Aufgaben wahrnimmt, sollte sich daraus kein Konflikt mit dem Wettbewerbsverbot ergeben. Soll das Management dagegen operative Aufgaben übernehmen, z.B. wenn ein Strategie das Unternehmen kaufen will, ist solchen Angeboten mit Vorsicht zu begegnen.

## c) Nutzung von Geschäftschancen

Außerdem darf das Management die Nutzung von Geschäftschancen der Gesellschaft nicht im Interesse des Erwerbers in die Zukunft verlegen.<sup>9</sup> Dies erscheint selbstverständlich zu sein. Faktisch ist es jedoch so, dass auch eine der Gesellschaft und dem bisherigen Eigentümer gegenüber loyale Geschäftsleitung im Laufe des Verkaufsprozesses zunehmend in das Lager des Erwerbers hinüberwechselt, und es dadurch zu Interessenkonflikten kommen kann.

## d) Allgemeine Treuepflicht

Die Treuepflicht gegenüber der Gesellschaft gebietet, dass die Geschäftsleitung Interessenkonflikte aufdeckt.<sup>10</sup> Solche Interessenkonflikte können sich z.B. aus einer angebotenen Incentivierung durch den Erwerber ergeben, gerade im Rahmen eines Bieterprozesses. § 11 Abs. 2 S. 3 Nr. 3 WpÜG verpflichtet den Bieter ausdrücklich, Angaben über Geldleistungen oder andere geldwerte Vorteile, die Vorstands- oder Aufsichtsratsmitglieder der Zielgesellschaft gewährt oder in Aussicht gestellt werden, im Angebot offenzulegen. Außerhalb des Anwendungsbereichs des WpÜG sind solche Incentivierungen zwar nicht gesetzlich sanktioniert. Es besteht aber ein Graubereich, der es sinnvoll erscheinen lässt, jedenfalls das Stattfinden von Verhandlungen über Incentivierungen gegenüber dem Verkäufer anzuzeigen, wenn er es nicht schon weiß (s. Abschn. II. 2.).

## 2. Pflichten des Managements gegenüber dem Verkäufer

Die wesentlichen Pflichten des Managements gegenüber dem Verkäufer betreffen die bereits angesprochenen Auskunftspflicht und die Zurverfügungstellung von Informationen im Rahmen der Due-Diligence-Prüfung durch den Erwerber bzw. mehrere Bieter.

Ob darüber hinaus noch eigenständige Treuepflichten der Geschäftsleitung des Zielunternehmens gegenüber dem Verkäufer bestehen, ist umstritten.<sup>11</sup> Jedenfalls dann, wenn die Geschäftsleitung vorsätzlich oder grob fahrlässig zum Nachteil des Verkäufers auf die Kaufpreisbildung Einfluss nimmt, und dies nicht durch einen Gesellschafterbeschluss gedeckt ist, wird man von einer Treuepflichtverletzung des Managements ausgehen müssen.

Fraglich ist insofern vor allem, ob das Management eine Verpflichtung zur Offenlegung einer angebotenen Incentivierung durch den Erwerber trifft. Sofern der Verkäufer ausdrücklich danach fragt, muss das Management zutreffend darauf antworten und angebotene Incentives offenlegen. Aber auch ohne eine ausdrückliche Anfrage wird von der überwiegenden Auffassung in der Literatur eine Informationspflicht des Managements gegenüber dem Verkäufer bejaht, wenn aus dem angebotenen Incentive ein Interessenkonflikt erwächst.<sup>12</sup>

In der Praxis ist es jedenfalls bei Verkäufen an Finanzinvestoren allen Beteiligten bewusst, dass im Rahmen des Verkaufsprozesses über Incentivierungsfragen mit dem Management gesprochen wird. Zum Teil stellt der Verkäufer es dem Management sogar ausdrücklich frei, eine Managementbeteiligung bereits vor Signing mit dem Bieter auszuhandeln. In diesem Fall ist der Verkäufer gegenüber dem Management nicht schutzbedürftig.

## 3. Pflichten des Managements gegenüber dem Käufer

Zum Käufer hat das Management der Zielgesellschaft zunächst keine Beziehung. Erst wenn der Verkäufer sich des Managements im Rahmen der Transaktion bedient, z.B. um in der Due Diligence Informationen über die Zielgesellschaft zur Verfügung zu stellen, tritt das Management mit dem potentiellen Erwerber in Kontakt. Dies ist dann auch exakt die Situation, aus der sich für das Management eigenständige Pflichten gegenüber dem Erwerber ergeben.

Denn damit nimmt das Management ggf. eigenes Vertrauen gegenüber dem Erwerber in Anspruch, was zu einer Haftung aus Culpa in Contrahendo (§§ 311 Abs. 2, 241 Abs. 2 BGB) führen kann. Der Erwerber hat ein besonderes Interesse daran, über die wesentlichen Umstände der Gesellschaft zutreffend und vollständig informiert zu werden. Insofern trifft nicht nur den Verkäufer, sondern auch die von dem Verkäufer einbezogenen Personen die Pflicht, über Umstände aufzuklären, die den Vertragszweck des anderen vereiteln können und daher für seine Kaufentscheidung von wesentlicher Bedeutung sind.<sup>13</sup> Soweit sich das Management in diesem Zusammenhang nur im Rahmen der vom Verkäufer vorgegebenen und vom Gesellschafterbe-

<sup>3</sup> Zöllner/Noack, in: Baumbach/Hueck, GmbHG, 22. Aufl. 2019, § 51a, Rn. 37 m.w.N.; s. auch Hohaus/Koch-Schulte, in: Birk (Hrsg.), FS P+P Pöllath+Partners, 2008, S. 93, 104 ff. m.w.N.

<sup>4</sup> Für die AG s. Hüffer/Koch, AktG, 13. Aufl. 2018, § 93, Rn. 32: Offenlegung auch im Interesse der Gesellschaft zulässig, m.w.N.

<sup>5</sup> Oppenländer, GmbHR 2000, 535, 539 f.

<sup>6</sup> S. Aufzählung zu Fallgruppen missbräuchlicher Offenlegung bei Hohaus/Koch-Schulte, in: Birk (Hrsg.), FS P+P Pöllath+Partners, 2008, S. 93, 105.

<sup>7</sup> Überblick zum Meinungsstand m.w.N. bei Hohaus/Koch-Schulte, in: Birk (Hrsg.), FS P+P Pöllath+Partners, 2008, S. 93, 105.

<sup>8</sup> D. h., dass sensitive Informationen erst sehr spät im Prozess offengelegt werden dürfen; vgl. Körber, NZG 2002, 263, 270 f.; Götz, ZGR 1999, 202, 214.

<sup>9</sup> Sog. Geschäftschancenlehre, st. Rspr., z. B. BGH, 23.10.1985 – VIII ZR 210/84, BB 1986, 1042, NJW 1986, 586.

<sup>10</sup> Haas/Müller, GmbHR 2004, 1169, 1180.

<sup>11</sup> Beurskens, in: Baumbach/Hueck, GmbHG, 22. Aufl. 2019, § 37, Rn. 78 ff. m.w.N.

<sup>12</sup> Haas/Müller, GmbHR 2004, 1169, 1180; Beurskens, in: Baumbach/Hueck, GmbHG, 22. Aufl. 2019, § 37, Rn. 79 m.w.N.

<sup>13</sup> OLG Düsseldorf, 16.6.2016 – I-6 U 20/15 (Rev. eingelegt, Az. BFH VIII ZR 138/16), NZG 2017, 152.

schluss gedeckten Aufgaben bewegt, kommt eine eigene Haftung des Managements nicht in Betracht. Vielmehr muss sich der Verkäufer das Verhalten des Managements gegenüber dem Erwerber als Vertreter zurechnen lassen.<sup>14</sup> Nimmt das Management aber eigenes Vertrauen in Anspruch, oder weicht es von den Weisungen des Verkäufers ab und wird dieses Verhalten schadensursächlich beim Erwerber, so kommt auch eine eigene Haftung des Managements in Betracht.<sup>15</sup>

#### 4. Zwischenstand: Ohne Management geht es nicht

Das Management der Zielgesellschaft nimmt im Rahmen eines Unternehmensverkaufs eine Schlüsselposition ein. Als „Gesicht“ und „Hirn“ des Unternehmens bestimmt es für Verkäufer und Käufer in einem ganz erheblichen Umfang die Attraktivität und den Wert des Verkaufsobjekts. Dies gilt zum einen im Rahmen der Prüfung des Unternehmens vor Verkauf und der Offenlegung verkaufsrelevanter Informationen. Zum anderen ist das Management gerade für Finanzinvestoren der Garant für die Kontinuität des Geschäfts und den Verbleib des Know-how im Unternehmen.

Diese besondere Bedeutung des Managements für den Verkäufer und den Käufer und die oben beschriebene Position „zwischen allen Stühlen“ kann das Management in Interessenkonflikte bringen. Dies gilt insbesondere im Fortgang des Verkaufsprozesses, wenn der Kontakt zum Erwerber immer enger wird, sich die bisherige Loyalität zum Altgesellschafter aber allmählich lockert. Zusätzlich kann es dazu kommen, dass Verkäufer und/oder Käufer versuchen, das Management im Hinblick auf die eigenen Interessen an sich zu binden, z.B. über die Gewährung von Incentives. Hier ist aber Vorsicht gerade in Bezug auf das richtige Timing für die Vereinbarung solcher Incentives geboten, um die oben beschriebenen Pflichten nicht zu verletzen und in eine eigene Haftung hineinzulaufen. Zur Vermeidung von Haftungsrisiken ist dem Management daher Neutralität im Verkaufsprozess zu empfehlen.

### III. Managementgarantien

Da die Kenntnisse des Managements vom operativen Geschäft für das Zustandekommen eines Unternehmensverkaufs essentiell sind, wird versucht, diese über Garantieerklärungen abzusichern. Dies kann entweder über reine Wissenserkklärungen des Managements erfolgen oder aber über ein selbständiges, bindendes Garantieverprechen.<sup>16</sup> Da sowohl der Verkäufer als auch der Käufer ein Interesse an einer solchen Erklärung haben, kann das Management in dieser Situation einem erheblichen Druck von beiden Seiten ausgesetzt sein. Manager sind i.d.R. aber nur dann bereit, eine eigene vertragliche Verpflichtung einzugehen, wenn sie auch selbst Verkäufer sind, d.h. an der Zielgesellschaft beteiligt sind und mitverkaufen. Ansonsten besteht kein Anreiz der Geschäftsleitung, eine eigene Haftungsverpflichtung aus einer Garantie zu übernehmen.<sup>17</sup>

#### 1. Gegenstand von Managementgarantien

Während der Verkäufer, insbesondere wenn er Finanzinvestor ist, seine Garantien im Regelfall auf die freie Übertragbarkeit und Lastenfreiheit der Anteile beschränkt, werden vom Management vor allem operative Garantien verlangt. Allgemein geht es um die Zusicherung, dass die im Rahmen der Due Diligence im Datenraum zur Verfügung gestellten Informationen vollständig und richtig sind und der Businessplan unter Beachtung der Grundsätze eines ordentlichen Kauf-

manns aufgestellt wurde. Es können aber auch ganze Kataloge abzuarbeiten sein, die detaillierte operative Fragen enthalten.

Sinn und Zweck eines selbständigen Garantieverprechens des Managements ist es dabei grundsätzlich nicht, das Management selbst für eventuelle Verstöße in Haftung zu nehmen, wobei die Inanspruchnahme natürlich nicht ausgeschlossen wird. Denn die handelnden Manager verfügen i.d.R. nicht über ausreichende finanzielle Mittel, um den aus einem Garantieverstoß resultierenden Schaden abdecken zu können. Vielmehr sollen die mit den operativen Prozessen vertrauten Personen dazu angehalten werden, sich intensiv Gedanken zu machen und sämtliche für den Verkauf möglicherweise relevante Verhältnisse und Sachverhalte offenzulegen (sog. Disclosure).

#### 2. Haftungsbeschränkungen

Um aber die Vertrauensbeziehung zum Management – sei es auf Verkäufer- oder auch Käuferseite – nicht zu sehr zu beanspruchen, ist auf Beschränkungen des Garantieverprechens zu achten. Diese Beschränkungen betreffen sowohl den Inhalt der Garantieerklärung als auch die Haftungsfolgen. So sollte sich die Erklärung nicht auf das „Kennenmüssen“ gewisser Tatsachen erstrecken, also eine pflichtwidrige Unkenntnis sanktionieren, sondern lediglich auf die positive Kenntnis von Tatsachen und Vorgängen abstellen. Nicht von der Garantieerklärung gedeckte Umstände sind offenzulegen. Der maßgebliche Zeitpunkt der Erklärung muss im beherrschbaren Bereich liegen, sich also auf den Zeitpunkt der Abgabe der Erklärung (i.d.R. Signing) beschränken. Wenn sich eine Garantie auch über einen begrenzten Zeitraum in die Zukunft erstrecken soll (z.B. bis Closing), sollte sie noch eine nachträgliche Disclosure erlauben.

Gleichzeitig ist auf eine betragliche und auch zeitliche Beschränkung der Haftungsfolgen zu achten. Z.B. wird die Schadensersatzpflicht häufig auf die eigenen Verkaufserlöse des Managers aus seiner Beteiligung beschränkt. Garantieverstöße sollen außerdem in einem beschränkten zeitlichen Rahmen geltend gemacht werden und ein gewisses Mindestvolumen ausmachen.

Um eine finanzielle Abdeckung etwaiger Schäden aus Gewährleistungsverletzungen zu ermöglichen, haben sich in den letzten Jahren sog. Warranties-and-Indemnities- (W&I-)Versicherungen am Markt etabliert.<sup>18</sup> Solche Versicherungen können faktisch das Haftungsrisiko des Managements auf null reduzieren. Allerdings sind vorsätzliche oder grob fahrlässige falsche Angaben nicht versicherbar.

### IV. Verkäufer-Incentives

Wegen der beschriebenen Bedeutung des Managements für den Verkaufsprozess kann es sein, dass sowohl Verkäufer als auch Käufer das Management im eigenen Interesse zu beeinflussen versuchen. Dem Verkäufer geht es dabei vor allem um die Maximierung der eigenen Verkaufserlöse und die Optimierung des Verkaufsprozesses. Als An-

14 OLG Düsseldorf, 16.6.2016 – I-6 U 20/15 (Rev. eingelegt, Az. BFH VIII ZR 138/16), NZG 2017, 152; Wird das Management von vorneherein an der Erwerbengesellschaft beteiligt, so kann dies dazu führen, dass dem Käufer das Wissen des Managements ebenfalls zugerechnet wird. Faktisch führt dies gegenüber dem Verkäufer zum Haftungsausschluss. Dies sollte durch entsprechende Regelungen im Kaufvertrag ausgeschlossen werden.

15 Hohaus/Koch-Schulte, in: Birk (Hrsg.), FS P+P Pöllath+Partners, 2008, S. 93, 112 f.

16 Ausführlich zum Thema Hohaus/Kaufhold, BB 2015, 709 ff.; Seibt/Wunsch, ZIP 2008, 1093 ff.

17 Ein solcher Anreiz kann vom Verkäufer z.B. durch die Gewährung eines damit verknüpften Bonus gesetzt werden.

18 Dazu allgemein Doll/Mackensen, in: Eilers u.a. (Hrsg.), Private Equity, 3. Aufl. 2018, Abschn. VIII, Ziff. 2.

reiz bietet sich insbesondere die Zahlung eines besonderen, vom Verkauf abhängigen Bonus (exit bonus) an. Eine solche Zahlung ist nicht per se unzulässig, muss aber an Leistungen des Managers gekoppelt sein. Unzulässig sind Bonuszahlungen, die nicht im Unternehmensinteresse gewährt werden, weil sie lediglich Anerkennungsprämien darstellen.<sup>19</sup> Für Aktiengesellschaften sind außerdem die Angemessenheitsvorgaben für Vorstandsvergütungen zu berücksichtigen (§ 87 AktG).

Exit Boni werden nur bei erfolgreichem Closing der Transaktion zur Zahlung fällig und betragen i. d. R. ein bis zwei Jahresgehälter der begünstigten Person. Sie können als reine Ermessenszahlungen ausgestaltet sein, sind aber i. d. R. an das Erreichen bestimmter Ziele im Verkaufsprozess verknüpft. Dies können z. B. das Einrichten des Datenraums, die Durchführung der Due Dilligence, das Erreichen des Signing und dann das Closing sein. Der Exit Bonus kann aber auch vom erzielten Kaufpreis oder dem erreichten Money Multiple abhängig sein.<sup>20</sup>

## V. Käufer-Incentives

Aber auch der Käufer hat ein Interesse daran, auf das Management Einfluss zu nehmen, insbesondere um sich für die Zukunft die Kooperation und das Know-how des Managements für das Unternehmen zu sichern. Gerade Finanzinvestoren sind darauf angewiesen. Denn sie haben nur ein begrenztes Zeitfenster von vier bis sechs Jahren, in dem sie den Wert des Unternehmens steigern und das Unternehmen verkaufen wollen. Eine Käufer-Incentivierung muss daher immer darauf gerichtet sein, die Bindung und den Einsatz des Managements zu erhöhen. Dementsprechend incentiviert der Erwerber das Management der Zielgesellschaft i. d. R. nicht im Hinblick auf den Abschluss des aktuellen Erwerbsprozesses. Vielmehr wird dem Management bereits bei Erwerb eine möglichst langfristige Erfolgsbeteiligung angeboten, um die Bindung des Managements an das Unternehmen für die Zukunft sicherzustellen.

Als Erfolgsbeteiligungen kommen unterschiedliche Instrumente in Betracht. Die wohl häufigsten Beteiligungsinstrumente in diesem Zusammenhang sind auf der einen Seite Bonusgestaltungen, worunter auch alle Formen von virtuellen Beteiligungen, Phantom Stocks etc. fallen, und auf der anderen Seite echte Eigenkapitalbeteiligungen. Sie unterscheiden sich insbesondere darin, dass Boni keinen eigenen Kapitaleinsatz erfordern, Eigenkapitalbeteiligungen aber sehr wohl. Dadurch haben Eigenkapitalbeteiligungen eine erhebliche höhere Bindungswirkung als ein Bonus.

Daneben gibt es auch noch Fremdkapitalbeteiligungen, wie z. B. Genussrechte, und auch Optionen. Genussrechte kommen in der Praxis eher als Beteiligung für einen großen Teil von Mitarbeitern und weniger für die Leitungsebene vor. Sie erlauben nur eine beschränkte Verzinsung, jedenfalls wenn sie steuerlich als Kapitaleinkommen gelten sollen. Optionen finden nach wie vor Anwendung für börsennotierte Aktiengesellschaften oder auch Venture-Capital-Unternehmen. Da es bei ihrer Ausübung zur Lohnversteuerung eines geldwerten Vorteils kommt, sind sie oft nicht attraktiv.

## VI. Managementbeteiligungen in Private Equity Investments

Besonders häufig kommen Eigenkapitalbeteiligungen im Rahmen von Private Equity Investments vor. Denn hier ist das Bedürfnis des Er-

werbers nach einer langfristigen und intensiven Bindung des Managements an das Unternehmen besonders stark. Der Finanzinvestor verfügt, anders als ein strategischer Erwerber, nicht über ein eigenes Management, das die erworbene Gesellschaft führen könnte. Gleichzeitig hat er viel vor. Als Fonds mit beschränkter Lebensdauer hat er nur eine gewisse Zeitspanne, um das Unternehmen weiterzuentwickeln und erfolgreich wieder zu verkaufen.

Um einem anderen die eigene Position zu vermitteln, versetzt man ihn möglichst in dieselbe Situation. Aus diesem Grund bietet der Finanzinvestor dem Management die Möglichkeit, sich an der eigenen Gesellschaft finanziell zu beteiligen. Dies erfordert ein substantielles Eigeninvestment des Managements, also eine Risikobeteiligung, vermittelt aber gleichzeitig die Möglichkeit, sich an der Wertentwicklung und dem Verkauf des eigenen Unternehmens zu beteiligen wie der Mehrheitsgesellschafter – im Guten wie im Schlechten. Dies führt zu einer Gleichrichtung der Interessen von Management und Investor.

In der Praxis haben sich Standards für die Strukturierung einer solchen Managementeigenkapitalbeteiligung herausgebildet, die im Folgenden kurz dargestellt werden sollen:<sup>21</sup>

### 1. Beteiligungsstruktur

Die Möglichkeit zur Beteiligung bietet der Investor i. d. R. der Geschäftsleitungsebene und der Ebene darunter, insgesamt zwischen zehn und vierzig Personen, bei größeren Gesellschaften sind es auch mehr. Die Beteiligung ist ein freiwilliges Angebot, eine Pflicht zum Investment besteht nicht.

Zur einfacheren Verwaltung einer so großen Anzahl von Mitgesellschaftern beteiligen sich die Management-Co-Investoren i. d. R. über eine eigene Beteiligungsgesellschaft. Grundsätzlich kommen als Beteiligungsgesellschaften unterschiedliche Rechtsformen in Betracht. Mehrheitlich wird in Deutschland das Management über eine GmbH & Co. KG-Struktur gepoolt. Diese ist bei entsprechender Strukturierung steuerlich transparent, gleichzeitig aber im Handelsregister eingetragen und damit gut verkehrsfähig. Die Management-Co-Investoren beteiligen sich als Kommanditisten, Komplementär ist eine GmbH, die i. d. R. vom Hauptgesellschafter gestellt wird. Aus steuerlichen, aber auch administrativen Gründen übernehmen mindestens ein Manager und/oder eine weitere Gesellschaft die Geschäftsführung in der KG. Alternativen zur GmbH & Co. KG als Beteiligungsgesellschaft sind z. B. Gesellschaften bürgerlichen Rechts, Treuhandvereinbarungen, aber auch ausländische Gesellschaftsformen vor allem bei internationalen Managementteams.

### 2. Ökonomie und Kapitalstruktur

I. d. R. erwirbt die Management-Beteiligungsgesellschaft Anteile an der obersten Holdinggesellschaft der Unternehmensgruppe. Der Private-Equity-Investor finanziert seine Beteiligung üblicherweise aus ei-

<sup>19</sup> S. hierzu die sog. Mannesmann-Entscheidung, BGH, 21.12.2005 – 3 StR 470/04, NJW 2006, 522.

<sup>20</sup> In diesem Fall stellt sich die Frage, ob eine solche Zahlung noch im Interesse der Gesellschaft oder im Interesse des Gesellschafters erfolgt (Risiko einer verdeckten Gewinnausschüttung), verneinend FG Münster, 1.10.2014 – 9 K 4169/10 K, F, BB 2015, 1134 Ls m. BB-Komm. *Bünning*, DStRE 2017, 641.

<sup>21</sup> Die folgenden Ausführungen geben nur einen Überblick über die Bedingungen einer Managementbeteiligung. Weitergehende Informationen finden sich z. B. bei *Hohaus*, in: *Jesch/Striegel/Boxberger* (Hrsg.), *Rechtshandbuch Private Equity*, 2. Aufl. 2020, § 13; *Doll/Mackensen*, in: *Eilers u. a.* (Hrsg.), *Private Equity*, 3. Aufl. 2018, Abschn. VIII, Ziff. 2.

nem Mix von festverzinslichen Kapitalinstrumenten (Gesellschafterdarlehen oder Vorzugskapital) und Stammkapital. Häufig erwirbt das Management einen im Verhältnis zum Investment des Hauptgesellschafters überproportionalen Anteil an den Stammgeschäftsanteilen im Verhältnis zu den Instrumenten mit einem fixen Ertrag. Durch das disproportionalen Zeichnen der Kapitalinstrumente entsteht ein Leverage-Effekt, der, wie bei einem darlehensfinanzierten Investment, ein erhöhtes Verlustrisiko bedeutet, aber auch einen im Verhältnis zum eingesetzten Kapital prozentual höheren Veräußerungsgewinn zur Folge haben kann.<sup>22</sup> Der Erwerbspreis für die Kapitalanteile bestimmt sich nach dem Kaufpreis, den der Investor für das Unternehmen und entsprechend für die Anteile gezahlt hat. Würden die Anteile verbilligt zum Kauf angeboten, müssten die Management-Co-Investoren den Vorteil als Lohnbestandteil versteuern.

### 3. Rechtliche Bedingungen

Die Beziehungen der Management-Co-Investoren untereinander und im Verhältnis zum Hauptgesellschafter werden in einer Gesellschaftervereinbarung geregelt sowie im Gesellschaftsvertrag der Beteiligungsgesellschaft. Sie betreffen vor allem die folgenden Punkte:

- Wahrnehmung der Gesellschafterrechte in der Beteiligungsgesellschaft und als Gesellschafter der Holdinggesellschaft,
- Gewinnausschüttungen und Veräußerungserlöse (sog. Wasserfall),
- Verkauf des Unternehmens (exit), Mitverkaufsrechte und -pflichten,
- Kapitalmaßnahmen und Verwässerungsschutz,
- Ankaufsrecht (und evtl. Verkaufsrecht) bei Ausscheiden des Managers aus dem Anstellungsverhältnis und unter weiteren Bedingungen (leaver scheme).

#### a) Exit-Regelungen

Als Minderheitsgesellschafter treffen die Management-Co-Investoren gewisse Kooperationspflichten gegenüber dem Mehrheitsgesellschafter. Insbesondere im Verkaufsfall hat der Mehrheitsgesellschafter die Führung. Die Management-Co-Investoren treffen Kooperationspflichten, vor allem aber die Pflicht, (jedenfalls bei einem Kontrollwechsel) ihre Beteiligung mitzuverkaufen (drag-along right). Sie können aber auch vom Mehrheitsgesellschafter den Mitverkauf verlangen (tag-along right).

#### b) Leaver Scheme

Im Fall des Ausscheidens eines Managers aus seinem Anstellungsverhältnis hat der Hauptgesellschafter i. d. R. ein (befristetes) Ankaufsrecht für die Managementbeteiligung. Der für die Beteiligung an den Management-Co-Investor zu zahlende Kaufpreis unterscheidet sich danach, ob der Manager als Good oder Bad Leaver zu qualifizieren ist. Als Good Leaver bemisst sich der Kaufpreis i. d. R. nach dem Verkehrswert der Beteiligung, der Bad Leaver erhält den niedrigeren Wert von Anschaffungskosten und Verkehrswert. Typische Bad-Leaver-Fälle sind die Kündigung aus wichtigem Grund, die Eigenkündigung, die Verletzung wesentlicher Vertragspflichten, aber auch die persönliche Insolvenz. Typische Good-Leaver-Fälle sind die Kündigung durch die Gesellschaft ohne wichtigen Grund, Tod, Berufsunfähigkeit und Pensionierung. Dies sind nur einige wenige, im Überblick dargestellte Regelungen. Die Verträge umfassen nicht selten 30–50 Seiten oder sogar mehr und haben eine nicht zu unterschätzende Komplexität.

### 4. Besteuerung

Als Kapitalinvestment unterliegen Einkünfte aus einer Managementeigenkapitalbeteiligung grundsätzlich der Besteuerung<sup>23</sup> als Kapitalvermögen (§ 20 EStG). Der Steuersatz beträgt danach 25 % zzgl. Kirchensteuer und Solidaritätszuschlag, effektiv ca. 28 %.<sup>24</sup> Die faktische Verknüpfung mit dem Arbeitsverhältnis hat in der Vergangenheit jedoch dazu geführt, dass die Finanzverwaltung versucht hat, Einkünfte aus solchen Beteiligungen als Arbeitslohn dem vollen Einkommensteuersatz zu unterwerfen. Der BFH hat dem immer wieder „einen Riegel vorgeschoben“<sup>25</sup>, gleichzeitig jedoch betont, dass eine Umqualifizierung von Erlösen aus Managementbeteiligungen in Arbeitslohn unter Umständen möglich sein kann. Besondere Bedeutung misst er in diesem Zusammenhang der Existenz eines effektiven Verlustrisikos aus der Beteiligung bei. Außerdem muss die Beteiligung zum Marktwert ge- und verkauft werden.

## VII. Zusammenfassung

1. Ohne Einbeziehung des Managements der Zielgesellschaft in den Prozess lässt sich eine M&A-Transaktion nicht erfolgreich durchführen.
2. Aufgrund der vertraglichen, organschaftlichen und gesetzlichen Pflichten des Managements zur Gesellschaft, zum Verkäufer und zum potentiellen Erwerber ist dem Management im Prozess Neutralität zu empfehlen, um Haftungsrisiken zu vermeiden.
3. Eigene Garantieverpflichtungen des Managements oder Incentives von Verkäufer- oder Käuferseite erhöhen den Druck auf das Management und können bestehende Interessenkonflikte verstärken.
4. Im Prozess von Verkäuferseite angebotene Incentives sind zumeist Boni und müssen leistungsabhängig gewährt werden.
5. Der Erwerber ist vor allem an der Bindung des Managements für die Zukunft interessiert. Dies gilt besonders für Finanzinvestoren.
6. Finanzinvestoren bieten dem Management i. d. R. Eigenkapitalbeteiligungen zum Erwerb. Diese Beteiligungen haben eigene Standards und sind in Bezug auf ihre Ökonomie, ihre rechtlichen Bedingungen und ihre steuerliche Strukturierung aufmerksam zu verhandeln.

**Dr. Barbara Koch-Schulte**, RAin/StBin, ist Partnerin bei P+P Pöllath + Partners, München. Sie ist auf die rechtliche und steuerliche Beratung von Private-Equity-Investoren und Managementteams bei Managementbeteiligungen und Management Buy-outs spezialisiert.



22 Zur steuerlichen Anerkennung von solchen disproportional gezeichneten Beteiligungen im Rahmen einer Besteuerung als Kapitaleinkommen s. FG Baden-Württemberg, 26.6.2017 – 8 K 4018/14 (Rev. eingelegt, Az. BFH VIII R 21/17), DStRE 2019, 5, und FG Baden-Württemberg, 9.5.2017 – 5 K 3825/14, rkr., EFG 2017, 1880.

23 Zur Besteuerung von Managementbeteiligungen im Überblick *Hohaus/Koch-Schulte*, in: *Holzapfel/Pöllath, Unternehmenskauf in Recht und Praxis*, 15. Aufl. 2017, Rn. 1855 ff.

24 Bei Beteiligungen von 1% oder mehr am Stammkapital kommt im Veräußerungsfall das Teileinkünfteverfahren zur Anwendung, § 17 EStG.

25 Zuletzt BFH, 4.10.2016 – IX R 43/15, BStBl. II 2017, 790, BB 2017, 806 m. BB-Komm. *Tausser*.