

Titel: Strukturierung & Finanzierung eines Management-Buyout
Datum: 10.02.2022
Autoren: RA Mag. Clemens Handl, RAA MMag. Dr. Frederick Pfeifer
Schlagworte: Gesellschaftsrecht, Corporate, Management, M&A, Unternehmertum, MBO, Übernahme, Management-Buyout, Finanzierung, LBO, Private Equity

Strukturierung & Finanzierung eines Management-Buyout

Von RA Mag. Clemens Handl und RAA MMag. Dr. Frederick Pfeifer

Unter Management-Buyout (MBO) versteht man den Kauf eines Unternehmens durch die Mitglieder dessen Topmanagements, also etwa die Geschäftsführung einer GmbH oder den Vorstand einer AG. Ein MBO findet regelmäßig bei Kapitalgesellschaften statt; vom bisherigen Eigentümer werden dann sämtliche oder zumindest einen beherrschenden Status einräumende Kapitalanteile (zB Geschäftsanteile oder Aktien) erworben. Im Rahmen eines MBO ist es auch etwa möglich und gängig, einzelne Teilbereiche eines bisherigen Unternehmens abzuspalten und diese unter neuer Eigentümerschaft fortzuführen oder – etwa beim Erwerb einer börsennotierten AG der Fall – diese oder Teile davon zu re-privatisieren.

Die Gründe für die Durchführung eines MBO liegen regelmäßig auf Seiten der Manager, da diese sich aus dessen Durchführung den größtmöglichen Nutzen erwarten: So versprechen sich Manager etwa hinkünftig eine unmittelbare Partizipation am Wertzuwachs des Unternehmens, der über variable Gehaltsbestandteile hinausgeht. Auch wird oft der Wechsel einer Rolle vom bloßen Angestellten hin zum Unternehmer angestrebt. Die Gründe können aber auch auf Seiten der bisherigen Eigentümer liegen, die beispielsweise mangels eines Nachfolgers oder Erben sicherstellen wollen, dass ihr Unternehmen von einem Unternehmensinsider, dem sie Vertrauen entgegenbringen, erfolgreich fortgeführt wird.

(Gesellschafts)rechtlich problematisch ist freilich der Umstand, dass bei MBOs das Management als Käufer Interesse daran hat, den Kaufpreis des zuvor selbst geführten Unternehmens möglichst niedrig anzusetzen. Dies bedingt eine Interessenkollision, da einerseits Geschäftsführer bzw. Vorstände weitaus besser über den konkreten Wert eines Unternehmens Bescheid wissen als die Eigentümer (Stichwort Bilanzpolitik, stille Reserven, strategische Entwicklungspotentiale etc.), andererseits, dass der Vorstand bzw. die Geschäftsführer während des Verkaufsprozesses die Geschäfte der Zielgesellschaft weiterhin in deren Interesse führen muss. Dies gilt es im Rahmen entsprechender

Begleitmaßnahmen zu berücksichtigen und entsprechende Aufklärungsmaßnahmen und Vorkehrungen zu treffen.

In der Praxis erfolgt ein MBO regelmäßig unter Zwischenschaltung eines Akquisitionsvehikels (einer Zweckgesellschaft, auch SPV bezeichnet), etwa einer eigens gegründeten GmbH, deren einziger Zweck darin besteht, die Anteile bzw. Aktien an der Zielgesellschaft zu erwerben. Die SPV kann dann nach Durchführung der Transaktion down-stream auf die Zielgesellschaft oder die Zielgesellschaft up-stream auf die SPV verschmolzen werden. Die Gründe für ein derartiges Vorgehen liegen aus gesellschaftsrechtlicher Perspektive hauptsächlich in der Minimierung des Haftungspotentials sowie der Notwendigkeit der Beiziehung zusätzlichen Eigenkapitals begründet; hinzu kommen freilich steuerliche Erwägungen.

Jedenfalls einer näheren Betrachtung bedarf im Lichte mehrere Entscheidungen des OGH die Frage, ob durch diverse Ausgestaltungen eines MBO gegen das dem österreichischen Kapitalgesellschaftsrecht immanente Verbot der Einlagenrückgewähr verstoßen wird. So wird die Zielgesellschaft nach einer up/down-stream Verschmelzung auf die SPV selbst Schuldnerin des für den Kauf ihrer Anteile aufgenommenen Fremdkapitals. Ansprüche daraus werden regelmäßig schlagend, sobald es zu einer Insolvenz der beteiligten Gesellschaften kommt.

Nunmehr ist – nach einer Ungewissheit schaffenden Entscheidung des OGH aus dem Jahr 2013 („*Kneisz I*“) – oberstgerichtlich klargestellt, dass eine Standard-Akquisitionsfinanzierung, bei denen der Erwerb der Zielgesellschaft durch Kreditaufnahme in der SPV finanziert wird, für sich noch keinen Verstoß gegen die Kapitalerhaltungsbestimmungen begründet, sofern die Kreditgewährung zu marktüblichen Konditionen erfolgte („*Kneisz II*“). Ebenso in *Kneisz II* wurde jedoch entschieden, dass eine nachträgliche up/down-stream Verschmelzung von SPV und Zielgesellschaft dann gegen das Verbot der Einlagenrückgewähr verstößt, wenn das Vermögen der kreditaufnehmenden SPV nicht für sich alleine (also ohne Hinzurechnung des Vermögens der Zielgesellschaft) für die Bedienung des Kredits ausreichend ist.

Bei all diesen Fallgestaltungen gilt es jedenfalls im Rahmen einer wirtschaftlichen Betrachtungsweise immer zu prüfen, ob Gründe vorliegen, aus denen angenommen werden kann, dass die Zielgesellschaft im Ergebnis ihren eigenen Kaufpreis selbst erwirtschaftet und der Erwerber somit begünstigt wird. Verstößt man dagegen, kann dies etwa eine unmittelbare persönliche Haftung des Erwerbers für die Kreditraten begründen.

Finanzierung eines MBO

Die Übernahme eines Unternehmens erfordert regelmäßig erhebliche finanzielle Mittel, welche von den Managern mit deren Eigenmitteln selbst nicht aufgebracht werden können. Aus diesem Grund stellt der Finanzierungspart samt dazugehöriger Vertragsgestaltung in der Regel die wichtigste Komponente zur Durchführung eines MBO dar. Zur Finanzierung eines MBO wird typischerweise auf verschiedene

Finanzierungsinstrumente zurückgegriffen, wobei sich die Finanzierungsstruktur im Groben in i.) Eigenkapital, ii.) Mezzaninkapital und iii.) reines – idR besichertes (zB durch Bürgschaften, Pfandrechte) – Fremdkapital gliedern lässt.

Ausreichendes Eigenkapital ist idR der erste Schritt bei der Finanzierungsgestaltung und wird oft zusätzlich von Risikokapitalgebern oder Private Equity Gesellschaften aufgebracht. Dieses zusätzliche Eigenkapital ist oft erforderlich, um überhaupt erst Fremdkapital bzw. Mezzaninkapital in gefordertem Ausmaß lukrieren zu können, da dies gegenüber den Fremdkapitalgebern Zuversicht und zusätzliche Sicherheiten signalisiert.

Mezzaninkapital ist ein Überbegriff für Mischformen an Finanzierungsinstrumenten, die sowohl typischen Eigenkapital- als auch Fremdkapitalcharakter aufweisen; in der Kapitalstruktur eines Unternehmens sind diese zwischen dem Eigenkapital und dem besicherten Fremdkapital angesiedelt. Diese Finanzierungsinstrumente sind je nach vertraglicher Ausgestaltung eigen- oder fremdkapitalnäher und umfassen beispielsweise Nachrangdarlehen, typische stille Beteiligungen, atypische stille Beteiligungen, Genussrechte und Wandelanleihen aber auch zB Darlehen des Verkäufers selbst.

Reines Fremdkapital – oft der betragsmäßig größte Anteil im Finanzierungsmix – wird dann in der Regel von Banken beigesteuert. Erfolgt der MBO unter Zuhilfenahme eines großen Anteils von Fremdkapital, spricht man von einem Leveraged Buyout (LBO) – also eines „gehebelten“ Buyout. Dies wird regelmäßig dann angenommen, wenn die Fremdkapitalquote über 85% beträgt.

Disclaimer

Diese Ausführungen geben einen allgemeinen Überblick über eine mögliche Finanzierung und Strukturierung eines Management-Buy-out. Der Beitrag kann die Beratung im Einzelfall aber nicht ersetzen, um für Sie eine maßgeschneiderte Lösung zu erhalten. Für Ihre Fragen rund um die Gestaltung eines MBO sowie die diesbezügliche Vertragserrichtung stehen wir gerne zur Verfügung.

[Mag. Clemens Handl](#) ist Partner, [MMag. Dr. Frederick Pfeifer](#) ist Rechtsanwaltsanwärter bei CHG Czernich Rechtsanwälte Innsbruck.