

Myriam Spengler

Managementbeteiligung im Rahmen von Institutional Buy-Out Transaktionen

Interessenkonflikt, Strukturierungs-, Finanzierungs- und
Minderheitsbeteiligungsaspekte bei GmbH und Ltd.



Nomos

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	17
I. Kapitel 1: Einführung	21
A. Private Equity bzw. Institutional Buy-Out Transaktionen	21
B. Großbritanniens Vorreiterrolle auf dem europäischen Buy-Out Markt und Deutschlands »verborgene Buy-Out Schätze«	24
C. Buy-Out Transaktionen im Allgemeinen	26
D. Managementbeteiligungen im Besonderen	30
1. Problem 1: Interessenkonflikt des Managements	30
2. Problem 2: Strukturierung und Finanzierung der Managementbeteiligung	31
3. Problem 3: Regelung der gemeinsamen Beteiligungsphase	33
E. Gesellschaftsrechtliche Rahmenbedingungen in Deutschland und Großbritannien	36
1. GmbH-Recht und MoMiG	36
2. Ltd.-Recht und Company Law Review	37
F. Zielsetzung der Arbeit	39
II. Kapitel 2: Interessenkonflikt des Managements	41
A. Vorbemerkung	41
B. Deutschland	43
1. Treuepflichten gegenüber der Zielgesellschaft – umfassender Schutz über § 43 Abs. 2 GmbHG	43
a) Geheimhaltungs- bzw. Verschwiegenheitsverpflichtung	43
b) Wettbewerbsverbot	46
c) Verbot der Ausnutzung von Geschäftschancen der Zielgesellschaft	48

d) Zwischenergebnis	49
2. Treuepflichten gegenüber den Altgesellschaftern	49
a) Keine organschaftliche Treuepflicht	50
b) Ähnlichkeit zum Verbot der Ausnutzung fremder Geschäftschancen	51
c) Gesellschaftsrechtliche Anknüpfungspunkte	52
d) Sonstige Anknüpfungspunkte	53
e) Zwischenergebnis	55
3. Treuepflichten gegenüber den Finanzinvestoren	56
C. England	57
1. Treuepflichten gegenüber der Zielgesellschaft	57
a) CA 1985, CA 2006 und die Regeln des Common Law	58
(1) Geheimhaltungs- bzw. Verschwiegenheitsverpflichtung	60
(2) Wettbewerbsverbot	62
(3) Verbot der Ausnutzung von Geschäftschancen der Zielgesellschaft	63
b) Offenlegungspflichten nach den Regeln des Common Law und den Vorschriften des CA 1985 bzw. CA 2006	65
(1) Offenlegung von Eigeninteressen des Directors	65
(2) Erwerb wesentlicher Vermögensgegenstände der Gesellschaft durch den Director	66
c) Zwischenergebnis	67
2. Treuepflichten gegenüber den Altgesellschaftern	68
a) <i>Percival v. Wright</i>	68
b) <i>Peskin v. Anderson</i>	69
c) Zwischenergebnis	71
3. Treuepflichten gegenüber den Finanzinvestoren	71
D. Rechtsvergleichende Zusammenfassung	72
E. Eckpunkte eines »Verhaltenskodex für das Management im Vorfeld und bei der Durchführung von Buy-Out Transaktionen«	73
1. Beachtung der Treuepflichten gegenüber der Zielgesellschaft	74
2. Neutralität und Transparenz als Verhaltensgebot	75
3. Aufstellung von Verfahrensregelungen	76
4. Abmilderung von (unvermeidbaren) nachteiligen Folgen	76

III. Kapitel 3: Strukturierung und Finanzierung der Managementbeteiligung	78
A. Vorbemerkung	78
B. Managementbeteiligung als »echte Kapitalbeteiligung« an der NewCo	78
1. Grundzüge der Principal-Agent Theorie	79
2. Effektivität der »echten Kapitalbeteiligung«	80
C. Rechtliche Gestaltung der Managementbeteiligung an der NewCo	85
1. Günstige Einstiegskonditionen für das Management	86
a) Agio- und sonstige Zuzahlungen und/oder Gewährung von Gesellschafterdarlehen durch den Finanzinvestor	86
b) <i>Redeemable preference shares</i> und <i>loan notes</i> des Finanzinvestors	89
2. Ausgestaltung der Geschäftsanteile an der NewCo	90
a) Grenzen der Gestaltung bei der GmbH	90
(1) Mitverwaltungsrechtliche Mitgliedschaftsrechte	93
(a) Sonderrecht auf Geschäftsführung	93
(b) Ausschluss des Stimmrechts	94
(2) Vermögensrechtliche Mitgliedschaftsrechte	95
(a) Gewinnbezugsrecht nach § 29 GmbHG	96
(b) Recht auf Anteil am Liquidationserlös nach § 72 GmbHG	98
b) Grenzen der Gestaltung bei der Ltd.: <i>classes of shares</i> und <i>variation of class rights</i>	100
(1) Mitverwaltungsrechtliche Mitgliedschaftsrechte	102
(a) Sonderrecht auf Geschäftsführung – die <i>Bushell</i> <i>v. Faith</i> -Klausel	102
(b) Ausschluss des Stimmrechts	102
(2) Vermögensrechtliche Mitgliedschaftsrechte	103
(3) Vorliegen einer <i>variation of class rights</i> nach Sec. 125 ff. CA 1985	104
3. Finanzierung der Managementbeteiligung	107
a) Kapitalaufbringung bei der GmbH	108
(1) Verbot der Aufrechnung mit der Gehaltsforderung, Stundungsverbot	108
(2) Sacheinlagefähigkeit von Gehaltsforderung, Dienstleistung und Know-how	109
(3) Darlehensgewährung zur Fremdfinanzierung der Managementbeteiligung	111

(a)	Darlehensgewährung durch Bank oder Finanzinvestor	111
(b)	Darlehensgewährung durch Zielgesellschaft oder NewCo	112
b)	Kapitalaufbringung bei der Ltd.	114
(1)	Aufrechnung mit der Gehaltsforderung, Stundung und <i>partly paid shares</i>	114
(2)	Sacheinlagefähigkeit von Gehaltsforderung, Dienstleistung und Know-how	115
(3)	Darlehensgewährung zur Fremdfinanzierung der Managementbeteiligung	116
(a)	Abschaffung des generellen Verbots nach Sec. 330 CA 1985	116
(b)	Verbot der finanziellen Unterstützung nach Sec. 151 ff. CA 1985	116
4.	Flexibilisierung der Managementbeteiligungsquote	119
a)	Deutschland: Call-Option	120
b)	England: <i>bonus issue, variation of rights to shares,</i> <i>conversion</i>	122
D.	Steuerliche Rahmenbedingungen der Managementbeteiligung	126
1.	Deutschland	126
a)	Lohnsteuer und »geldwerter Vorteil« nach §§ 19 Abs. 1 S. 1, 38 EStG	127
b)	Schenkungsteuer nach §§ 1 Abs. 1 Nr. 2, 7 Abs. 1 ErbStG	129
c)	Besteuerung privater Veräußerungsgewinne und »wirtschaftliches Eigentum« nach § 39 AO	130
2.	England	131
a)	Besteuerung privater Veräußerungsgewinne	131
b)	Neufassung des ITEPA 2003 durch Schedule 22 des Finance Act 2003	132
c)	Memorandum of Understanding zwischen der British Venture Capital Association und dem Inland Revenue vom 25. Juli 2003	134
E.	Rechtsvergleichende Zusammenfassung	136
IV.	Kapitel 4: Regelung der gemeinsamen Beteiligungsphase, insbesondere Minderheitsbeteiligungsaspekte	139
A.	Vorbemerkung	139

B. Zwingende Grundsätze des Gesellschaftsrechts <i>versus</i> Vertragsfreiheit	139
1. Deutschland	140
a) Satzung der NewCo	140
b) Beteiligungs- und Gesellschaftervereinbarung	142
c) Unabdingbarer Minderheitenschutz nach dem GmbHG?	146
2. England	148
a) Memorandum und Articles of Association der NewCo	148
b) Participation Agreement und Shareholders' Agreement	150
c) Antragsrecht wegen ungerechter Benachteiligung (<i>unfair prejudice</i>) als unabdingbarer Minderheitenschutz?	155
C. Beispiele einzelner Regelungsmechanismen	160
1. Übertragungsbeschränkungen und Vorerwerbsklauseln	160
a) Deutschland	161
(1) Veräußerungs- und Übertragungsbeschränkungen	161
(2) Vorerwerbsrechte und Andienungspflichten	163
b) England	164
(1) Übertragungsbeschränkungen	164
(2) Vorerwerbsrechte und Andienungspflichten	167
c) Bewertung unter Berücksichtigung der Chancen & Risiken für das Management	168
2. Mitveräußerungspflichten und -rechte	168
a) Deutschland	169
(1) Mitveräußerungspflichten	169
(2) Mitveräußerungsrechte	172
b) England	173
(1) <i>John Victor Constable v. Executive Connections Limited and others</i>	174
(2) <i>Gambotto and another v. W.P.C. Ltd. and another</i>	175
c) Bewertung unter Berücksichtigung der Chancen & Risiken für das Management	176
3. Verwässerungsschutzklauseln	177
a) Deutschland	178
(1) Bezugsrecht der Manager nach § 186 AktG analog	178
(2) Sonstige Verwässerungsschutzmechanismen	180
b) England	180
(1) Bezugsrecht der Manager nach Sec. 89 CA 1985	180
(2) Sonstige Verwässerungsschutzmechanismen	183
c) Bewertung unter Berücksichtigung der Chancen & Risiken für das Management	183

4.	Wettbewerbsverbotsklauseln	184
	a) Deutschland	184
	b) England	186
	c) Bewertung unter Berücksichtigung der Chancen & Risiken für das Management	187
5.	Schiedsgerichtsklauseln	187
	a) Deutschland	187
	b) England	189
	c) Bewertung unter Berücksichtigung der Chancen & Risiken für das Management	190
6.	Gewährleistungs- bzw. Garantiezusagen durch das Management	190
	a) Deutschland	191
	b) England	193
	c) Bewertung unter Berücksichtigung der Chancen & Risiken für das Management	195
7.	Bündelung der Interessengruppen »Management« und »Finanzinvestor«	196
	a) Bündelung bei größerer Anzahl zu beteiligender Manager	196
	b) Bündelung mehrerer Finanzinvestoren	198
	c) Bewertung unter Berücksichtigung der Chancen & Risiken für das Management	199
D.	Rechtsvergleichende Zusammenfassung	200
V.	Kapitel 5: Beendigung der Managementbeteiligung	202
A.	Vorbemerkung	202
B.	Leaver Schemes: Vorzeitiges Ausscheiden einzelner Manager	202
	1. Deutschland	203
	a) Austrittsrecht und Put-Option des Managers	203
	b) Ausschließung und Call-Option hinsichtlich der Managementbeteiligung	204
	(1) Satzungsmäßige Einziehung nach § 34 GmbHG	205
	(2) Satzungsmäßige Kaduzierung nach §§ 21 ff. GmbHG	207
	(3) Satzungsmäßige Abtretungspflicht und schuldvertragliche Call-Option	208
	(4) Problem: Hinauskündigungsklauseln im Rahmen von Managementbeteiligungen?	210
	c) Höhe der Abfindung bzw. des Rückkaufpreises	216
	(1) Grundsätze zur Beschränkung	217

(2) Bestimmung des Verkehrswerts	221
(3) Beispiele für Good Leaver und Bad Leaver	223
d) Zwischenergebnis	224
2. England	226
a) Austrittsrecht und Put-Option des Managers	226
b) Ausschließung und Call-Option hinsichtlich der Managementbeteiligung	228
(1) Grundsätzliche Zulässigkeit von Ermessensklauseln	229
(2) Einschränkung durch das Prinzip der Billigkeit	230
c) Höhe der Abfindung bzw. des Rückkaufpreises	231
(1) Angemessene Abfindung nach Sec. 459 ff. CA 1985 bzw. Sec. 994 ff. CA 2006	231
(2) Ursprünglich: Vorrang der vereinbarten Regelungen	232
(a) Eingeschränkte gerichtliche Überprüfung bei Bewertung durch Experten	232
(b) Minderheitenabschlag	233
(3) Kehrtwende: Umfassende gerichtliche Überprüfung	234
(4) Erneute Einschränkung durch die von Lord Hoffmann in <i>O'Neill v Phillips</i> aufgestellten fünf Kriterien	235
(5) Beispiele für Good Leaver und Bad Leaver	236
d) Zwischenergebnis	237
3. Bewertung unter Berücksichtigung der Chancen & Risiken für das Management	237
C. Exit: Beendigung der gemeinsamen Beteiligung	238
1. Börsengang (IPO)	239
2. Veräußerung an einen Wettbewerber (Trade Sale)	241
3. Veräußerung an einen weiteren Finanzinvestor (Secondary Buy-Out)	242
4. Rückgaberechte (<i>redemption rights</i>)	244
5. Bewertung unter Berücksichtigung der Chancen & Risiken für das Management	246
D. Rechtsvergleichende Zusammenfassung	247
VI. Kapitel 6: Zusammenfassung und Schlussfolgerung	249
A. Interessenkonflikt	249
B. Strukturierung und Finanzierung der Managementbeteiligung	252

C. Regelung der gemeinsamen Beteiligungsphase bis zu deren Beendigung	255
D. Schlussfolgerung – Schaffung eines Sonderrechts?	258
Literaturverzeichnis	261