

GMBH- GESCHÄFTS- FÜHRUNG 2025

Das E-Book für die Geschäftsführung mit den
haftungsträchtigen Themen dieser Zeit – exklusiv und aktuell.

www.euroforum.de/geschaefsfuehrer

euroforum
Live Experience by HANDELSBLATT MEDIA GROUP

Struktur und Herausforderungen des Management Buy-outs

1. Einleitung



Dr. Peter Memminger
Partner,
King & Spalding LLP

Unter dem Oberbegriff „Buy-out“ versteht man Unternehmenskäufe, bei denen ein Unternehmen oder ein Unternehmensteil durch Investoren (meist Private Equity Fonds) oder durch einen Verbund von Investoren und Management mehrheitlich oder vollständig übernommen wird.

Die Initiative für den Unternehmenskauf kann dabei von verschiedenen Beteiligten ausgehen, insbesondere von den Gesellschaftern des Unternehmens, die beabsichtigen, das Unternehmen zu veräußern oder aber vom Management des Unternehmens, deren Mitglieder das Unternehmen (teilweise) erwerben wollen. Im letzteren Fall strebt das Management eine künftige substanzelle Beteiligung am Unternehmen an. Eine solche Transaktion wird als Management-Buy-out (MBO) bezeichnet. Der Begriff Management-Buy-in (MBI) beschreibt in Abgrenzung dazu die Übernahme eines Unternehmens oder von Unternehmensteilen durch ein externes Management.

Die Motive des Managements und die Interessen von Investoren für einen MBO sind zu großen Teilen kongruent: Das Management hat die Möglichkeit, selbst zum Unternehmer zu werden und einen noch größeren Einfluss auf die Entwicklung des Unternehmens auszuüben. Das Management ist unmittelbar an den unternehmerischen Chancen und Risiken beteiligt, das persönliche finanzielle Risiko ist jedoch geringer als bei einer klassischen Unternehmensgründung, da dem Management bereits die Stärken und Schwächen des Unternehmens bekannt sind und darüber hinaus regelmäßig ein Investor einen Teil des finanziellen Risikos trägt. Für Investoren ist der MBO aus ähnlichen Gründen interessant: Das Management ist mit dem Unter-

nehmen bestens vertraut und sitzt aufgrund der kapitalmäßigen Beteiligung „im selben Boot“ wie die Investoren, sodass auch für die Investoren das Risiko des Scheiterns einer Übernahme sinkt. Trotz der Vielzahl der Vorteile eines MBO für die Erwerber sollten in der Praxis einige wesentliche Punkte bei der Planung und Umsetzung eines MBO insbesondere vom Management beachtet werden.

2. Geeignete Zielgesellschaften und Struktur eines MBO



Benjamin, Köpple
Counsel,
King & Spalding LLP

Grundsätzlich kann so gut wie jedes Unternehmen das Ziel eines MBO sein. Im Zusammenhang mit der meist erforderlichen (Fremd-)Finanzierung des MBO durch Banken eignen sich allerdings insbesondere Unternehmen mit einem stabilen Cashflow sowie Wachstums- oder Optimierungspotential. So wird sichergestellt, dass der Kapitaldienst geleistet und das Unternehmen nach einem üblichen Investmentzeitraum der Investoren von ca. drei bis sieben Jahren für einen höheren Kaufpreis weiterveräußert werden kann. Es können jedoch auch defizitäre Unternehmensteile für einen geringen oder sogar negativen Kaufpreis übernommen werden, mit dem Ziel, das Unternehmen durch verschiedene Maßnahmen in die Erfolgsspur (zurück) zu führen.

Im Hinblick auf die Transaktionsstruktur unterscheidet man im Wesentlichen zwischen einer direkten und einer indirekten Beteiligung des Managements an der Zielgesellschaft. Bei der direkten Beteiligung erwirbt das Management gemeinsam mit den Investoren die Anteile am Zielunternehmen selbst. In der Praxis kommt diese Transaktionsstruktur häufig bei einfacheren, durch das Management gesteuerten MBOs vor.

Bei komplexeren, meist von den Investoren gesteuerten Prozessen beteiligen sich die Investoren und das Management gemeinsam an einer Akquisitionsgesellschaft, welche wiederum die Anteile (Share Deal) oder das Vermögen (Asset Deal) der Zielgesellschaft übernimmt. Bei einer größeren Anzahl beteiligter Manager werden diese meist in einer steuerlich transparenten gemeinsamen Beteiligungsgesellschaft zusammengefasst (Manager GmbH & Co. KG). Sofern bisherige Gesellschafter der Zielgesellschaft weiterhin (indirekt) an der Zielgesellschaft beteiligt bleiben sollen, erfolgt eine Rückbeteiligung der Verkäufer (sog. „Roll Over“).

3. Herausforderungen für das Management beim MBO

Ein MBO-Prozess birgt für das Management neben den zahlreichen Chancen auch einige rechtliche Herausforderungen, insbesondere in der Anbahnungs- und Umsetzungsphase. Zieht das Management in Betracht, das Unternehmen oder einen Unternehmensteil im Rahmen eines MBO zu erwerben oder wird die Idee eines Buy-out von Investoren an das Management herangetragen, so besteht bereits in dieser Phase für das Management auf verschiedenen Ebenen die Gefahr eines Interessenkonflikts.

Zum einen erfordert die Prüfung der Umsetzbarkeit und der Finanzierung eines MBO die Offenlegung von vertraulichen Unternehmenszahlen und -daten. Der Offenlegung durch das Management steht allerdings in der Regel sowohl eine vertragliche als auch eine organschaftliche Verschwiegenheitspflicht entgegen (vgl. §§ 93 Abs. 1 S. 3, 404 AktG, 85 GmbHG). Zum anderen ist die Geschäftsführung einer GmbH für die Entscheidung, einem potenziellen Erwerber die Durchführung einer Due Diligence zu gestatten, regelmäßig gar nicht zuständig. Vielmehr bedarf es dazu eines Gesellschafterbeschlusses, da es sich um eine außergewöhnliche Geschäftsführungsmaßnahme handelt. Anderes kann bei der AG gelten, da – sofern die Satzung oder die Geschäftsordnung für den Vorstand für entsprechende Maßnahmen nicht einen Aufsichtsratsbeschluss erfordern (§ 111 Abs. 4 S. 2 AktG) – der Vorstand einer AG grundsätzlich auch bei außergewöhnlichen Geschäftsführungsmaßnahmen eigenverantwortlich handelt (vgl. § 76 Abs. 1 AktG).

In jeden Fall sollte das Management vertrauliche Daten zunächst nur an von Berufs wegen oder durch gesonderte Vertraulichkeitserklärung zur Verschwiegenheit verpflichtete Berater offengelegen. Darüber hinaus muss sichergestellt werden, dass die Daten im Zweifel in anonymisierter Form,

in keinem Fall aber Wettbewerbern zur Bewertung eines potenziellen MBO zur Verfügung gestellt werden. Dies gilt insbesondere im Hinblick auf die datenschutzrechtlichen Bestimmungen der DSGVO, sofern auch personenbezogene Daten (etwa von Arbeitnehmern) betroffen sind, da im Einzelfall fraglich sein kann, ob sich eine Verarbeitung solcher Daten mit den Verkäuferinteressen rechtfertigen lässt, Art. 6 Abs. 1 lit. f DSGVO. Überdies ist das Gebot der Datenminimierung zu beachten, Art. 5 Abs. 1 lit. c DSGVO. Bei börsennotierten Gesellschaften ist darüber hinaus das kapitalmarktrechtliche Verbot der Preisgabe von Insiderinformationen gemäß Art. 10 Abs. 1 MMVO zu beachten.

Ferner bestehen für das Management weitere Pflichten in der Anbahnungs- und Umsetzungsphase des MBO.

Hat ein Investor aufgrund einer ersten Einschätzung Interesse am Erwerb der Zielgesellschaft, ist das Management aufgrund der bestehenden Treuepflicht und der inhärenten Gefahr von Interessenskonflikten verpflichtet, die eigenen Übernahmeabsichten den Gesellschaftern der Zielgesellschaft (die regelmäßig zugleich auch der Arbeitgeber der Manager sein dürfte) mitzuteilen. Aufgrund des evidenten Eigeninteresses sollte sich das Management möglichst weitgehend aus den Verhandlungen mit den

Verkäufern zurückziehen und diese entweder Beratern oder den Investoren überlassen, sofern dieser Interessenkonflikt nicht gegenüber den Gesellschaftern offen gelegt und von diesen mittels eines Gesellschafterbeschlusses (im Falle einer GmbH) akzeptiert wurde. Andernfalls besteht das Risiko, dass das Anstellungsverhältnis der Geschäftsführer (ggfs. sogar außerordentlich aus wichtigem Grund) gekündigt wird.

Je nach Situation kann es auch zu Schadensersatzansprüchen gegen das Management oder zur Anfechtung des Unternehmenskaufvertrags kommen, z. B. wenn das Management seiner Pflicht, bestimmte Tatsachen gegenüber dem Verkäufer bzw. Investor zu offenbaren, nicht nachkommt. Das Management darf insbesondere Tatsachen, die für die Verkaufsentscheidung der Verkäufer und die Preisbestimmung wesentlich sein können, nicht verschweigen. Dies folgt bereits aus vorvertraglichen Pflichten zum Unternehmenskaufvertrag, § 311 Abs. 2 Nr. 1 BGB (culpa in contrahendo). Zukünftige Pläne und die eigenen Wertvorstellungen des Managements sind hingegen nicht von derartigen Offenbarungspflichten umfasst.

Das Management ist außerdem verpflichtet, weiterhin Geschäftschancen für die Gesellschaft wahrzunehmen und so nutzen, als

bestünde die eigene Erwerbsabsicht nicht. Dies gilt auch dann, wenn sich durch die Wahrnehmung der Geschäftschance der Wert der Zielgesellschaft und damit gegebenenfalls auch der Kaufpreis erhöht. In diesem Zusammenhang macht sich das Management z. B. schadensersatzpflichtig, wenn mögliche Geschäftsabschlüsse treuwidrig in die Zukunft verschoben werden.

Im Hinblick auf das dienstvertragliche und organschaftliche Wettbewerbsverbot sowie das ebenfalls meist dienstvertraglich vereinbarte Nebentätigkeitsverbot darf das Management erst dann für die Akquisitionsgesellschaft tätig werden, wenn die Gesellschafterversammlung (bei der AG der Aufsichtsrat) das Management von den entsprechenden Pflichten befreit hat.

Das Management kann sich den vorstehend beschriebenen Pflichten und dem drohenden Interessenkonflikt nicht durch die Niederlegung des Geschäftsführungs- oder Vorstandsamts entziehen, da insbesondere die Verschwiegenheits- und Treuepflicht bereits aus dem fortbestehenden Anstellungsverhältnis folgen. Auch die Kündigung des Anstellungsverhältnisses führt zu keinem anderen Ergebnis, da die vertraglichen Pflichten bis zur tatsächlichen Beendigung des Anstellungsverhältnisses fortbestehen und im Übrigen die organschaftliche Treuepflicht auch nach dem Ende der Organstellung fortwirkt. In der Praxis dürfte die Niederlegung der Organstellung und die Kündigung des Anstellungsverhältnisses in einer solchen Situation ohnehin nicht dazu beitragen, die Verkäufer von der Übertragung des Unternehmens an das Management zu überzeugen.

Schließlich bestehen für das Management auch nach Durchführung der Transaktion tatsächliche und rechtliche Herausforderungen. So werden sich die Investoren – selbst wenn diese nur eine Minderheitsbeteiligung am Unternehmen übernehmen – vertraglich Mitsprache-

und Kontrollrechte einräumen lassen, die über die gesetzlichen Gesellschafterrechte hinausgehen. Für das Management ist daher die Gesellschaftervereinbarung von mindestens ebenso großer Bedeutung, wie der Unternehmenskaufvertrag selbst.

4. Fazit

Ein MBO kann für das Management der Zielgesellschaft eine interessante Möglichkeit darstellen, selbst zum Unternehmer zu werden und die Risiken im Vergleich zu einer klassischen Unternehmensgründung zu reduzieren. Aufgrund der vertraglichen und organschaftlichen Beziehung des Managements zur Zielgesellschaft und deren Gesellschafter bestehen für das Management jedoch einige Herausforderungen bei der Anbahnung und Durchführung eines MBO, die es zu berücksichtigen gilt. Gerade bei der Prüfungs- und Anbahnungsphase eines MBO sollte das Management mit Bedacht deren Berater im Hinblick auf bestehende Erfahrung, Vertraulichkeit und belastbares Netzwerk auswählen. ■

