

1. August 2019

M&A

MPP – Aktuelle Marktbedingungen machen neue Strukturierungswege nötig

Der aktuell vorherrschende Verkäufermarkt verbunden mit hohen Kaufpreisen und die neue steuerrechtliche Rechtsprechung der Finanzgerichte haben Auswirkungen auf die Strukturierung von Managementbeteiligungen (MPP).

Von **Dr. Benedikt Hohaus**, P+P Pöllath + Partners, **Dr. Barbara Koch-Schulte**, P+P Pöllath + Partners, **Prof. Dr. Alexander Götz** (Blättchen & Partner GmbH)



MPP im Fokus – Bei der MUPET 2019 stellten Prof. Dr. Alexander Götz (li.;Blättchen & Partner), Dr. Barbara Koch-Schulte und Dr. Benedikt Hohaus (beideP+P Pöllath + Partners) die aktuellen Entwicklungen bei Managementbeteiligungen vor. Quelle: Gregg Thorne

Klassische Strukturierung und mögliche Alternativen

Die klassische Eigenkapitalbeteiligung des Managements im Rahmen eines LBOs wird überwiegend in Form einer disproportionalen Zeichnung von Vorzugsinstrumenten (Gesellschafterdarlehen oder Vorzugsanteile) sowie klassischem Eigenkapital (<https://www.pe-magazin.de/glossar/eigenkapital/>) durch das Management (<https://www.pe-magazin.de/glossar/management/>) strukturiert (Sweet Equity (<https://www.pe-magazin.de/glossar/equity/>)).

Als Alternative dazu wird neuerdings vermehrt ein Pari Passu-Investment des Managers (also ein proportionales Investment) mit einem Bonus ergänzt. Der Bonus wird in Abhängigkeit von der wirtschaftlichen Entwicklung der Ziel-gesellschaft (<https://www.pe-magazin.de/glossar/zielgesellschaft/>) zur Zahlung fällig und ist mit einem Leaver-Scheme sowie z.T. mit einem Vesting (<https://www.pe-magazin.de/glossar/vesting/>) versehen. Da das Pari Passu-Investment keinen Leaver Scheme und damit keine weitere Verknüpfung mit dem Arbeitsverhältnis aufweist, ist nach den Mindestanforderungen der BFH-Recht-sprechung von einer Besteuerung als Kapital einkommen auszugehen (siehe zuletzt BFH vom 04.10.2016 – IX R 43/15(<http://juris.bundesfinanzhof.de/cgi-bin/rechtsprechung/document.py?Gericht=bfh&Art=en&nr=34189>)). Der Bonus ist hingegen lohnsteuerpflichtiger Arbeitslohn. US-amerikanische Investoren verwenden häufig sogenannte Hurdle (<https://www.pe-magazin.de/glossar/hurdle/>) Shares, die dem sie zeichnenden Management eine Teilhabe an der Wertentwicklung erst dann vermitteln, wenn der Investor (<https://www.pe-magazin.de/glossar/investor/>) sein investiertes Kapital zzgl. einer Mindestrendite erwirtschaftet hat. Im Gegenzug dafür ist der Kaufpreis der Hurdle Shares regelmäßig sehr gering. Die Bewertung sollte aus steuerlichen Gründen bei Einstieg über ein Gutachten eines unabhängigen Dritten dokumentiert werden. Ob die Gewinne aus Hurdle Shares der Kapitalbesteuerung unterliegen, ist bisher nicht Gegenstand einer finanzgerichtlichen Überprüfung gewesen.

Auswirkungen hoher Kaufpreise auf die Strukturierung

Durch die zurzeit hohen Kaufpreise steigt für das Management das Verlustrisiko aus einem MPP-Investment. Denn die die Grenze zur Realisierung eines Verlustes wird häufig schon bei geringen Abweichungen vom Businessplan oder dem Bewertungsmultiplikator erreicht. Dies kann durch einen höheren Anteil des Manager-Investments in Vorzugsinstrumente reduziert werden. Allerdings sinkt dann auch das zu erreichende Upside. Das veranlasst die Investoren, den Managern neben der klassischen Eigenkapitalbeteiligung sogenannte Ratchet (<https://www.pe-magazin.de/glossar/ratchet/>)-Vereinbarungen anzubieten, um das MPP attraktiver zu machen. Danach bekommen die Manager ab einem gewissen Mindest-Money-Multiple bzw. Mindest-IRR des Investors, von den über den Schwellen anfallenden Erlösen einen Zusatzbetrag.

Neue Rechtsprechung der Finanzgerichte zu Sweet Equity

Im Zusammenhang mit einer Managementbeteiligung hat das Finanzgericht Baden-Württemberg (Urteil vom 09.05.2017 – 5 K 3825/14 (http://lrw.juris.de/cgi-bin/laender_rechtsprechung/document.py?Gericht=bw&nr=22794)) entschieden, dass die disproportionale Zeichnung von Kapitalinstrumenten, wie Stamm- und Vorzugsgeschäftsanteilen durch einen Geschäftsführer, kein Indiz für eine Umqualifizierung der MPP-Einkünfte in Arbeitslohn darstellt. Die jeweiligen Kapitalinstrumente sind in ihrer Rendite jedes für sich zu betrachten. Ein Vergleich der Gesamrendite des Investments von Manager und Investor sei eine unzulässige ex-post-Betrachtung. Denn bei einem geringeren Gewinn des Investors hätte der Manager im Vergleich auch ein höheres Verlustrisiko getragen.

Ein anderer Senat desselben Gerichts (Urteil vom 26.06.2017 – 8 K 4018/14 (http://lrw.juris.de/cgi-bin/laender_rechtsprechung/document.py?Gericht=bw&nr=23104)) hat allerdings in einem vergleichbaren Fall für einen Berater entschieden, dass die Einräumung der Beteiligung u.a. wegen der damit verbundenen Chance auf Erzielung einer überproportional hohen Rendite im Rahmen der Gesamtbetrachtung durchaus als eine zusätzliche erfolgsabhängige Vergütung für die Beratungstätigkeit qualifiziert werden könnte. Etwas anderes ergebe sich auch nicht daraus, dass bei isolierter Betrachtung die Erlöse auf die Stammanteile für Berater und Investor identisch waren. Eine isolierte Betrachtung bilde den wirtschaftlichen Gehalt der Gesamtinvestition der Investoren und Manager nicht vollständig ab. Es bleibt abzuwarten wie der Bundesfinanzhof hierzu entscheiden wird.

Versicherungsrechtliche Absicherung des Lohnsteuerrisikos

Das im Zusammenhang mit MPPs bestehende Lohnsteuerrisiko ist mittlerweile in England versicherbar. Versicherungen versuchen nun auch den deutschen Markt zu erschließen. Die Versicherung deckt gegen Zahlung einer entsprechenden Prämie die Steuerdifferenz zwischen Kapital- und Lohnbesteuerung und notwendige Verteidigungskosten ab. Der Versicherungsnehmer muss allerdings im Gegenzug alle für die Besteuerung relevanten Informationen und Stellungnahmen offenlegen. Steuerliche Folgen im Zusammenhang mit Bewertungsfragen werden nicht versichert. Es bleibt abzuwarten, ob und wie sich der Markt für solche Versicherungen in Deutschland entwickeln wird.

Management-Garantien

Ein verkäuferfreundlicher Markt hat zu schlanken Garantie-Katalogen in SPAs geführt, verbunden mit W&I-Versicherungen und einem Haftungscap von EUR 1. Es ist ein Trend, insbesondere bei UK-Investoren, zu erkennen, Garantien, die der Verkäufer nicht im SPA (<https://www.pe-magazin.de/glossar/spa/>) gewährt, vom Management zu verlangen. Insofern werden teilweise klassische SPA-Garantien in ein separates, von dem Management zu gewährendes Management Warranty Agreement ausgelagert. Auch hierfür ist eine W&I-Versicherung möglich.

Restrukturierung von MPPs in der Krise

Aufgrund der wirtschaftlichen Entwicklung sind in letzter Zeit wieder einige Portfoliounternehmen von Banken wegen Covenant-Brüchen übernommen worden oder haben sogar Insolvenz anmelden müssen. Die erforderliche Restrukturierung solcher Unternehmen bedeutet für ein MPP häufig, dass selbst bei einem erfolgreichem Turnaround das Money Multiple des Investors auf das ursprünglich eingesetzte Eigenkapital nicht höher als 2x oder sogar deutlich darunter liegt und die Zeit bis zum Exit (<https://www.pe-magazin.de/glossar/exit/>) deutlich länger wird. Dem erhöhten Risikoprofil entsprechend laufen die Zinsen bzw. Dividenden auf die Vorzugsinstrumente länger mit Zinseszinsen auf und das MPP hat kaum realistische Chancen auf attraktive Returns. Vielmehr besteht das signifikante Risiko, einen (Total-)Verlust zu erleiden. Häufig wird das Szenario noch verschärft durch eine Verwässerung aufgrund nötiger Kapitalerhöhungen basierend auf niedrigen Bewertungen. Wie schon in der Finanzkrise 2007 wird man auch bald vermehrt Restrukturierungen von MPPs sehen. Das kann durch ein Nachzeichnen von Stammanteilen oder Vorzugsinstrumenten basierend auf der dann niedrigen Bewertung erfolgen. Hierbei ist ein Konflikt mit einem Impairment Test zu vermeiden. Außerdem haben Manager häufig Vorbehalte, dem „schlechten“ Geld nochmals gutes hinterher zu werfen. Als Alternative bleibt dann nur ein Bonus-Modell in Form einer virtuellen Beteiligung, orientiert an der Entwicklung des Equity Values.

Fazit

Die derzeit hohen Kaufpreise führen zu Veränderungen bei der Strukturierung von MPPs. Dabei müssen steuerliche Aspekte beachtet werden. Allerdings entscheiden sich manche Management-Teams eher zur Risikoreduzierung und nehmen dafür steuerliche Nachteile in Kauf. Mit zunehmendem Restrukturierungsbedarf bei Portfoliounternehmen dürfte auch der Bedarf für die Restrukturierung von MPPs zunehmen. Dies gilt umso mehr, als dass der Bundesfinanzhof demnächst auch zu der steuerlichen Behandlung von Sweet Equity Stellung nehmen wird.

Weitere Beiträge und Videos zur MUPET 2019 finden Sie in unserem MUPET-Archiv (<https://www.pe-magazin.de/mupet/mupet-archiv/>).

Mehr zum Thema:

„Sweet“ oder „Sweat“ – Disproportionale Zeichnung von Kapitalinstrumenten bei Managementbeteiligungen (<https://www.pe-magazin.de/sweet-oder-sweat-disproportionale-zeichnung-von-kapitalinstrumenten-bei-managementbeteiligungen/>) Managementbeteiligungen – Neue Modelle in der Diskussion (<https://www.pe-magazin.de/managementbeteiligungen-neue-modelle-in-der-diskussion/>)

DER AUTOR



Dr. Benedikt Hohaus

P+P Pöllath + Partners

zum P+P-Profil

(<https://www.pplaw.com/de/berater/hohaus-benedikt>)

DER AUTOR



Dr. Barbara Koch-Schulte

P+P Pöllath + Partners

zum P+P-Profil

([www.https://www.pplaw.com/de/berater/koch-schulte-nee-fohler-barbara](https://www.pplaw.com/de/berater/koch-schulte-nee-fohler-barbara))

Mehr erfahren (<https://www.pe-magazin.de/?taxonomy=mupet&term=2019>)

Der **M&A Lehrgang** vermittelt die Grundlagen für eine erfolgreiche Durchführung von M&A-Transaktionen.

Mehr erfahren (<http://pptraining.de/node/3>)