



# Interessenskonflikt des Management beim MBO

RA Dr Andreas W MAYR, LL.M. (Columbia)

(Attorney at Law, New York)

17.4.2008

## Grundsätzliches

---

Der Management Buyout ist eine Sonderform des Unternehmenskaufes, als dessen Resultat leitende Persönlichkeiten eines Unternehmens alleine oder zusammen mit anderen Parteien (wie zum Beispiel Private Equity-Partnern) entweder

- (i) Anteile an der unternehmenstragenden Zielgesellschaft (Share Deal) oder
- (ii) deren Vermögen (Asset Deal) erwerben.

Der Erwerb ist häufig durch einen beachtlichen Anteil an Fremdkapital finanziert.

Finanzierungskonzept ist häufig, dass das Zielunternehmen letztlich die Finanzierung des Erwerbes durch einen hohen und stabilen Cashflow in den Jahren nach dem Buyout selbst finanzieren soll.

## Motive für einen MBO

---

### ■ **Auf Verkäuferseite:**

- (Konzern-) Restrukturierungen, zB Verkauf eines Konzernteiles
- Nachfolgelösung bei Klein- und Mittelbetrieben
- Sanierungen
- Privatisierungen
- Going Private bei börsennotierten Gesellschaften

### ■ **Auf Seiten des Management Teams:**

- Neue Herausforderung als Unternehmer
- Unabhängigkeit von bisherigen  
(Haupt-) Gesellschaftern/Eigentümern
- Verdienstmöglichkeiten

## Verschiedene Interessen des MBO (1/3)

---

Bei MBO prallen typischerweise verschiedenste Interessen aufeinander:

- **Anteilseigner der Zielgesellschaft (Verkäufer)**  
Häufiges Ziel: Maximierung des Verkaufserlöses; Fortbestand des Unternehmens ohne negative Schlagzeilen (insb Arbeitsplatzsicherung); Befreiung von einem Sanierungsproblem
- **Arbeitnehmer der Zielgesellschaft**  
Ziel: Arbeitsplatzerhaltung
- **Lieferanten, Geschäftspartner, Kunden und Gläubiger der Zielgesellschaft**  
Ziel: Fortbestand der Zielgesellschaft als Lieferant bzw Kunde; Zahlungsfähigkeit der Zielgesellschaft, etc
- **öffentliche Interessen (insb. bei Privatisierungen)**

## Verschiedene Interessen des MBO (2/3)

---

- **Management Team, welches den MBO umsetzen möchte (Käufer)**  
Häufiges Ziel: Will MBO gegenüber Verkauf an andere Dritte (Mitbewerber, Finanzinvestoren, etc) bevorzugt umsetzen; Kaufpreis soll möglichst niedrig sein; andere Mitbieter sollten das Potential der Zielgesellschaft möglichst nicht voll erkennen, sodass kein zu hoher Kaufpreis geboten wird; das Interesse des Managements besteht daher idealtypisch in einer selektiven/eingeschränkten Weitergabe von Infos zur Gesellschaft
- **Eigenkapitalgeber/Finanzierende Parteien des MBO**  
Ziel: Absicherung, dass Zielgesellschaft gut performt und in der Lage ist, den Kaufpreis zu erwirtschaften; Möglichkeit der Einflussnahme; Sicherheiten für Fremdfinanzierung

Durch die Sonderrolle des Managements als Käufer verschärfen sich beim MBO ohnedies bereits bestehende Interessensgegensätze!

Vor allem zwischen den Aktionären einer Publikumsgesellschaft und dem erwerbswilligen Vorstand können große Interessensgegensätze bestehen; „Informationsvorsprung“ des Vorstands durch seine Tätigkeit iVm der Trennung zwischen Eigentum und Kontrolle in der AG

## Verschiedene Interessen des MBO (3/3)

---

### **Grundsätzliche Frage: Soll dem kaufwilligen Management wegen dem beschriebenen Konfliktpotential dieser gegensätzlichen Interessenslagen ein MBO schlechthin verwehrt bleiben?**

- Nein: Ein Verbot von MBOs wäre eine überschießende Reaktion der Rechtsordnung
- Grundsätzlich sind daher in der österreichischen Rechtsordnung MBOs zulässig; es sind aber die bestehenden rechtlichen Rahmenbedingungen bzw Schutzmechanismen zu beachten:
  - Treuepflicht der Organe der Zielgesellschaft
  - Offenlegungs- und Informationspflichten der Organe der Zielgesellschaft
  - Gleichbehandlungsgrundsatz
  - Neutralitätspflicht und Transparenzgebot im Zuge einer Übernahme bei börsennotierten Zielgesellschaften
- Durch diese Rechtsgrundsätze soll im Kontext eines MBO ua sichergestellt werden, dass die Anteilseigner/Aktionäre einen angemessenen Preis für ihre Anteile erhalten!

## Mögliche Gefährdungen der Interessen der Aktionäre beim MBO

---

### **Chronologisch sind drei Phasen zu unterscheiden:**

- **Vor MBO**: Management kann schon in dieser Phase versucht sein, Maßnahmen zu setzen oder zu unterlassen, die den inneren Wert oder den Börsenkurs der Aktien der Zielgesellschaft und damit auch den Kaufpreis erhöhen würden; zB Restrukturierungen werden unterlassen, Kostensenkungspotentiale werden nicht voll genutzt, etc.
- **Während MBO**: Offensichtlicher Interessenkonflikt des Managements ab „innerem“ Entschluss zum MBO; Problembereiche: Informationsvorsprung gegenüber Aktionären (und anderen Mitbietern) fließt in MBO-Angebot des Managements ein; Effizienzsteigerungen werden im eigenen Interesse unterlassen; Verhalten gegenüber Mitbietern ist nicht neutral; die verkaufenden Aktionäre erhalten daher letztlich uU einen zu geringen Kaufpreis.
- **Nach MBO**: Durch hohe Fremdfinanzierung, die auf Zielgesellschaft abgewälzt wurde (debt-push down), sind Eigeninteressen der Zielgesellschaft und mittelbar der verbleibenden Aktionäre (und Altgläubiger) potenziell gefährdet; Gefahr eines Squeeze-out der Kleinaktionäre zu einem zu niedrigen Preis.

## Rechtliche Rahmenbedingungen für das Management (1/3)

---

### Offenlegungspflicht im Verhältnis zur Gesellschaft und zu Aktionären?

- Allgemeine Handlungsmaxime in der AG: dem Vorstand obliegt die eigenverantwortliche Leitungsbefugnis der Gesellschaft unter Wahrung der Gesellschafts- und Aktionärsinteressen (§ 70 Abs 1 AktG). Dieses Leitungsermessen ist begrenzt durch Gesetz (auch Gläubigerschutz) und Satzung.
- Allgemeine Sorgfaltspflicht (§ 84 Abs 1 AktG):
  - Pflicht zu sorgfältiger kaufmännischer Geschäftsführung
  - Treue- und Verschwiegenheitspflicht
- Treuepflicht verbietet dem Vorstand, die Organstellung zugunsten eigennütziger Zwecke auszunutzen!  
Zurückbehaltung von Informationen, um Chancen für eigenen MBO zu erhöhen, wäre eine Vereitelung von Geschäftschancen der Gesellschaft, wodurch das Management der Gesellschaft zustehende Vermögenswerte in Anspruch nimmt, und somit mittelbar die Aktionäre schädigt.

## Rechtliche Rahmenbedingungen für das Management (2/3)

---

### **Grundsätzliche Frage: Wie weit geht Offenlegungspflicht des Vorstands gegenüber Gesellschaft und Aktionären?**

- Offenlegungspflichten gegenüber Aufsichtsrat und Aktionären als Folge der Treuepflicht oder vorvertraglicher Pflichten sind eher weit auszulegen; zur Konkretisierung des Umfangs sind auch Wertungen des Übernahmerechts heranzuziehen.
- Schwierige Abgrenzung zwischen allgemeinen Informationen des erfahrenen Branchenmanagers und Analysten und offenlegungspflichtigen Tatsachen.
- Offenlegung jedenfalls aller werterheblicher/kaufpreisrelevanter Informationen (zB stille Reserven, „greifbare“ Geschäftschancen). Ansichten des Managements über den Unternehmenswert an sich oder Zukunftspläne (zB geplante Neuausrichtung der Geschäftsfelder) müssen grundsätzlich nicht offengelegt werden.

## Rechtliche Rahmenbedingungen für das Management (3/3)

---

### **Sonderfall: Management finanziert MBO Angebot mit Private Equity Partnern - Geheimhaltungspflicht im Verhältnis zu PE-Partnern?**

- Management ist verpflichtet, Geheimnisse der Gesellschaft nicht an außenstehende Dritte (zB potenzieller Investor) weiterzugeben, sofern Interessen der Gesellschaft beeinträchtigt werden könnten (§ 84 Abs 1 AktG, § 25 GmbHG).
- Gespräche des Managements mit PE-Partnern zur Strukturierung des MBO sind uU dem Aufsichtsrat offenzulegen und vom Aufsichtsrat zu genehmigen (Überwachung der Geschäftsführung des Vorstands, § 95 Abs 1 AktG).
- Management hat uU vor Weitergabe von Betriebsinterna an potenzielle Finanzinvestoren die Genehmigung der General- bzw Hauptversammlung einzuholen.
- Geheime Gespräche zwischen der Zielgesellschaft und Co-Investoren können daher aus rechtlicher Sicht problematisch sein

## Rechtsfolgen der Missachtung (1/3)

---

**Bei Missachtung der rechtlichen Rahmenbedingungen und –Schutzmechanismen drohen dem Management – und allenfalls auch den involvierten (informierten) PE-Partnern, die mit dem Management zusammenwirken – folgende Sanktionen!**

- **Schadenersatzansprüche** der ehemaligen Aktionäre, die einen zu niedrigen Kaufpreis für ihre Aktien erhalten haben; folgende Anspruchsgrundlagen kommen dabei in Betracht:

### Aktienrecht:

- § 70 Abs 1 iVm § 84 AktG analog: ein Anspruch nach § 84 steht zwar nach dem Gesetzeswortlaut nicht den Aktionären, sondern nur der AG selbst zu; Meinungen in der Lehre erwägen jedoch eine analoge Anwendung auch auf die Aktionäre, da § 70 deren prinzipielle Schutzwürdigkeit vorsieht; Problem des Reflexschadens.
- § 100 AktG: ein Anspruch wegen Zuwendung eines gesellschaftsfremden Sondervorteils könnte uU durch Größenschluss auch hier anwendbar sein, auch wenn der Vorstand sich den ungerechtfertigten Vorteil auf eigenen Entschluss zuwendet.

## Rechtsfolgen der Missachtung (2/3)

---

### Zivilrecht:

- § 1295 ABGB: Ersatzpflicht wegen vorsätzlicher Schädigung; zumindest Eventualvorsatz im Sinne eines in Kauf Nehmens einer Schädigung der Aktionäre durch den Vorstand könnte bei Missachtung der zuvor angeführten Rahmenbedingungen vorliegen.
- Ersatzpflicht aus vorvertraglichem Schuldverhältnis, das sich aus der „Geschäftsanbahnung“ zwischen Aktionären und kaufwilligem Management ergibt.
- UU Schadenersatzansprüche der anderen betroffenen Gesellschafter.
- Eventuelle Rückabwicklung des MBO wegen Irrtumsanfechtungen der ehemaligen Aktionäre.

## Rechtsfolgen der Missachtung (3/3)

---

- **Strafrechtliche Sanktionen** gegen das Management als unmittelbare Täter, aber uU auch gegen PE-Partner als Beitragstäter iSd § 12 StGB!

zB durch Erfüllung des Tatbestands der Untreue nach § 153 StGB:

- Wer eine ihm eingeräumte Befugnis, über fremdes Vermögen zu verfügen, wissentlich missbraucht, und dadurch einem anderen einen Vermögensnachteil zufügt ist mit:
- Freiheitsstrafe bis zu 6 Monaten oder Geldstrafe von 360 Tagessätzen zu bestrafen
- Schaden über EUR 50.000,-: Freiheitsstrafe von 1 bis zu 10 Jahren (Zuständigkeit Schöffengericht: keine Diversion!)

## Sonderfragen bei MBOs von börsennotierten Zielgesellschaften (1/4)

---

### **Insiderrecht (§ 48a BörseG):**

- Das Management ist bei einem MBO idR im Besitz von Insiderwissen durch Zugang zu vertraulichen Informationen aufgrund von Organstellung, Aufgaben etc.
- Auch wenn der Besitz von solchem Wissen nicht automatisch bedeutet, dass das Management dieses bei Abschluss des Kaufvertrages „ausgenützt“ hat, wird praktisch nur schwer glaubhaft gemacht werden können, dass ohne dieses Sonderwissen gleich gehandelt worden wäre.
- Schwierige Abgrenzung zwischen allgemeinem Wissens- und Informationsstand jedes erfahrenen Managers und Insiderinformation des Managers als Primär-Insider iSd BörseG.
- Qualifikation als Insiderwissen wird erst in Erfüllung von Ad-hoc-Publizitätspflicht beseitigt.
- Empfehlung: Management soll vor MBO alle potentiell insider-relevanten Informationen per Ad-hoc veröffentlichen!

## Sonderfragen bei MBOs von börsennotierten Zielgesellschaften (2/4)

---

### **Strafrechtliche Sanktion für Insiderhandel: Auch relevant für Private Equity-Partner!**

- Insiderstraftatbestände betreffen Management als Primärinsider, aber uU auch **PE-Partner als Sekundärinsider!**
- Wer eine Insiderinformation mit dem Vorsatz ausnützt, sich oder einem Dritten einen Vermögensvorteil zu verschaffen, indem er Geschäfte tätigt, gegenüber einem Dritten Empfehlungen ausspricht oder Informationen weitergibt, ist mit
  - Freiheitsstrafe bis zu 3 Jahren (Primärinsider) bzw 1 Jahr (Sekundärinsider) zu bestrafen
  - Vermögensvorteil über EUR 50.000: Freiheitsstrafe bis zu 5 Jahren (Primärinsider) bzw 3 Jahren (Sekundärinsider)
  - Achtung: ab 5 Jahren Zuständigkeit des Schöffengerichts: keine Diversion!
- Wer Informationen in Kenntnis oder grob fahrlässiger Unkenntnis der Qualifikation als Insider-Information verwendet, ist mit
  - Freiheitsstrafe bis zu 6 Monaten oder mit Geldstrafe bis zu 360 Tagessätzen zu bestrafen
  - Achtung: Bereicherungsvorsatz ist keine Voraussetzung!

## Sonderfragen bei MBOs von börsennotierten Zielgesellschaften (3/4)

---

### **Directors' Dealings (§ 48d Abs 4BörseG):**

- Offenlegungspflicht bei Eigengeschäften von Führungskräften des Emittenten sowie in enger Bindung zu diesen stehenden Personen; Führungskräfte sind Personen:
  - die einem Verwaltungs-, Leitungs- oder Aufsichtsorgan angehören,
  - oder befugt sind, unternehmerische Entscheidungen über zukünftige Entwicklungen zu treffen (zB leitende Angestellte)

## Sonderfragen bei MBOs von börsennotierten Zielgesellschaften (4/4)

---

### **Übernahmerecht (ÜbG):**

- öffentliches Übernahmeangebot an Aktionäre; im Übernahmerecht verankertes Transparenzgebot und Gleichbehandlungsprinzip (§ 3 Ziff 2 und 3 ÜbG) geben volle Information der Aktionäre als Empfänger des Angebotes vor; auf Grundlage des Angebotes sollen diese freie und fundierte Entscheidung treffen können; Vorstand muss im Interesse aller Aktionäre handeln.
- Gleichzeitig Neutralitätspflicht des Vorstands der Zielgesellschaft gegenüber anderen Mitbieter; selektive Informationsweitergabe ist unzulässig, alle Bieter haben Anspruch auf Gleichbehandlung.
- Verpflichtende Stellungnahme des Vorstands (§ 14 Abs 1 ÜbG) zum Angebot: Wie soll sich Vorstand, der an Durchführung des MBO beteiligt ist, verhalten? Vorstand hat Stellungnahme abzugeben; muss auf Interessenskonflikt hinweisen und wird nur die Vor- und Nachteile darstellen, ohne eine abschließende Empfehlung abzugeben.

## Fazit

---

Bei der Abwicklung eines MBOs ist  
besondere Vorsicht geboten:

Viele rechtliche Einschränkungen sind zu beachten.  
Verletzungen von einschlägigen Rechtsvorschriften können  
weitreichende Konsequenzen für das Management und die  
involvierten Private Equity-Partner haben.

## Fazit

---

ABER:

*„...a small group of senior executives, usually working with a Wall Street partner, proposes to buy its company from public shareholders, using massive amounts of borrowed money...*

*Critics of this procedure called it stealing the company from its owners...*

*On one thing they all agreed:*

*The executives who launched LBO's got filthy rich."*

*Burrough/Helyar, Barbarians at the Gate, 22*

# Kontakt

---

**Dr Andreas W Mayr, LL.M.**

T: +43 1 533 47 95-64

F: +43 1533 47 95-5064

E: andreas.mayr@dbj.at

**DORDA BRUGGER JORDIS  
Rechtsanwälte GmbH**

Dr Karl Lueger-Ring 10

1010 Wien

[www.dbj.at](http://www.dbj.at)

