

Incentives für Führungskräfte im Rahmen von Buy-outs

Ziel von Finanzinvestoren ist es, etablierte, cashflowstarke Unternehmen zu erwerben, weiterzuentwickeln und mit Gewinn zu verkaufen. Sie benötigen dafür ein qualifiziertes und hochmotiviertes Management.

VON **DR. BENEDIKT HOHAUS** VON **SILKE BANDENER**

Das Management des zu übernehmenden Unternehmens spielt mit Blick auf die von den Finanzinvestoren angestrebte Unternehmensentwicklung eine wichtige

Rolle im Rahmen von Buy-out-Transaktionen. Um einen Gleichlauf der Interessen von Management und Investor für die Dauer des Private Equity-Investments zu erreichen, wird das Management regelmäßig am Erfolg des Unternehmens beteiligt.

Klassische Eigenkapitalbeteiligung

Bei Erwerb eines Unternehmens sieht der Private Equity-Investor üblicherweise zwischen zehn und 15 Prozent der Gesellschaftsanteile an dem Akquisitionsvehikel für den Erwerb durch das Management vor. Neben der Finanzierung mit „echtem“ Eigenkapital (circa zehn bis 15 Prozent) gibt der Finanzinvestor einen wesentlichen Teil des benötigten Kapitals in Form von Gesellschafterdarlehen oder Vorzugskapital (85 bis 90 Prozent) in die Holdinggesellschaft. Beide Finanzinstrumente gewähren keine Beteiligung an den stillen Reserven des Unternehmens. Gesellschafterdarlehen sind aber mit einer fixen Rendite zwischen acht und zehn Prozent per annum ausgestaltet und das Vorzugskapital erfährt einen prozentual ähnlich hohen Dividendenvorzug. Im Vergleich zum echten Eigenkapital verfügen sie außerdem über eine Liquidationspräferenz in Höhe des eingezahlten Kapitals. Der Geschäftsführer

kann also eine Beteiligung am klassischen Eigenkapital erwerben. Darüber hinaus kann er Gesellschafterdarlehen gewähren oder Vorzugskapital zeichnen. Im Falle eines Exits werden diese Finanzinstrumente dann vor dem klassischen Eigenkapital bedient. Investiert der Manager nicht oder in einem geringeren Verhältnis als der Finanzinvestor in diese vorrangigen Finanzinstrumente, steht seine Beteiligung höher im Risiko. Das höhere Risiko korrespondiert aber im Falle eines erfolgreichen Exits in Bezug auf das eingesetzte Kapital mit einem (wirtschaftlich betrachtet) höheren Anteil am Erlös auf das klassische Eigenkapital. Letztlich entspricht das jedem mit Fremdkapital finanzierten Investment.

Ankaufsrecht des Hauptgesellschafters

Zur Vereinfachung der Verwaltung (zum Beispiel Ausübung von Stimmrechten et cetera) wird die Beteiligung ab einer gewissen Anzahl von Personen über eine Personengesellschaft oder Treuhand gehalten. Für den Fall, dass die Manager vor dem Exit aus dem Unternehmen ausscheiden (sogenannte Leaver), besitzt der Hauptgesellschafter in der Regel ein Ankaufsrecht des Hauptgesellschafters. Die Beteiligung soll regelmäßig einem



ZU DEN PERSONEN

Dr. Benedikt Hohaus ist als Partner bei P+P Pöllath + Partners ein erfahrener Transaktionsanwalt (M&A, PE) und auf die rechtliche und steuerliche Beratung bei Managementbeteiligungen, Management Buy-out beziehungsweise Management Buy-in spezialisiert.

Silke Bandener, LL.M. ist Associate bei P+P Pöllath + Partners und auf die rechtliche und steuerliche Beratung bei Managementbeteiligungen, Management Buy-out beziehungsweise Management Buy-in spezialisiert.

www.pplaw.com

Nachfolger in der Position angeboten werden können.

Steuerliche Behandlung

Im Falle eines Exits erhalten die Co-Investoren den auf den Verkauf der von ihnen gehaltenen Beteiligungsinstrumente entfallenden Veräußerungserlös. Laufende Dividendenausschüttungen finden in der Regel nicht statt, da die Kreditverträge der Bankenfinanzierung dies üblicherweise nicht zulassen. Steuerlich handelt es sich bei solchen Beteiligungen anerkanntermaßen um echte Kapitalbeteiligungen. Das heißt, Veräußerungserlöse daraus unterliegen (bei einer Beteiligung von unter einem Prozent am Stammkapital) der Abgeltungssteuer von 25 Prozent (zuzüglich Solidaritätszuschlag und Kirchensteuer) und nicht der Lohnversteuerung.

Virtuelle Lösung als Alternative

Sofern die Unternehmensbewertung oder die Kapitalstruktur des Akquisitionsvehikels eine echte Kapitalbeteiligung nicht zulässt, wird sie häufig in Form einer virtuellen Beteiligung des Managements aufgesetzt. Das ist auch dann der Fall, wenn das Management im Rahmen eines vorherigen Managementbeteiligungsmodells Geld verloren hat und nicht bereit ist, neues Geld zu investieren. Auch bei sehr großen



Beteiligungen des Managements sind im Rahmen eines Buy-out-Prozesses durch Private Equity-Investoren heute absoluter Standard.

internationalen Managementteams mit mehr als 200 Teilnehmern wird häufig nur das First-Line-Management über eine echte Kapitalbeteiligung beteiligt und Second- und Third-Line-Management werden aus Vereinfachungsgründen virtuell beteiligt. Bei dem virtuellen Beteiligungsprogramm wird das Management über eine Bonusvereinbarung so gestellt, als wäre es am Eigenkapital der Gesellschaft beteiligt. Die Auszahlung erfolgt zum Zeitpunkt des Exits. Sogenannte Leaver-Regelungen gelten dann analog der echten Kapitalbeteiligung auch für die virtuelle Beteiligung.

Flexibel in der Ausgestaltung

Der Nachteil einer virtuellen Beteiligung ist, dass das Management mangels eigenen Investments kein „Skin in the Game“ hat und die Risikoneigung daher unterschiedlich ausgeprägt sein kann. Steuerlich unterliegt eine virtuelle Beteiligung der Lohnsteuer und ist beim Empfänger voll mit dem individuellen Steuersatz zu versteuern. Dem steuerlichen Nachteil steht aber die Flexibilität in der möglichen Ausgestaltung einer solchen virtuellen Beteiligung gegenüber. Überproportionale Erlösvereinbarungen oder Mindestrenditen für den Private Equity-Investor können aus steuerlicher Sicht problemlos vereinbart werden, da die Erlöse sowieso gänzlich der Lohnsteuerpflicht unterliegen.

FAZIT

Beteiligungen des Managementteams im Rahmen eines Buy-out-Prozesses durch Private Equity-Investoren sind heute absoluter Standard. Ob diese entweder durch eine echte Eigenkapitalbeteiligung oder durch eine virtuelle Beteiligung erfolgen, hängt von der konkreten Ausgangslage ab. Allen Beteiligungsmodellen ist aber immanent, dass eine Interessenhomogenisierung zwischen Management und Private Equity-Investor erreicht werden soll. ■