

Management Buy-Out

Weitnauer

3. Auflage 2025
ISBN 978-3-406-81721-2
C.H.BECK

schnell und portofrei erhältlich bei
beck-shop.de

Die Online-Fachbuchhandlung beck-shop.de steht für Kompetenz aus Tradition. Sie gründet auf über 250 Jahre juristische Fachbuch-Erfahrung durch die Verlage C.H.BECK und Franz Vahlen. beck-shop.de hält Fachinformationen in allen gängigen Medienformaten bereit: über 12 Millionen Bücher, eBooks, Loseblattwerke, Zeitschriften, DVDs, Online-Datenbanken und Seminare. Besonders geschätzt wird beck-shop.de für sein umfassendes Spezialsortiment im Bereich Recht, Steuern und Wirtschaft mit rund 700.000 lieferbaren Fachbuchtiteln.

schaft gedeckt sein und daher gegen das Kartellverbot von § 1 GWB iVm § 134 BGB verstoßen.¹¹

Da die Manager idR zugleich Geschäftsführer der Erwerber- und auch der Zielgesellschaft werden, gilt für sie entsprechend § 88 AktG, § 112 HGB allein schon wegen ihrer Organstellung ein **gesetzliches Wettbewerbsverbot** für die Dauer ihres Amtes.¹² Endet es vorzeitig und werden die Manager auch nicht mehr anderweitig für die Erwerber- und die Zielgesellschaft tätig, werden für diesen Fall idR Regeln vorgesehen, die sie zur Übertragung ihrer Beteiligung verpflichten.¹³ Ein **nachvertragliches Wettbewerbsverbot**, das bei Ausübung der Übertragungsoption gelten würde, nachdem die Manager als Geschäftsführer und Gesellschafter ausgeschieden sind, kann bis zur zeitlichen Regelgrenze von 2 Jahren bei einem berechtigten Interesse der Gesellschaft vereinbart werden, ohne gegen §§ 138 BGB zu verstoßen.¹⁴ Auf Organmitglieder finden zwar die §§ 74 ff. HGB keine unmittelbare Anwendung.¹⁵ Um einen Verstoß gegen Art. 12 GG (Berufsfreiheit) iVm § 138 zu vermeiden, sollte jedoch jedenfalls bei Fremdgeschäftsführern und auch in dem Fall, dass die Manager nicht nur ihre Tätigkeit beenden, sondern auch als Gesellschafter ausscheiden, also nicht als solche zur Unterlassung von Wettbewerb verpflichtet bleiben, im Anstellungsvertrag eine **Karenzentschädigung** für ein nachvertragliches Wettbewerbsverbot gem. § 74 Abs. 2 HGB vorgesehen werden; anderes gilt, wenn sich das Wettbewerbsverbot in einer reinen Kundenschutzregelung erschöpft.¹⁶

c) Garantien

In der Regel wird sich die Erwerbergesellschaft mit Garantien der **Altgesellschafter** im Rahmen des Unternehmenskaufvertrags¹⁷ begnügen. Denkbar ist aber auch, dass sich die Finanzinvestoren vom **Buy-Out-Management** bestimmte essentielle Punkte des operativen Geschäftsbetriebs der Zielgesellschaft garantieren lassen. Dies wird vor allen Dingen dann in Betracht kommen, wenn die verkaufenden Altgesellschafter die Abgabe von Garantien mit dem Argument ablehnen, selbst keinen genauen Einblick in die operativen Verhältnisse gehabt zu haben und das Management es ohnehin besser wisse als sie selbst. Manager sind aber idR nur dann zur Abgabe von Garantien bereit, wenn sie entweder aus bestehenden Gesellschafterabreden für den Verkaufsfall dazu verpflichtet sind oder einen Anreiz dazu haben, weil sie mitverkaufen.¹⁸ Häufig genügt aber die Zusicherung der Manager, dass die im Rahmen der Due Diligence im Datenraum zur Verfügung gestellten Informationen vollständig und richtig sind und der Businessplan (nach bestem Wissen und Gewissen) unter Beachtung der Grundsätze eines ordentlichen Kaufmanns aufgestellt wurde. Auch wenn die Haftung hierfür eng begrenzt wird, genügt das häufig als vertrauensbildende Maßnahme.¹⁹

¹¹ Scholz/Scheller § 3 Rn. 87 ff., 92; Weitnauer/Grob GWR 2014, 185 (189).

¹² Lutter/Hommelhoff/Kleindiek Anh. zu GmbHG § 6 Rn. 20 ff.

¹³ Nachfolgend zu den Vesting-Regeln → Kap. 4 Rn. 28 ff.

¹⁴ Zu den allgemeinen Anforderungen des § 138 BGB Grüneberg/Ellenberger BGB § 138 Rn. 104. Eine geltungserhaltende Reduktion ist bei unzulässigen Wettbewerbsverboten nur in zeitlicher, nicht in gegenständlicher Hinsicht möglich, BGH BeckRS 2009, 09090.

¹⁵ BGH NZG 2008, 664 = BeckRS 2008, 11735 sowie BGH NZG 2008, 753 = BeckRS 2008, 18206.

¹⁶ Zu alledem Weitnauer/Grob GWR 2014, 185 (190 f.).

¹⁷ Hierzu → Kap. 4 Rn. 183 ff.

¹⁸ Koch-Schulte, BB 2020, 1131, 1133.

¹⁹ BeckM&A-HdB/Clauss/Jäckle/Strehle § 57 Rn. 61 f.; Eilers/Koffka/Mackensen/Paul/Josenhans Private Equity/Mackensen S. 479.

d) Ausstiegsregeln

aa) Vinkulierung, Vorerwerbsrecht

- 10 Grundsätzlich haben alle Gesellschafter ein starkes Interesse daran, sich vor dem Eindringen unerwünschter Gesellschafter zu schützen. Diesen Zweck verfolgen Regelungen, die die Übertragung von Anteilen an Dritte bis zur Realisierung eines Exits möglichst einschränken. So kann beispielsweise vorgesehen werden, dass die Anteile grundsätzlich nicht an Dritte übertragen werden dürfen, wenn nicht vorher die Gesellschafter dem durch Beschluss zugestimmt haben (**Vinkulierung**). Dies ist mit dinglicher Wirkung bei der GmbH möglich, § 15 Abs. 5 GmbHG, bei der Aktiengesellschaft dinglich hingegen nicht für Inhaberaktien, sondern nur für Namensaktien, § 68 Abs. 2 S. 1 AktG; folglich hat der Verstoß gegen ein Zustimmungserfordernis bei Inhaberaktien nur schuldrechtliche Bedeutung, hindert also die Wirksamkeit der Aktienübertragung nicht. Ferner kann der Gesellschafter, der sich von seinen Anteilen trennen will, dazu verpflichtet werden, seine Anteile vorab, dh vor Abschluss des Kaufvertrags, den Mitgesellschaftern im Verhältnis ihrer Beteiligung an der Gesellschaft zum Erwerb anzubieten (**Andienungspflicht oder Vorerwerbsrecht**). Verkauft ein Gesellschafter seine Beteiligung ganz oder teilweise, ohne diesen Voraussetzungen genügt zu haben, kann zugunsten der übrigen Gesellschafter gemäß §§ 463 ff. BGB ein nachwirkendes **Vorkaufsrecht** im Verhältnis ihrer Beteiligung an der Gesellschaft vereinbart werden.

bb) Exit-Absprachen

- 11 (1) **Gemeinsame Zielplanung.** Insbesondere bei einem IBO ist es vorteilhaft, wenn sich die Gesellschafter über die Zeitdauer ihrer gesellschaftlichen Verbundenheit, den Exit-Zeitpunkt und die Art des angestrebten Exits des Finanzinvestors verständigen. Der **Zeitraum** bis zum Exit sollte dem Unternehmen ausreichend Zeit für seinen Reifeprozess lassen und nicht nur durch die Renditeüberlegungen des Finanzinvestors bestimmt sein. Hilfreich ist es unter Umständen auch, statt eines festen Zeitrahmens Alternativszenarien zu bilden, die die Bandbreite der voraussichtlichen Entwicklungen mit den jeweils geeigneten Exit-Szenarien in Verbindung bringen, so dass im Verlauf der Unternehmensentwicklung der Zeitpunkt und die Art des Exits zwischen den Parteien bereits im Grundsatz vereinbart sind.
- 12 (2) **Deadlock-Regelung. „Deadlock-Klauseln“**, die dem Finanzinvestor ein Ausschließungsrecht gewähren, sofern die Gesellschafter mehrfach in wichtigen Fragen keine Einigung über strategische Fragen, bspw. zu mittelfristig die Unternehmensgewinne beeinträchtigenden Investitionen oder Personalmaßnahmen erzielen konnten, können die Ausschließung des Gesellschafter-Geschäftsführers nur rechtfertigen, wenn dadurch das vereinbarte Ziel des Exits innerhalb eines definierten Zeitraums verhindert oder gefährdet wird.²⁰
- 13 Für solche Fallkonstellationen (bspw. Nichterreichen von Meilensteinen, grundlegender Dissens über die Geschäftspolitik) kann es aber angezeigt sein, eine wechselseitige **Put/Call-Option** vorzusehen, die den Ausstieg einer der Parteien herbeiführt. Diese Regelung sieht das Recht jeder Seite vor, der jeweils anderen Partei alle ihre Anteile zu einem vom Anbieter frei zu bestimmenden Preis anzubieten; nimmt die andere Partei dieses Angebot nicht innerhalb einer festzulegenden Frist an, ist sie ihrerseits verpflichtet, ihre Anteile zu dem von der Gegenseite genannten Preis an diese zu verkaufen²¹.
- 14 (3) **Gestaltungsvarianten für MBO/MBI.** Speziell bei einem MBO/MBI zur Lösung der Nachfolge bei einem mittelständischen Unternehmen werden die **Manager-Gesell-**

²⁰ Schockenhoff NZG 2018, 201 (208).

²¹ Weitnauer Venture Capital-HdB/Weitnauer Teil E Rn. 206.

schafter in der Regel daran interessiert sein, langfristig die Anteile der investierenden Beteiligungsgesellschaft, die hier meistens eine Minderheitsbeteiligung hält, zu übernehmen. So kann eine Call-Option für Manager-Gesellschafter vorgesehen werden, wonach sie nach einer bestimmten Frist (zB 3 bis 5 Jahre) verlangen dürfen, dass die Beteiligungsgesellschaft ihre Anteile auf sie oder auf eine andere Person, die von ihnen benannt wird, überträgt. Die Bewertung erfolgt nach einem bei Beginn der Beteiligung festgelegten Bewertungsverfahren²². Zur Absicherung der Beteiligungsgesellschaft kann eine **Preisuntergrenze** vereinbart werden, wonach der Kaufpreis mindestens so hoch sein muss, dass die Beteiligungsgesellschaft über die Gesamtzeit der Beteiligung eine Mindestrendite p. a. bezogen auf das eingesetzte Kapital, ggf. unter Anrechnung von Ausschüttungen erzielt. Spiegelbildlich kann auch eine **Preisobergrenze** zugunsten des Managements vorgesehen werden mit der Maßgabe, dass dann, wenn es die Call-Option nicht bis zu einem bestimmten Zeitpunkt ausübt, die Beteiligungsgesellschaft ihre Anteile frei veräußern kann, ggf. verbunden mit einer Mitverkaufspflicht des Managements zumindest in dem Umfang, dass ein Käufer die Mehrheit erwerben kann. Denn Minderheitsbeteiligungen an kleinen und mittleren Unternehmen werden üblicherweise kaum veräußerbar sein, weshalb für die Beteiligungsgesellschaft allenfalls bei einem Mehrheitsverkauf die Möglichkeit eines sinnvollen Exits besteht. Eine Kaufverpflichtung des Managements, also eine **Put-Option** der Beteiligungsgesellschaft, ist hingegen für das Management dann problematisch, wenn zum Zeitpunkt der Transaktion die Finanzierung nicht dargestellt werden kann; dies ist aber nicht sicher planbar, weshalb diese Alternative idR ausscheidet

cc) Mitveräußerungsrechte und- pflichten

Die Parteien können das Ziel eines gemeinsamen Ausstiegs aus der Zielgesellschaft auf **15** verschiedenen Wegen realisieren: Ein **Mitveräußerungsrecht (Take/Tag along-Klausel)** verpflichtet die Mehrheitsgesellschafter im Interesse der Minderheit dazu, im Falle eines Verkaufs von Anteilen außerhalb des bestehenden Gesellschafterkreises es auch den Minderheitsgesellschaftern zu ermöglichen, zu den gleichen Konditionen zu verkaufen. Die **Mitveräußerungspflicht (Drag along-Klausel)** der Minderheitsgesellschafter gibt der Mehrheit den Hebel in die Hand, auch bis zu 100% der Anteile verkaufen zu können. Derartige Klauseln sind vor allem im Falle eines IBO gebräuchlich, um für einen Private Equity-Investor die Voraussetzung für einen Trade Sale, das heißt einen Verkauf an einen strategischen Investor, zu schaffen. Eingeschränkt werden kann die Pflicht zum Mitverkauf zum Schutz der Minderheit dadurch, dass sie erst nach Ablauf einer bestimmten Zeit und/oder nur zu einer bestimmten Mindestbewertung umgesetzt werden darf. Drag along-Klauseln entsprechen der Logik des Buy-Out-Modells und sind unbedenklich; denn würde der Gesellschafter-Geschäftsführer seinen Anteil zurückbehalten, würde sich im Regelfall entweder kein Erwerbsinteressent finden oder er würde jedenfalls einen deutlich geringeren Preis bezahlen. Allerdings wird es oft im Interesse eines potentiellen Erwerbers liegen, dass das Management am Unternehmen zumindest für eine bestimmte Zeit und in bestimmtem Umfang beteiligt bleibt, um sich sein Know-how und seine weitere Unterstützung zu sichern²³.

dd) Liquidationspräferenz

Die Liquidationspräferenz ist eine Vereinbarung, die die vermögensrechtliche Besserstellung des Investors im Falle eines Exits für seine Eigenkapitalbeteiligung bezweckt. **16** Insoweit ist der Begriff „Liquidationspräferenz“ irreführend eng. Denn erfasst werden üblicherweise außer der Liquidation alle Fälle eines zumindest mehrheitlichen Verkaufs der Antei-

²² → Kap. 2 Rn. 301 ff.

²³ Holzapfel/Pöllath/Bergjan/Engelhardt Unternehmenskauf/Hohaus/Koch-Schulte, Rn. 1873 f.

le oder der Vermögenswerte sowie einer Verschmelzung, bei der die übertragenden Gesellschafter nicht mehr die Mehrheit an dem übernehmenden Rechtsträger halten.²⁴

- 17 Da sich der Exit bei indirekter Beteiligung über eine Akquisitionsgesellschaft meist nicht auf ihrer Ebene, sondern auf Ebene der Zielgesellschaft vollzieht (es werden nicht die Anteile an der NewCo, sondern deren Beteiligung an der Zielgesellschaft verkauft), bezieht sich die Präferenzregelung grundsätzlich nicht auf die Verteilung eines von den NewCo-Gesellschaftern vereinnahmten Kaufpreises, sondern auf die Ergebnisverwendung bzw. Vermögensverteilung in der NewCo. Dies kann in der Satzung geregelt werden, §§ 29 Abs. 3 S. 2, 72 S. 2 GmbHG, §§ 60 Abs. 3, 271 Abs. 2 AktG. Doch ist für die GmbH und trotz des Gebots der Satzungsstrenge nach § 23 Abs. 5 AktG²⁵ auch bei der AG anerkannt, dass mit Zustimmung **aller** Gesellschafter auch außerhalb der Satzung ein keiner notariellen Form bedürftiger abweichender Verteilungsmaßstab schuldrechtlich vereinbart werden kann.²⁶
- 18 Die Liquidationspräferenz wird in der Regel so vereinbart, dass der Investor (oder auch die mit investierenden Manager) vorab aus dem Veräußerungserlös abzüglich Transaktionskosten seine Einlage, einschließlich aller Zuzahlungen, und der in Eigenkapital gewandelten Forderungen, ferner etwaige in der Vergangenheit beschlossene, aber nicht ausgeschüttete Dividenden, die auf die bevorzugte Beteiligung entfallen, erhält. Erst nach der Bedienung dieser Präferenz wird ein den Erlösvorzug übersteigender Mehrerlös auf sämtliche Gesellschafter, also einschließlich des Investors, im Verhältnis ihrer Beteiligungen verteilt.²⁷ Wird die Liquidationspräferenz nicht als Mittel der Renditeoptimierung, sondern nur als Investimentschutz verstanden, wird eine **Anrechnung** des vorab erhaltenen Präferenzbetrags auf den quotalen Anteil vereinbart (*non-participating liquidation preference*) bzw. wird vorgesehen, dass sie dann entfällt, wenn der Investor bereits aus der quotalen Erlösverteilung seinen Investmenteinsatz, rechnerisch verzinst mit seiner Zielrendite, zugewiesen erhält. **Steuerlich** erkennt die Finanzverwaltung die disquotale Gewinn- bzw. Erlösverteilung aber nur an, wenn die Satzung sie in Form eines einstimmig gefassten Beschlusses bzw. einer allseitigen Abrede durch eine **Öffnungsklausel in der Satzung** gem. § 29 Abs. 3 S. 2 GmbHG zulässt.²⁸
- 19 Ein Leistungsanreiz für das am Buy-Out beteiligte Management kann auch über eine **abgestufte Erlösverteilung (Liquidationspräferenz)** im Falle eines Exits geschaffen werden, etwa indem dem Management als Minderheitsgesellschaftern nach Bedienung einer Liquidationspräferenz zugunsten der Investoren ein bestimmter Betrag auf einer weiteren Verteilungsebene vor der abschließenden Erlösverteilung quotale nach Anteilen eingeräumt wird. Ein „**Exit Bonus**“ ist aber idR als Arbeitslohn voll steuerpflichtig.²⁹ Sofern dieser „**Carve Out**“ zugunsten des Managements nicht vom Fortbestand seiner Tätigkeit abhängig gemacht wird, mag man dies aber ggf. nicht als Lohnzufluss bei den Managern zu bewerten, sondern ihn im Hinblick auf die dann vorrangige „causa societatis“ in die Veräußerungsgewinn- bzw. die Dividendenbesteuerung einzubeziehen haben. Doch empfiehlt sich hierfür jedenfalls eine vorherige steuerliche Anrufungsauskunft.

²⁴ Im Einzelnen Weitnauer Venture Capital-HdB/Weitnauer Teil E Rn. 209 ff.

²⁵ Hiernach kann die Satzung von den Vorschriften des AktG nur abweichen, wenn dies ausdrücklich zugelassen ist, hierzu Koch § 23 Rn. 34 ff.

²⁶ Noack/Servatius/Haas/Haas GmbHG § 72 Rn. 12.

²⁷ Zu Gestaltungsvarianten und Regelungssystematik ausführlich Weitnauer Venture Capital-HdB/Weitnauer Teil E Rn. 209 ff., 213.

²⁸ BMF 17.12.2013, BStBl. I 2014, 63; aA BFH DStR 2022, 2606 für punktuell satzungsdurchbrechende inkongruente Beschlüsse über eine Vorabgewinnausschüttung. Am Erfordernis der Öffnungsklausel für dauerhaft wirkende Präferenzabreden, die zu einer disquotalen Gewinn- bzw. Erlösverteilung führen, ändert dieses BFH-Urteil daher nichts.

²⁹ FG Münster BeckRS 2014, 9657 = GWR 2015, 132 [Schuhknecht].

II. Rechtliche Gestaltung von Managementbeteiligungen

1. Allgemeines

a) Abgrenzung

Zu unterscheiden ist zwischen **Managerbeteiligungsmodellen** ohne Finanzinvestoren, 20 bei denen die Verpflichtung des Managers zur Rückübertragung vorgesehen wird, wenn das Anstellungsverhältnis beendet wird (**Gesellschafterstellung auf Zeit**)³⁰ und solchen zusammen mit institutionellen Investoren (**IBO**).³¹ Abzugrenzen sind die Fälle des institutionellen Buy-Outs (IBO) ihrerseits von denen eines Owner Buy-Out (**OBO**) mit einem „Roll Over“ des früheren geschäftsführenden Gesellschafters und Verkäufers in eine Minderheitsbeteiligung an der AkquiCo zu gleichen Konditionen wie der Investor. Auch wenn dieser frühere Gesellschafter weiterhin geschäftsführend tätig bleibt, wird er im Folgenden nicht als Manager verstanden; er wird auch eine Rückübertragungspflicht im Fall der Beendigung seiner Tätigkeit nur gegen eine Abfindung in Höhe der Einstiegsbewertung seiner Beteiligung akzeptieren.³²

b) Interessenlage

Institutionelle Investoren haben ein großes Interesse, das Management mit seinem Know-how im Unternehmen zu halten. Zwischen Investor und Management besteht dabei ein sog. **Principal-Agent-Konflikt**:³³ Die Investoren sind vorrangig an einer Steigerung des Unternehmenswertes interessiert. Diese Wertsteigerung kann nur gemeinsam mit dem Management erreicht werden. Das Management wiederum ist vorrangig an der Erhaltung einer sicheren Einkunftsquelle interessiert, und unterliegt weiteren, mehrseitigen Ziel- und Interessenkonflikten: Diese können resultieren zum einen aus Anreizen des Verkäufers in Form von Transaktionsboni und andererseits Anreizen des Finanzinvestors durch das Angebot einer Beteiligung an der NewCo, zum anderen aus daraus resultierenden dienstvertraglichen und organschaftlichen Pflichten gegenüber der NewCo, aber auch den bestehenden entsprechenden Pflichten gegenüber der Zielgesellschaft, sofern der Manager, wie beim MBO, dort bereits leitend tätig ist. 21

c) Finanzierung einer Eigenkapitalbeteiligung

Die **Eigenkapitalbeteiligung** ist die praktisch wichtigste Form der Managementbeteiligung. 22 Das Management erwirbt dabei meist einen Anteil von bis zu 20 % des Stammkapitals der Erwerbengesellschaft (AkquiCo), wobei seine Anschaffungskosten idR zu 20 % bis 25 % aus privaten Mitteln („*skin in the game*“) gedeckt werden.³⁴ Dies kann entweder durch einen Erwerb vom Investor oder durch eine Kapitalerhöhung erfolgen. Der Erwerb bspw. über eine Beteiligungskapitalgesellschaft, insbes. eine UG (haftungsbeschränkt), kann für die Manager im Hinblick auf das Besteuerungsprivileg des § 8b KStG im Fall der Veräußerung der Beteiligung Vorteile bieten. Der Kapitaleinsatz wird beim Einstiegszeitpunkt fällig. Da das Management häufig nicht in der Lage ist, die Beteiligung zu finanzieren, ist es auf Fremdfinanzierung angewiesen. Neben der Finanzierung durch eine externe Bank kommt auch eine Darlehensgewährung (ggf. als *non-recourse* Darlehen, bei dem die

³⁰ Vgl. BGH BeckRS 2005, 12050 (MediaMarkt/Saturn).

³¹ Weitnauer GWR 2023, 111 (112).

³² Bloß GmbHR 2016, 104 (105).

³³ Dazu schon → Kap. 1 Rn. 7. Ausführlich zu dem Interessenkonflikt des Managements Rhein S. 14 ff. sowie auch Jesch/Striegel/Boxberger Private Equity-HdB/Hohaus § 13 Rn. 6.

³⁴ Jesch/Striegel/Boxberger Private Equity-HdB/Hohaus § 13 Rn. 12, 45.

Haftung auf die erworbenen Anteile beschränkt ist bzw. die Rückzahlung nur aus Exit-Erlösen vorgesehen ist) durch den Finanzinvestor in Betracht. Helfen können auch **öffentliche Förderprogramme**.³⁵ Eine Finanzierung durch die Erwerbengesellschaft, auch in Form einer GmbH & Co. KG³⁶, ist gem. § 43a GmbHG nur aus freiem Vermögen zulässig. Während das Management regelmäßig einen Großteil seines verfügbaren Kapitals für sein Investment aufwendet³⁷, schwächt ein Finanzinvestor seine Risiken durch diversifizierte Investitionen ab. Um der Risikoaversion des Managements entgegenzuwirken, wird ihm in der Regel eine überproportionale Beteiligung an Rückflüssen aus dem Investment gewährt.³⁸

d) Bündelung der Managerbeteiligungen

- 23** Wenn mehrere Manager beteiligt sind, wird in der Praxis das Investment des Managements häufig über eine GmbH/UG (haftungsbeschränkt) & Co. KG (**Manager-KG**)³⁹ gebündelt, an der die Manager als Kommanditisten beteiligt werden (**indirekte Beteiligung**).⁴⁰ Ziel ist die Bündelung der Managerbeteiligungen im Interesse einer rascheren Willensbildung der Gesellschafter. IdR wird die Manager-KG von dem Private Equity-Investor als geschäftsführender Kommanditist und zugleich Alleingesellschafter der Komplementär-GmbH gegründet.⁴¹ Er übernimmt in der Manager-KG letztlich nur eine Art „**Warehouse**“-Funktion, da über ihn Leaver-Fälle von Managern, also ihr Ein- und Austritt, abgewickelt werden.⁴² In diesem Fall der indirekten Beteiligung würden die im folgenden beschriebenen Beschränkungen bzw. Regeln der Managementbeteiligung im Rahmen des Gesellschaftsvertrags der Manager-KG vorgesehen, ebenso wie die oben beschriebenen sonstigen tätigkeitsbezogenen Pflichten der Manager, wie insbes. ein Wettbewerbsverbot.⁴³
- 24** Anders als der Erwerb von GmbH-Geschäftsanteilen (§ 15 Abs. 3 GmbHG), bedarf der Erwerb einer Kommanditbeteiligung keiner notariellen Form. Der Ein- und Austritt von Managern kann daher formlos erfolgen.⁴⁴ Steuerlich werden die Geschäftsanteile wegen der steuerlichen Transparenz der KG-Struktur den Managern direkt zugerechnet. Im Fall einer Manager-KG ist jedenfalls darauf zu achten, die Gewerblichkeit mit der Folge der Gewerbesteuerpflicht durch „Entprägung“ (Übertragung der Geschäftsführungsbefugnis von der Komplementärin auf eine geschäftsführende Kommanditistin) zu vermeiden, § 15 Abs. 3 Nr. 2 S. 1 EStG.⁴⁵
- 25** Bei nur wenigen beteiligten Managern kann die Beteiligung auch über eine **Treuhand** erfolgen; hierbei erwirbt meist eine GmbH die Beteiligung auf jeweilige Rechnung der Manager, denen, bei Vereinbarung insbesondere entsprechender Weisungsrechte, der jeweils treuhänderisch gehaltene Anteil auch steuerlich zuzurechnen ist, § 39 Abs. 2 Nr. 1 AO.⁴⁶

³⁵ → Kap. 2 Rn. 157 ff.

³⁶ Noack/Servatius/Haas/Beurskens GmbHG § 43a Rn. 11.

³⁷ Regelmäßig ein bis zwei Jahresgehälter, Kästle/Heuterkes NZG 2005, 289.

³⁸ Weber/Hohaus DStR 2008, 104 (116 f.). Dazu auch sogleich und → Kap. 5 Rn. 20 ff.

³⁹ Möglich sind auch andere Gesellschaftsformen, etwa eine GbR. Üblich sind aber vor allem Kommanditgesellschaften.

⁴⁰ Jesch/Striegel/Boxberger Private Equity-HdB/Hohaus § 13 Rn. 12.

⁴¹ Werder/Li BB 2013, 1736 (1737 ff.).

⁴² Koch-Schulte BB 2020, 1131 (1135).

⁴³ Weitnauer GWR 2023, 111 (113).

⁴⁴ Bloß GmbHR 2016, 164 (168).

⁴⁵ → Kap. 1 Rn. 58.

⁴⁶ Dazu Hohaus DB 2002, 1233 ff.

2. Sweet Equity

a) Ausgestaltung

Ein Anreiz des Managements für das Erreichen von Zielvorgaben besteht im Wertzuwachs der **eigenen** Anteile. Da das Management freilich im Zeitpunkt des Buy-Out in der Regel nicht über die erforderlichen Mittel verfügt, um bei gleichen Einstiegskonditionen eine seiner Bedeutung adäquate und gegenüber der Anteilsquote der Finanzinvestoren nicht verschwindende Beteiligungsgröße zu erwerben, ist zunächst ein denkbarer Gestaltungsweg die unterschiedliche Ausgestaltung der Einstiegskonditionen („**Sweet Equity**“⁴⁷). Dies ist denkbar, indem die Finanzinvestoren

- bei Ausgabe der Anteile der Erwerbengesellschaft ein im Vergleich zum Management höheres Aufgeld, § 272 Abs. 2 Nr. 1 HGB, oder, insbes. bei Erwerb einer Vorrats-GmbH, eine höhere Zuzahlung, § 272 Abs. 2 Nr. 4 HGB, leisten und/oder
- weitere Mezzanine-Finanzierungsmittel gewähren, bspw. in Form von Gesellschafterdarlehen (mit Rangrücktritt) oder einer stillen Beteiligung.

Der Investor erbringt somit in diesen Fällen entweder ein höheres Investment, als er aufgrund der ihm eingeräumten Beteiligungsquote am Stamm-/Grundkapital der NewCo an sich erbringen müsste, dh er investiert auf Grundlage einer höheren Bewertung als das Management, das seinerseits in Relation zur Bewertung weniger leistet („**disquotale Beteiligung**“), oder aber er erbringt zusätzliche (mezzanine) Finanzierungsleistungen über das Eigenkapital hinaus, dh sein Anteil am gesamten wirtschaftlichen Eigenkapital ist trotz gleicher Bewertung höher als der des Managements („**disproportionales Investment**“).⁴⁸ Die verbilligte, also disquotale Überlassung der Beteiligung an Manager wird aber aufgrund der Besteuerungsfolgen (die Differenz zum gemeinen Wert stellt bei Veranlassung durch das Dienstverhältnis Arbeitslohn dar)⁴⁹ in der Praxis ausscheiden.

b) Korrektur durch Vesting-Regeln

aa) Rückübertragungspflicht der Manager

Jedoch gilt es in diesem Fall der anfänglichen Einräumung von Vorzugskonditionen zu Gunsten des Managements Vorkehrungen dagegen zu treffen, dass das Management als „Vorschusslorbeeren“ Anteilsquoten zugewiesen erhält, es dann aber das Unternehmen vorzeitig verlässt, obwohl die Finanzinvestoren idR auf ihre weitere Tätigkeit gesetzt haben.⁵⁰ Daher werden bei Managerbeteiligungsmodellen grds. sämtliche Anteile eines Managers im Fall der Beendigung seiner Tätigkeit zum Gegenstand einer **Put-/Call-Option** oder auch einer **Einziehungsregelung** gemacht („Alles oder Nichts-Prinzip“). Nur für den für die Managerbeteiligung zu zahlenden Kaufpreis bzw. die Abfindung (Buch- oder voller/teilweiser Verkehrswert) wird dann nach den Gründen des Ausscheidens bzw. dem zeitmäßigen Vesting der Anteile differenziert.

Im Fall einer Put-/Call-Option kann das Übertragsangebot bereits dinglich, aufschiebend bedingt durch den Leaver-Fall, durch den Manager gegenüber den übrigen Gesellschaftern bzw. nur den Investoren oder auch der Gesellschaft abgegeben werden („**harte**“ Call-Option); dabei sollte die Anteilsübertragung aber zur Vermeidung einer Vorleistungspflicht zusätzlich von der Zahlung des Kaufpreises abhängig gemacht werden. Alternativ kann auch nur ein bloßer Anspruch auf Übertragung der Beteiligung vorgesehen werden

⁴⁷ In Abgrenzung zu „Sweet Equity“, welches erst mit „Schweiß“ erarbeitet werden muss, dazu sogleich → Rn. 45 ff. Vgl. Riedel DB 2011, 1888.

⁴⁸ → Kap. 5 Rn. 20 ff.

⁴⁹ Schmidt/Krüger EStG § 19 Rn. 100 „Aktien“ → Kap. 4 Rn. 38 ff.

⁵⁰ Muster im Anh. 5, dort § 13.

(„weiche“ Call-Option), dann vorzugsweise bereits verbunden mit einem vorgezogenen Zustimmungsbeschluss der übrigen Gesellschafter unter Verzicht auf etwaige Vorerwerbs- und Mitveräußerungsrechte. Für den Good-Leaver-Fall kann aber auch im umgekehrten Sinne eine Put-Option zugunsten des Managers eingeräumt werden.⁵¹ Optionen auf den Erwerb von GmbH-Geschäftsanteilen haben das **notarielle Formerfordernis** des § 15 Abs. 4 GmbHG zu beachten, das sich dann nach dem Vollständigkeitsgrundsatz auf alle hiermit in Verbindung stehenden vertraglichen Regelungen erstreckt. Dieses Formerfordernis gilt **nicht** für die **Einziehungsregelung**⁵² in der Satzung, die den Leaver-Fall als Grund einer Zwangseinziehung bzw. alternativ einer Zwangsabtretung vorsehen kann.⁵³

bb) Fälle des Vesting

- 30 Das Vesting wird meist kombiniert durch leistungsbezogene (etwa Verkaufszahlen, Umsatz-/Wachstumsziele) und zeitanteilige Komponenten geregelt.⁵⁴ Meist wird insoweit vorgesehen, dass je nach zeitlicher Dauer seiner Tätigkeit dem Manager Anteile im bestimmten quotalen Umfang zuwachsen (**gevestete Anteile**). Hinsichtlich des zeitlichen Vesting sollte darauf geachtet werden, dass die vorgesehene Vestingperiode möglichst nicht über die Laufzeit eines Geschäftsführervertrags hinaus geht, da dessen Ende, auch aufgrund einer Befristung, zu einem den Anteilsentzug auslösenden „Leaver-Fall“ führen würde.⁵⁵
- 31 Für die verschiedenen möglichen Ausscheidensgründe eines Managers kann danach differenziert werden, ob das Management selbst „verschuldet“ (**„Bad Leaver“**), bspw. aufgrund einer ordentlichen Eigenkündigung oder außerordentlichen Kündigung der Gesellschaft, oder „unverschuldet“ (**„Good Leaver“**) aufgrund einer ordentlichen Kündigung durch die Gesellschaft oder wegen Berufsunfähigkeit oder Todes ausscheidet.⁵⁶ Vereinfachend können auch alle Fälle, die nicht als solche eines Bad Leaver definiert sind, als Good Leaver behandelt werden. Eine in das Ermessen der Investoren gem. § 315 BGB wegen mangelnder Leistung (**Underperformance**) gestellte Call-Option ist in der Praxis seltene Ausnahme. Hier wird vor allem die Einordnung der ordentlichen Eigenkündigung, auch der Amtsniederlegung oder das Ausschlagen eines äquivalenten Verlängerungsangebots, Gegenstand der Verhandlungen sein. Dies kann unterschiedlich gestaltet werden:
- als **Bad Leaver**, jedoch sollte dann zur Vermeidung einer unangemessenen Kündigungserschwerung das Recht zum Entzug der Beteiligung auf einen angemessenen Zeitraum, etwa den der Vesting-Periode, begrenzt werden;
 - als **Good-Leaver**, da die ordentliche Eigenkündigung auf unterschiedlichen Gründen beruhen kann, etwa auf der Pflegebedürftigkeit nahestehender Angehöriger;
 - als eigenständiger **„Grey Leaver“**, bei dem die abzugebenden Anteile nicht zum Buchwert, sondern mit einem Abschlag (etwa 30 %) vom Verkehrswert abgefunden werden.⁵⁷

cc) Wirksamkeit der Vesting-Regeln

- 32 **Hinauskündigungsklauseln**, dh Regelungen in Personen- oder Kapitalgesellschaften, die einzelnen oder einer Mehrheit von Gesellschaftern das Recht einräumen, einen Mitgesellschafter aus der Gesellschaft ohne sachlichen Grund auszuschließen, sind nach der sog. „Damoklesschwert“-Rechtsprechung des BGH nach § 138 Abs. 1 BGB nichtig.⁵⁸

⁵¹ BeckM&A-HdB/Richter § 58 Rn. 106 f.; hierzu bereits Weitnauer GWR 2023, 129 (130).

⁵² Weitnauer GWR 2018, 245 (247).

⁵³ Rechtsschutz gegen die Ausübung einer Call-Option oder gegen einen Einziehungsbeschluss besteht in Form einer Anfechtungsklage, aber auch einer einstweiligen Verfügung gegen die Gesellschaft auf Listenkorrektur, OLG München BeckRS 2021, 11317; KG BeckRS 2021, 4034, ggf. flankierend auf Unterlassung von Beschlussfassungen gegen die Gesellschafter, OLG München BeckRS 2022, 7531.

⁵⁴ Weitnauer GWR 2023, 129 (131, 132).

⁵⁵ Noack/Servatius/Haas/Kersting GmbHG § 34 Rn. 20.

⁵⁶ Weitnauer Venture Capital-HdB/Weitnauer Teil E Rn. 220; Weitnauer NZG 2001, 1065 (1072).

⁵⁷ So Weitnauer GWR 2023, 120 (130).

⁵⁸ BGH BeckRS 2008, 17797.