

5. P+P White Paper

Dr. Benedikt Hohaus, FASStR / Dr. Christoph Weber, LL.M., EMBA

MANAGEMENTBETEILIGUNGEN UND DIE KRISE DER PORTFOLIO-GESELLSCHAFT

November 2009

Zielsetzung des P+P White Paper

Investoren sind auf eine Vielzahl von Informationen zu aktuellen rechtlichen und steuerrechtlichen Entwicklungen angewiesen, um stets die optimale Entscheidung für ihre Investments treffen zu können. Diese Informationen sind für Investoren und deren Entscheidungsfindung oft nicht zielführend aufbereitet. Deshalb hat P+P für seine Mandanten die Dokumentationsreihe des P+P White Paper gestartet.

Das P+P White Paper ist in erster Linie für den internen Gebrauch gedacht und soll in Präsentationsform wichtige rechtliche und steuerrechtliche Themen in den Bereichen M&A und Private Equity – von der Fondsstrukturierung über den Unternehmenserwerb bis hin zur Restrukturierung – klar strukturiert und praxisnah darstellen.

Autoren der P+P White Paper sind jeweils Rechtsanwälte und Steuerberater der Kanzlei P+P Pöllath + Partners, die über die von ihnen behandelten Themengebiete eine ausgewiesene Expertise besitzen.

Bereits erschienene P+P White Paper finden Sie unter:

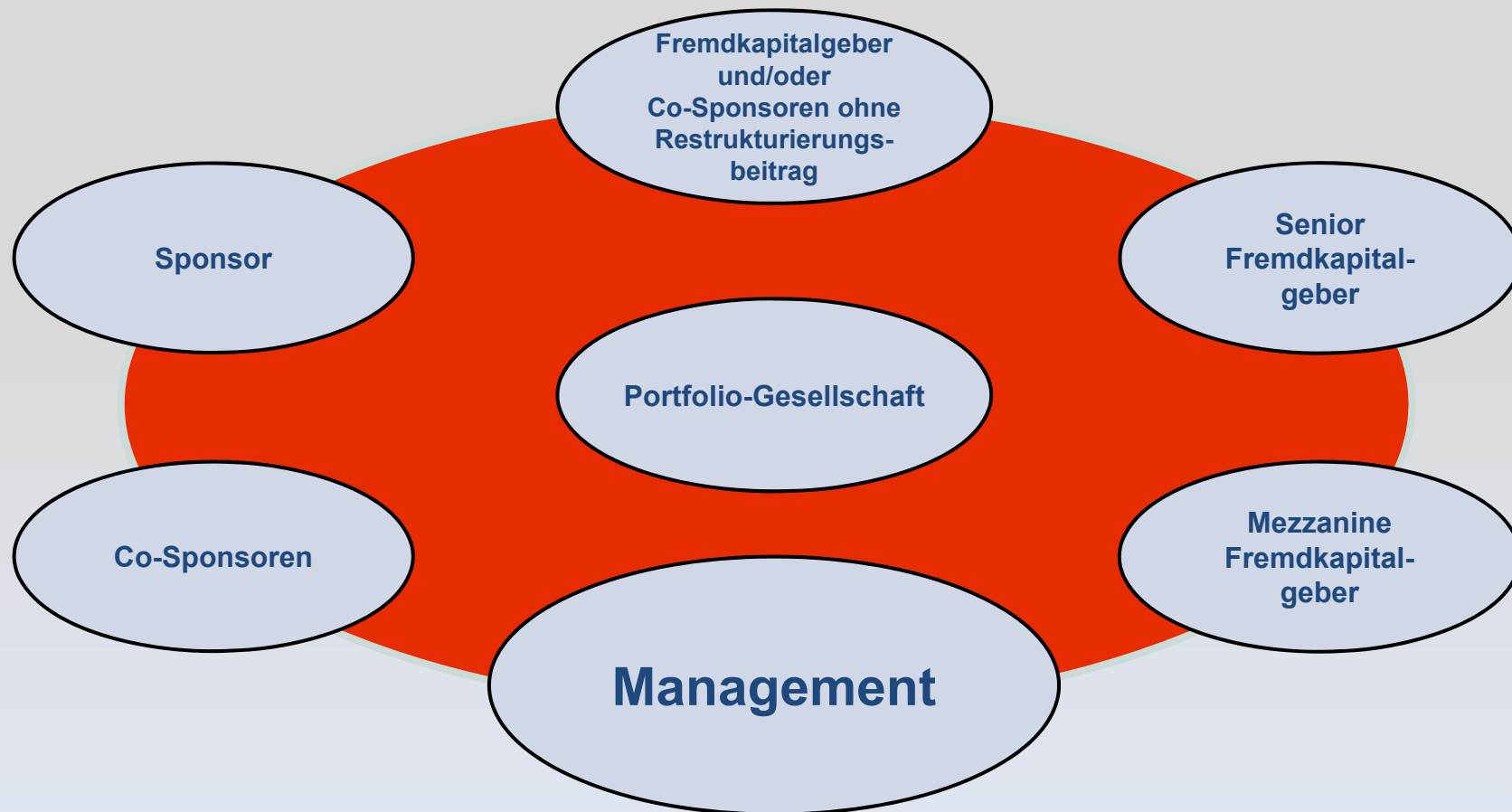
http://www.pplaw.com/de/publications/client_informationen.php

Executive Summary

- ▶ Managementbeteiligungen dienen dazu, gleichlaufende Interessen von Sponsoren und Managern der Portfolio-Gesellschaft zusammenzuführen und divergierende Interessen aneinander anzugleichen.
- ▶ In wirtschaftlicher Hinsicht erfordert die (optimierte) Realisierung von Restrukturierungsmaßnahmen im Hinblick auf die Wahrung bestehender Anreizstrukturen.
- ▶ Für die bei der Restrukturierung beteiligten Banken ist die Neuauflage des Managementbeteiligungsprogramms häufig eine notwendige Bedingung, damit sie ihren Restrukturierungsbeitrag erbringen können.
- ▶ Kapitalmaßnahmen begründen regelmäßig das Risiko, dass sie zu einer Verwässerung der von dem Management gehaltenen Anteile führen. Zudem bergen Kapitalmaßnahmen das Risiko der Verringerung des ursprünglich vereinbarten Hebels. Der Sponsor hat sich aber ggf. dazu verpflichtet, das Management so zu stellen, dass die wirtschaftlichen Nachteile so ausgeglichen werden, als ob es nicht zu einer nachteiligen Veränderung des Hebels gekommen wäre.
- ▶ Kapitalmaßnahmen sowie ein Schuldenrückkauf durch den Sponsor können mit lohnsteuerlichen Nachteilen für das Management verbunden sein.
- ▶ Bei Veränderungen im Kreis der Teilnehmer eines Managementbeteiligungsprogramms (Leaver/New Entry) kommt es mitunter dazu, dass abweichend von den ursprünglich vereinbarten (Rück-)Kaufpreisregeln Lösungen auf individueller Basis gesucht werden.
- ▶ Managementbeteiligungen unterliegen nicht den gesetzlichen Regeln, die eine Herabsetzung der Vergütung in der Unternehmenskrise vorsehen. Die diesbezüglichen Pflichten sind aber dennoch beachtenswert.

Management und Restrukturierung

Unter den Beteiligten der konsensualen Restrukturierung nimmt das Management eine besondere Stellung ein. Der Business Plan ist Basis der Bewertung (Kaufpreis) und der Bankenfinanzierung bei der Akquisition. Die Annahmen im Business Plan und die Performance des Managements sind auch die maßgeblichen Faktoren, die über das Zustandekommen der Restrukturierungsmaßnahmen und deren Erfolg entscheiden.



Managementbeteiligungen (MPP) dienen dazu, gleichlaufende Interessen von Sponsoren und Managern zusammenzuführen und divergierende Interessen aneinander anzugleichen. Dies gilt für krisenbedingte Interessenkonflikte umso mehr. Aufgrund des allgemeinen Zeit- und Handlungsdrucks in Krisensituationen sind Verhaltens- und Bleibeanreize für das Management von besonderer Bedeutung.

Position des Managements

- ▶ **Neue Anreize für das Erreichen ursprünglicher oder neu definierter Ziele**
- ▶ Ausgleich für **vorangegangene Investments im Rahmen** eines MPP, dessen Erfolgsziele außer Reichweite geraten sind sowie Ausgleich für krisenbedingte erhöhte **Reputations- und Haftungsrisiken**
- ▶ **Implementierung von Bleibeanreizen**, damit das Management dem kriselnden Unternehmen erhalten bleibt
- ▶ **Keine Verschlechterung** der eigenen Position durch Restrukturierungsmaßnahmen
- ▶ Bei Ausstieg aus bestehendem MPP **möglichst hoher Rückkaufpreis**

Position der Banken

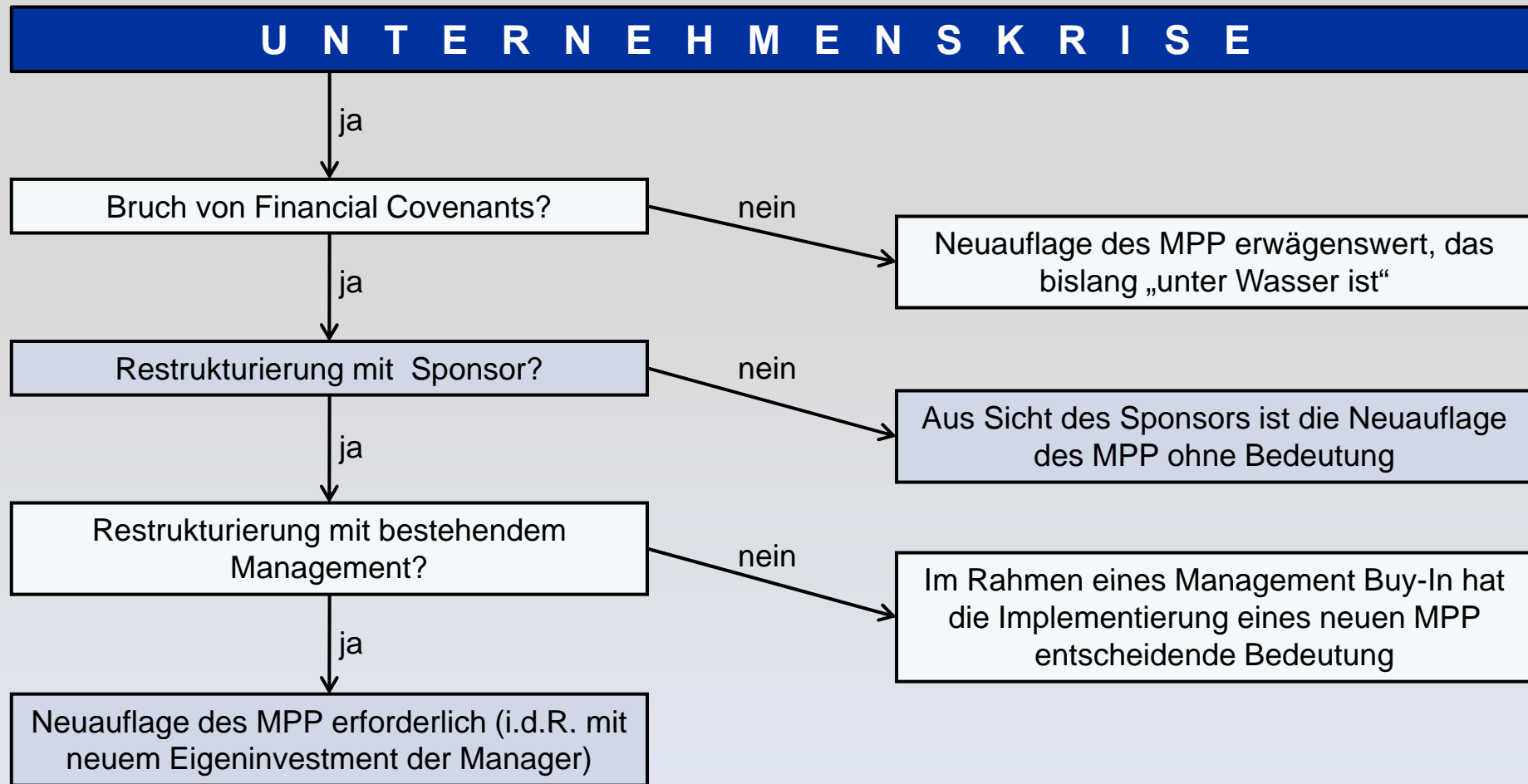
- ▶ **MPP als Voraussetzung des Restrukturierungsbeitrags der Banken**, die ausreichende Anreize für das Management zur Zielerreichung fordern
- ▶ **(Erneutes) Eigeninvestment der Manager erforderlich**, um Selbstbetroffenheit bei Zielverfehlung zu erreichen

Position des Sponsors

- ▶ Anreize für das **Erreichen der gesteckten Ziele** und **Erhalt der Kooperation** und des **Know-How** des Managements
- ▶ Ggf. **Bedarf an adäquater Vergütung** für neues Management im Rahmen eines MBI
- ▶ Ggf. **Ausstieg des Sponsors**, weshalb zur Auflage eines neuen MPP keine Veranlassung besteht
- ▶ Bei Ausstieg von Managern aus bestehendem MPP **geringer bis adäquater Rückkaufpreis**

Funktionen von Managementbeteiligungen im Restrukturierungsprozess

Der Sponsor hat die Interessen des Fonds, das Bedürfnis der Portfolio-Gesellschaft sowie die Beiträge und Belange der anderen Parteien zu berücksichtigen. Der Fortschritt der Krise und die Ergebnisse der Restrukturierungsverhandlungen bestimmen, welche Funktion das MPP einnehmen kann.



Die Neuauflage eines MPP besitzt viele positive Aspekte, kann bei falscher Gestaltung aber auch ökonomisch sinnwidrig sein. Dementsprechend lassen sich Erfolgskriterien entwickeln.

	Abwägungskriterien
positiv	<ul style="list-style-type: none"> ✓ In der Regel sind MPP darauf angelegt, marktgerechte Anreize für das Management zu schaffen – durch Anpassung der Vertragsbedingungen kann den neuen Marktverhältnissen entsprochen werden ✓ Wiederherstellung der ursprünglich beabsichtigten Anreizfunktion/Motivation durch Gewährung neuer Renditechancen ✓ Kompensation für bereits anfänglich getätigte Investments des Managements, die ohne Renditechance blieben ✓ Bei einer allein durch äußere Faktoren verursachten Unternehmenskrise Ausgleich für enttäuschte Erwartungen und Wiederstellung der Zufriedenheit sinnvoll
negativ	<ul style="list-style-type: none"> ✗ Bei vorangegangenen Managementfehlern und Fehlannahmen im Business Plan Belohnung für Fehlverhalten / Honorierung von Underperformance ✗ Nivellierung der ursprünglich gesetzten Ziele ✗ Ungerechte Risikoverteilung: Befreiung von windfall losses, während erneut Möglichkeit zur Mitnahme von windfall profits gewährt wird ✗ Dry Income-Problematik (Steuerzahlung ohne Cash-Zufluss) ✗ Abschreibung in Büchern des Sponsors erforderlich

Erfolgskriterien
<ul style="list-style-type: none"> ➤ Genauere Ermittlung der Krisenursachen, insbesondere des vom Management zu verantwortenden Anteils an der Verfehlung der ursprünglichen Ziele ➤ Bestimmung der Vergütungsparameter durch realistische Annahmen im Business Plan, Berücksichtigung vorangegangener Leistungen und vorangegangener Investments ➤ Evtl. Eigeninvestment des Managements als Gewähr für Validität der im Business Plan getroffenen Annahmen ➤ Nachhaltige Anreize bei größtmöglicher Bindung des Managements ➤ Evtl. Einholung einer Unternehmensbewertung (z.B. Sanierungsgutachten) ➤ Abwägung bei der Ermittlung von positiven und negativen Einzelaspekten und abschließende Gesamtabwägung sämtlicher Kriterien zur Ermittlung neuer Erfolgsziele

Managementbeteiligungen und Kapitalmaßnahmen

Kapitalmaßnahmen begründen regelmäßig das Risiko, dass sie zu einer Verwässerung der von dem Management gehaltenen Anteile führen. Damit kann sich der ursprünglich vereinbarte Hebel zum Nachteil des Managements verändern.

Definitionen

- **Equity Injection** Einschießen von Eigenkapital durch Bar- oder Sacheinlagen zum Zweck der Absenkung des debt ratio und/oder zur Stimulation weiteren Unternehmenswachstums.
- **Debt Buy Back** Sponsoren erwerben (mittelbar oder unmittelbar) Kredite ihrer Portfolio-Gesellschaft zu Preisen unter Nennwert mit dem Ziel, diese in die Gesellschaft einzubringen, damit deren Verbindlichkeiten zu reduzieren sowie die Einhaltung der Financial Covenants zu erleichtern.

Problem von Equity Injection und Debt Buy Back in der Krise: Schutzklauseln greifen in der Regel nicht

- **Verwässerung** **Eigentlicher Schutz: Fair Market Value-Klausel**
Kapitalerhöhungen durch Bar- oder Sacheinlagen (insb. Umwandlung von Darlehen in Anteile) nur dann, wenn die entsprechende Erhöhung auf dem Verkehrswert der Anteile oder der Vermögenswerte der Gesellschafter bzw. der eingebrachten Vermögenswerte gründet.
- **Hebelverlust** **Eigentlicher Schutz: Klausel zum Erhalt der Kapitalstruktur**
Wenn und soweit Kapitalmaßnahmen zu einer Veränderung des bestehenden Verhältnisses von Gesellschafterdarlehen und Eigenkapital führen, die für das Management bei Erlösverteilung auf Grundlage des MPP wirtschaftlich nachteilig ist, sind der Sponsor oder die Gesellschaft verpflichtet, das Management zu dem Zeitpunkt oder von dem Zeitpunkt an, zu dem das Management Erlöse aufgrund des Vertrages erhält, in die wirtschaftliche Situation zu versetzen, in der sie wären, wenn es zu der Veränderung des Verhältnisses von Gesellschafterdarlehen und Eigenkapital nicht gekommen wäre.

Problem: in der Regel keine Geltung der Schutzklauseln, wenn Covenant-Bruch bzw. Insolvenz vermieden werden soll.

Problemlösung

- Vermeidung Leerlaufen der Schutzklausel** ← **Lösung:**
- **Einseitiges Gesellschafterdarlehen durch den Sponsor**
 - **Einseitige Zeichnung von Vorzugskapital durch den Sponsor**
- Kriterien: jeweils Liquidationsvorrang, keine Teilhabe an stillen Reserven, marktübliche „Verzinsung“
- ← **Alternative:** ▪ **Einseitige Einzahlung in die Rücklagen**
mit Steuerrisiko für das Management und Nachteilen für den Sponsor verbunden

Leaver / New Entry-Szenarien

Bei Leaver- und New Entry-Fällen kann es sich mitunter anbieten, in Abweichung von den ursprünglich vereinbarten Regelungen Lösungen auf individueller Basis zu finden.

VERÄNDERUNGEN IM KREIS DER MPP-TEILNEHMER

Häufige Preisregeln für Leaver

Good Leaver

- **Fair Market Value**
- 1. Multiple x EBITDA LTM - Net Debt
- 2. PE-Reporting (BVCA, EVCA)
- 3. Unternehmensbewertung durch Gutachter
- 4. Retrograde lineare Methode

Bad Leaver

- „Lower of“ **Anschaffungskosten und Fair Market Value**

- **Bewertung nach Formel?**
 - Fixierter Multiple entspricht nicht aktueller Marktbewertung
- **Abwertung in Fundsreporting?**
 - Fixierter Multiple entspricht nicht aktueller Marktbewertung
- **Rauskauf auf individueller Basis?**
 - Anschaffungskosten: Rückkauf über aktuellem Verkehrswert als lohnsteuerpflichtiger Vorteil
 - Unter Formelwert: Sponsor ist nicht bereit, auf Basis des gefixten Multiples zurückzukaufen

Bestimmung des Eintrittspreises für New Entries

Beibehalt des bisherigen MPP?

- Zu alter Bewertung unattraktiv für den Sponsor, da dieser dann entsprechend in den Büchern die Bewertung korrigieren muss
- Bei niedriger Bewertung zur Vermeidung von Dry Income Bewertungsgutachten erforderlich

Implementierung eines neuen MPP?

- Möglicherweise hoher Aufwand
- Möglicherweise wenige New Entries
- Verhältnismäßigkeit von Aufwand im Hinblick auf New Entries

Implementierung eines virtuellen Programms?

- Vergleichsweise geringer Aufwand

Herabsetzung der Vergütung

Managementbeteiligungen stellen keine Vergütung dar; gesetzliche Vorschriften zur Herabsetzung der Geschäftsführer-/Vorstandsvergütung in der Krise gelten insoweit nicht unmittelbar.

Rechtsform	Verantwortliches Organ	Wesentliche Voraussetzungen für die Herabsetzung der Vergütung	Rechtsfolgen
AG	Gesamtaufsichtsrat (§§ 87 Abs. 2, 107 Abs. 3 S. 3 AktG)	Verschlechterung der Lage der Gesellschaft: möglich dann, wenn die Gesellschaft Entlassungen oder Lohnkürzungen vornehmen muss und keine Gewinne mehr ausschütten kann. Insolvenz oder unmittelbare Krise erfüllen die Voraussetzung stets, sind aber nicht notwendig.	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Herabsetzung der Vergütung auf angemessene Höhe: Angemessene Höhe bestimmt sich u.a. nach Lage der Gesellschaft, Aufgaben und Leistungen des Vorstandsmitglieds und der Üblichkeit der Vergütung (vgl. § 87 Abs.1 S. 1 AktG). ▪ Sonderkündigungsrecht des Vorstandsmitglieds, das seinen Anstellungsvertrag für den Schluss des nächsten Kalendervierteljahrs mit einer Kündigungsfrist von sechs Wochen kündigen kann (§ 87 Abs. 2 S. 4 AktG).
		Unbilligkeit (für die Gesellschaft): Weiterzahlung der Bezüge ist „unbillig“, wenn der Vorstand pflichtwidrig gehandelt hat, aber auch dann, wenn ihm kein pflichtwidriges Verhalten vorzuwerfen ist, die Verschlechterung der Lage der Gesellschaft jedoch in die Zeit seiner Vorstandsverantwortung fällt und ihm zurechenbar ist.	
		Aufsichtsrat „soll“ die Vergütung herabsetzen: Ausnahme von Pflicht zur Herabsetzung der Vergütung nur bei Vorliegen besonderer Umstände (bspw. ohnehin unterdurchschnittliche Vergütung; bislang noch nicht vergütete besondere Pflichten in der Krise).	
		Frist für Ruhegehalt, Hinterbliebenenbezüge und Leistungen verwandter Art: Derartige Leistungen können nur in den ersten drei Jahren nach Ausscheiden aus der Gesellschaft unter den o.g. Voraussetzungen herabgesetzt werden.	
GmbH	Geschäftsführer, Gesellschafter oder, sofern vorhanden, Beirat (§ 87 AktG gilt nicht unmittelbar)	Gesellschaft kann von Fremdgeschäftsführer grundsätzlich die Zustimmung zur Herabsetzung seiner Bezüge dann verlangen, wenn <ol style="list-style-type: none"> (1) sich die Verhältnisse nach Vertragsschluss nachteilig verändert haben, und (2) deshalb die Fortzahlung der bisherigen Bezüge besonders unbillig wäre (d.h. Entzug von Gesellschaftsmitteln, die für den Fortbestand der Gesellschaft dringend erforderlich sind). 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Abhängig von Prägung und Größe der GmbH Herabsetzung der Vergütung auf angemessene Höhe. ▪ Dauer der Herabsetzung von besonderer Bedeutung.

P+P Pöllath + Partners

Rechtsanwälte • Steuerberater

Kontakt:



Dr. Benedikt Hohaus, FASr

Rechtsanwalt / Partner

P+P Pöllath + Partners

Telefon +49-89-24 24 0 372

benedikt.hohaus@pplaw.com



Dr. Christoph Weber, LL.M., EMBA

Rechtsanwalt

P+P Pöllath + Partners

Telefon +49-89-24 24 0 372

christoph.weber@pplaw.com

Disclaimer:

Dieses White Paper zu dem Thema „Managementbeteiligungen und die Krise der Portfolio-Gesellschaft“ („White Paper“) hat P+P Pöllath + Partners („P+P“) allein zu dem Zweck erstellt, einen Überblick zu verschaffen über wesentliche rechtliche Themen für Private Equity Fonds im Zusammenhang mit Managementbeteiligungen und der Krise einer Portfolio-Gesellschaft und wurde von P+P ausschließlich zu diesem Zweck erstellt. Das White Paper wurde auf der Grundlage der nachfolgenden Annahmen und Aussagen angefertigt. Ohne ausdrückliche schriftliche Zustimmung von P+P darf es zu keinem anderen Zweck verwendet, insbesondere nicht an Dritte weitergegeben oder in Dokumenten in Bezug genommen werden, die Dritten zugänglich sind.

P+P hat das White Paper nicht für jeden Einzelfall erstellt, sondern es handelt sich um allgemeine Ausführungen, die nicht in jedem Einzelfall zutreffen. P+P macht in dem White Paper keine verbindlichen Aussagen, insbesondere nicht zu rechtlichen Themen im Zusammenhang mit Managementbeteiligungen und der Krise einer Portfolio-Gesellschaft und auch nicht im Hinblick auf dargestellte Lösungsvorschläge. Ob die Aussagen von P+P in diesem White Paper vollständig oder für den Zweck ausreichend sind und ob die Inhalte des White Paper richtig und nicht irreführend sind, wird weder zugesichert noch gewährleistet. P+P übernimmt diesbezüglich keinerlei Haftung.

Das White Paper betrifft ausschließlich die Thematik „Managementbeteiligungen und die Krise der Portfolio-Gesellschaft“ und beschreibt nur Vorgänge zu dieser Thematik. Alle Informationen in diesem White Paper werden ausschließlich zu Informationszwecken gegeben und jegliche Haftung dafür ist ausgeschlossen.

Das White Paper wurde auf der Grundlage des Rechts der Bundesrepublik Deutschland erstellt, wie es an dem auf der ersten Seite des White Papers angegebenen Datum in Kraft war. P+P praktiziert nur in Deutschland und gibt keine Informationen – auch nicht zu Informationszwecken – in Bezug auf Rechtsordnungen anderer Länder ab.