

# Besondere Herausforderungen für Private-Equity-Investoren bei Carve-out-Transaktionen – Beobachtungen aus der Beratungspraxis

Susanne Decker, Christina Mann & Verena Seevers, Latham Watkins

## 1. Einleitung

▶ Private-Equity-Käufer (PE-Käufer) sind ständig auf der Suche nach attraktiven Investitionsmöglichkeiten. Carve-out-Transaktionen bieten dabei aufgrund des Wertsteigerungspotenzials beträchtliche Chancen, stellen wegen ihrer Komplexität aber auch eine besondere Herausforderung dar.

Unternehmensteile, die nicht zum Kerngeschäft gehören, bekommen in großen Unternehmen oft nicht die Aufmerksamkeit, um ihre Potenziale voll auszuschöpfen. Stellt man diese Unternehmensteile auf eine eigenständige Basis mit einem engagierten Management und einer überarbeiteten Strategie, eröffnen sich oft neue Entwicklungspotenziale.

Die Trennung vom Konzern kann aber komplex und langwierig sein. Die Komplexität folgt daraus, dass die zu trennenden Unternehmensteile in der Regel eng in das operative, finanzielle, steuerliche und administrative System des Mutterkonzerns eingebunden sind. Dabei variiert die Komplexität von Carve-out-Transaktionen je nach Art des zu erwerbenden Unternehmensteils und dem Grad der Integration. Je höher die Integration, desto komplexer und schwieriger ist die Transaktion.

## 2. Bestandsaufnahme und Strategie

Für den erfolgreichen Abschluss einer Carve-out-Transaktion ist es zunächst erforderlich, die bestehenden Verflechtungen zu verstehen und aufzulösen, um dann ein eigenständiges, lebensfähiges Unternehmen zu etablieren. Dies erfordert eine sorgfältige Planung und Koordination über alle Funktionen hinweg.

## 3. Due Diligence und die operative Trennung (the devil is in the detail)

Zu jedem Unternehmenskauf gehört eine Due Diligence, insbesondere in Bezug auf die finanziellen, kommerziellen, rechtlichen und steuerlichen Risiken. Während in gewöhnlichen Transaktionen der Fokus häufig nur auf den Ist-Zustand gelegt wird, müssen in der Due Diligence einer Carve-out-Transaktion auch die rechtlichen, steuerlichen und wirtschaftlichen Implikationen einer Trennung herausgearbeitet werden.

Oft sehen die klassischen Themen wie Einholung der Zustimmung von Vertragspartnern und Ablösung von Konzerngarantien, des Cash Pools oder des Hedgingprogramms auf dem Papier machbar aus, bereiten in der Praxis jedoch durchaus Kopfschmerzen.

Ein Vertragspartner kann zum Beispiel den Carve-out nutzen, um seine eigene Position auf Kosten des Zielunternehmens und des Käufers zu optimieren und die Zustimmung von anderen Konzessionen oder Garantien abhängig machen. Die Ablösung von Konzernsicherheiten kann sich in der tatsächlichen Umsetzung zeitlich verzögern und die Kosten der Finanzierung erhöhen. Während der Unternehmensteil durch die Einbettung im Konzern oft auf eine interne Konzernbank zurückgreifen und sich so finanzieren und hedgen kann, fällt dies nach dem Carve-out weg. Die Finanzierung ist beim Ausscheiden aus dem Konzern natürlich eigenständig möglich, die Konditionen dafür können sich aber wesentlich verschlechtern. Während ein (großer) Konzern häufig ein gutes Rating hat, ist dies bei der Akquisitionsgesellschaft nicht der Fall, was im Rahmen der Finanzplanung und Kaufpreisermittlung eingepreist werden sollte.

Ferner können kleine Jurisdiktionen, in denen nur einzelne Mitarbeiter übergehen sollen und die in der Due Diligence oft außen vor gelassen werden, in der Aufbauphase wichtige Ressourcen binden und weitere, noch nicht einkalkulierte Kosten verursachen. Insbesondere in asiatischen Ländern gibt es besondere Anforderungen an die Gründung einer Repräsentanz oder Zweigniederlassung, und eine solche erfordert oft viel Vorlauf und Aufwand.

#### 4. Operative Trennung und Integration

Darüber hinaus sind beim Carve-out im Vergleich zum klassischen PE-Erwerb oft Modifikationen gefragt. Die operative Trennung und Neuausrichtung kann komplex sein, und der personelle und finanzielle Aufwand dafür wird häufig unterschätzt. Wenn die abzusplittende Einheit in hohem Maße auf zentrale Dienste, IT-Systeme, Personal und Infrastruktur des Mutterkonzerns angewiesen ist, muss im Rahmen der Carve-out-Planung sichergestellt werden, dass das Unternehmen nach der Trennung funktionsfähig ist. Dafür müssen unter anderem neue (IT-) Systeme implementiert, Compliance-Organisationen etabliert und Dienstleistungen extern bezogen werden.

Für eine Übergangsphase sind häufig sog. Transitional Services Agreements abzuschließen, da das Unternehmen Zeit braucht, um alle Funktionen aufzubauen.

Auch wenn die Liste beliebig weitergeführt werden kann, ist dies kein Grund, eine Carve-out-Transaktion nicht zu tätigen. Es ist vielmehr erforderlich, sich der Besonderheiten bewusst zu sein und adäquat darauf zu reagieren.

#### 5. Steuerliche Umsetzung

Sowohl Käufer als auch Verkäufer haben bei Carve-out-Transaktionen ein hohes Interesse daran, dass der Carve-out steuerschonend vollzogen wird, steuerliche Organschaften wenn nötig geordnet beendet werden und Transfersteuern (wie z.B. Grunderwerbsteuern) nicht mehrfach ausgelöst werden. Je nachdem, ob neben Gesellschaftsanteilen auch Wirtschaftsgüter im Wege eines oder mehrerer Asset Deals bewegt werden, entstehen durch das Aufdecken stiller Reserven zusätzliche Steuerkosten, die im reinen Share Deal nicht entstehen. Erhöhtes Abschreibungspotenzial kann in einigen Fällen Teile der Kosten über die Abschreibungsdauer kompensieren, weshalb eine vorausschauende Steuerstrukturierung auf beiden Seiten individuell und dann auch gemeinsam erforderlich ist. Neben den ertragsteuerlichen Aspekten und einer Prüfung der umsatzsteuerlichen Behandlung des Carve-outs, spielt in der Transaktion sehr häufig die Allokation sekundärer Haftungsrisiken für Steuern eine große Rolle: Eine Gesellschaft haftet potentiell in bestimmten Situationen (z.B. in Bezug auf steuerliche Organschaften oder nach

Betriebsübergängen) für Steuern einer anderen Gesellschaft aufgrund gesetzlicher Sekundärhaftung. Dabei kann eine Gesellschaft in bestimmten Situationen (z.B. in Bezug auf steuerliche Organschaften oder nach Betriebsübergängen) für Steuern einer anderen Gesellschaft aufgrund gesetzlicher Sekundärhaftung in Anspruch genommen werden. Diese Risiken werden üblicherweise im Kaufvertrag in Form von Freistellungs- und Gegenfreistellungsklauseln abgebildet, was insbesondere im Zusammenspiel mit einem Versicherungskonzept komplex ist und eine tiefgehende Durchdringung der potenziellen Steuerrisiken bedarf.

#### 6. Kultur und (Neu)Ausrichtung

Neben den zahlreichen kommerziellen, finanziellen, steuerlichen und rechtlichen Besonderheiten bei Carve-out-Transaktionen ist es für einen PE-Käufer wichtig, die strukturellen und kulturellen Unterschiede zu erkennen und gemeinsam mit dem neuen Management zu lösen.

Oft werden die Kommunikation, das Personalmanagement und die kulturelle Integration unterschätzt. Eine klare und konsistente Kommunikation mit Mitarbeitern ist aber entscheidend, um Unsicherheiten in der Belegschaft zu minimieren und die Unterstützung für den Integrationsprozess zu sichern. Schlüsselpersonal muss frühzeitig identifiziert und incentiviert werden, um die (neue) strategische Ausrichtung erfolgreich umzusetzen.

#### 7. Incentivierung über Eigenkapitalbeteiligung

Ein wesentliches Mittel, mit dem PE-Käufer das Management eines Zielunternehmens incentivieren, ist das Angebot einer Eigenkapitalbeteiligung an dem Unternehmen. Eine Eigenkapitalbeteiligung bietet gegenüber alternativen Möglichkeiten der Management-Incentivierung, wie etwa Bonusprogrammen, die in Unternehmen häufig anzutreffen sind, entscheidende Vorteile, ist für das Management in Carve-out-Transaktionen aber erst einmal neu. Dem PE-Käufer ist neben der allgemeinen Anreizschaffung und Bindung des Managements für die Investmentdauer vor allem an der Interessenangleichung durch Förderung des unternehmerischen Denkens des Managements und letztlich auch an der Risikoteilung gelegen. Gerade die letzten Punkte sind für das Management von Unternehmensanteilen oft noch unbekanntes Terrain. Wenn das Management jahrelang in einen Konzern eingebettet war, in dem die Entscheidungen irgendwo anders getroffen werden, muss es unternehmerisches Denken und Risikobereitschaft gegebenenfalls erst lernen.

Für den Manager ist eine Eigenkapitalbeteiligung gegenüber anderen Incentivierungen mit steuerlichen Vorteilen verbunden: Während Boni, sogenannte Virtual Stock Option Programs (VSOPs) und Phantom Shares

mit dem persönlichen Einkommenssteuersatz (häufig ca. 47%) zu versteuern sind, werden die Erträge einer entsprechend strukturierten Eigenkapitalbeteiligung mit einem deutlich geringeren Steuersatz von 26% bis 29% versteuert.

## 8. Einbettung in Carve-out Transaktionen

Die Management-Incentivierung ist gerade bei Carve-out-Transaktionen ein sehr wichtiges Mittel, um eine möglichst schnelle Integration des Managements und aller Mitarbeiter erreichen zu können. Damit eine Managementbeteiligung als Kapitalbeteiligung auch für steuerliche Zwecke anerkannt wird, ist es neben verschiedenen Anforderungen an die inhaltliche Ausgestaltung der Beteiligung von Bedeutung, dass die Manager die Beteiligung beim Einstieg zum Marktwert erwerben. Neben den steuerlichen Auswirkungen ist es für den Investor wichtig, dass der Manager ein persönliches Interesse am Erfolg des Unternehmens hat, oft als „skin in the game“ bezeichnet. Der Manager investiert also selbst Geld, um Anteile am Unternehmen zu erwerben. Die Risikoteilung mit dem Investor führt zu einer Angleichung der Interessen, da der Manager nun ein starkes persönliches Interesse am erfolgreichen Exit des Unternehmens hat.

In Carve-out-Situationen kann dies für die Manager und PE-Investoren schwierig werden. Anders als beispielsweise beim Erwerb eines Zielunternehmens von einem anderen Finanzinvestor, bei dem das Management häufig bereits durch den Verkauf seitens des vorherigen Gesellschafters einen Erlös generiert, den es teilweise reinvestieren kann, trifft der PE-Käufer in einer Carve-out-Transaktion regelmäßig auf leitende Angestellte oder Geschäftsführer, die neben ihrem normalen Gehalt und manchmal einem Transaktionsbonus über keine nennenswerten finanziellen Mittel verfügen, um eine substantielle Beteiligung zum Marktwert zu erwerben.

## 9. Darlehen durch den PE-Käufer oder das Zielunternehmen

Manchmal bietet der PE-Käufer daher den Managern an, den Erwerb einer Eigenkapitalbeteiligung mit einem Darlehen oder durch Kaufpreisstundung teilweise zu finanzieren. Für die steuerliche Anerkennung ist es erforderlich, dass diese Finanzierung nur einen Teil des Investments betrifft (als unbedenklich gilt dabei in der Regel noch, wenn 50% des Investments finanziert werden) und zu Marktkonditionen erfolgt. Dies betrifft neben der Marktüblichkeit der Verzinsung auch die Rückzahlbarkeit („full recourse“), das heißt das Darlehen wird auch dann zur Rückzahlung in voller Höhe plus Verzinsung fällig, wenn die Erlöse aus einem Exit nicht ausreichen, um das Darlehen vollständig zurückzuführen.

## 10. „Günstiger“ Erwerb?

Ein vergünstigter Erwerb der Anteile ist grundsätzlich möglich, aber als lohnsteuerpflichtiger geldwerter Vorteil des Managers zu qualifizieren. Der im Jahr 2021 im EStG eingefügte und zum Jahreswechsel noch einmal geänderte und erweiterte § 19a EStG kann hier für bestimmte Konstellationen etwas mehr Gestaltungsspielraum geben, da die Besteuerung des geldwerten Vorteils auf den Zeitpunkt des Exits verschoben wird („no dry income tax“). Während die letzte Erweiterung des Anwendungsbereichs von § 19a EStG in der Beratungspraxis insgesamt sehr begrüßt wurde, bleibt der Anwendungsbereich dennoch beschränkt und kommt für viele Unternehmen nicht in Betracht. Die diversen Voraussetzungen der Vergünstigung bergen zudem noch viele Unklarheiten, die sich über die kurze bis mittelfristige Sicht nur durch ein detailliertes Anwendungsschreiben der Finanzverwaltung ausräumen ließen. Im Einzelfall können Lohnsteueranrufungsauskünfte jedoch Sicherheit über die konkrete Anwendung verschaffen. Die Prüfung, ob von der Vergünstigung Gebrauch gemacht werden kann, lohnt sich in vielen Carve-out-Fällen, um das Key Management in die Stellung eines Eigenkapitalinvestors zu bringen.

## 11. Fazit

Trotz der bestehenden Herausforderungen bleibt es dabei, dass Carve-outs für PE-Käufer attraktiv sind und bleiben. Carve-out-Transaktionen haben mehr als gewöhnliche Transaktionen das Potenzial, durch operative Verbesserungen, strategische Neuausrichtung und finanzielle Umstrukturierung erhebliche Werte zu schaffen. Gerade in der Zeit der höheren Zinsen und noch hohen Bewertungen ist das klassische Wertsteigerungspotenzial für PE-Häuser wichtiger als zuvor. ■



**Susanne Decker** ist Partnerin im Corporate Department bei Latham & Watkins. Sie berät internationale Private-Equity-Gesellschaften und ihre Portfoliounternehmen bei grenzüberschreitenden M&A-Transaktionen und hat einen besonderen Fokus auf komplexe Co-Investments und Management-Beteiligungen.

**Christina Mann** ist Partnerin im Corporate Department bei Latham & Watkins und vertritt sowohl Private-Equity-Investoren als auch Unternehmen bei nationalen und grenzüberschreitenden M&A-Transaktionen auf der Käufer- und Verkäufersseite, insbesondere bei komplexen Carve-outs und Joint Ventures.

**Verena Seevers** ist Partnerin im Tax Department bei Latham & Watkins. Sie berät Mandanten zu nationalen und internationalen steuerlichen Aspekten bei einer Vielzahl von Unternehmens- und Finanztransaktionen, insbesondere im Zusammenhang mit Private-Equity- und M&A-Transaktionen.