

Sonderdruck aus

Europa Institut Zürich Band 132

**Private Equity II**

Herausgeber: Dieter Gericke

---

# Management Buy-outs

---

Ulysses von Salis

Schulthess §





# EuropaInstitut

AN DER UNIVERSITÄT ZÜRICH

---

Herausgeber:  
Dieter Gericke

## Private Equity II

Rechtliche, steuerliche und regulatorische  
Aspekte von Buy-out bis Exit

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Alle Rechte, auch die des Nachdrucks von Auszügen, vorbehalten. Jede Verwertung ist ohne Zustimmung des Verlages unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronische Systeme.

© Schulthess Juristische Medien AG, Zürich · Basel · Genf 2012  
ISBN 978-3-7255-6668-6

[www.schulthess.com](http://www.schulthess.com)

# Inhaltsübersicht

<b>Management Buy-outs</b>	7
<i>Dr. Ulysses von Salis, Rechtsanwalt, LL.M., Partner Niederer Kraft &amp; Frey AG, Zürich</i>	
<b>Beteiligung und Incentivierung des Managements beim Buy-out</b>	31
<i>Martin Frey, Fürsprecher, LL.M., Dipl. Steuerexperte, Partner Baker &amp; McKenzie, Zürich</i>	
<b>Stapled Finance</b>	65
<i>Marcel Tranchet, Rechtsanwalt, LL.M., Partner Lenz &amp; Staehelin, Zürich, und lic. iur. Christian Kurer, Lenz &amp; Staehelin, Zürich</i>	
<b>Steuerfragen bei Buy-out- und Exit-Transaktionen</b>	91
<i>Dr. Reto Heuberger, Rechtsanwalt, LL.M., Dipl. Steuerexperte, Partner Homburger, Zürich</i>	
<b>Schranken für Konkurrenzverbote im Venture Capital und Private Equity</b>	115
<i>Dr. Christian Wenger, Rechtsanwalt, LL.M., Partner Wenger &amp; Vieli AG, Zürich, und Tom Schaffner, MLaw, Wenger &amp; Vieli AG, Zürich</i>	
<b>Trade Sale-Exit</b>	141
<i>Dr. Dieter Gericke, Rechtsanwalt, LL.M., Partner Homburger, Zürich</i>	
<b>IPO als Exit</b>	195
<i>Michael Trippel, Rechtsanwalt, LL.M., Partner Bär &amp; Karrer AG, Zürich</i>	
<b>Auswirkungen der AIFM-Richtlinie und der geplanten Schweizer Folgeregulierung auf Private Equity Fonds und Buy-outs</b>	239
<i>Felix Haldner, Rechtsanwalt, Mitglied der Geschäftsleitung und Head Investment Structures der Partners Group, Zug</i>	



# Management Buy-outs

Ulysses von Salis\*

## Inhalt

I.	Einleitung.....	8
II.	Beschreibung und Haupterscheinungsformen.....	8
III.	Parteien einer Buy-out-Transaktion.....	10
IV.	Gründe für Buy-outs aus Sicht des Verkäufers.....	12
1.	Spezifische Gründe, die aus Sicht des Verkäufers für einen MBO sprechen.....	12
a)	Kontinuität.....	12
b)	Bestehendes (Vertrauens-) Verhältnis.....	12
c)	„Insider“-Wissen und Preisbestimmung.....	13
d)	Vertraulichkeit von Geschäftsgeheimnissen.....	14
e)	Zeitnahe Umsetzung.....	14
f)	Transaktionskosten und Transaktionsvolumen.....	15
g)	Bewahrung der Unabhängigkeit.....	16
2.	Spezifische Gründe, die aus Sicht des Verkäufers für einen MBI sprechen.....	16
3.	Auslöser für den Verkauf und Buy-outs.....	17
a)	Exit.....	17
b)	Nachfolgelösung.....	18
c)	Reorganisation (Spin-off).....	19
d)	Turn-Around und Sanierungen.....	19
e)	Public to Private.....	20
V.	Buy-outs aus Sicht des kaufenden Managements.....	21
1.	MBO.....	21
2.	MBI.....	22
3.	Anreize und Motivation des Managements im Buy-out.....	22
VI.	Buy-outs aus Sicht der Eigenkapital-Investoren.....	23
VII.	Buy-out insbesondere als Nachfolgelösung.....	24
1.	Buy-out als klassische Nachfolgelösung.....	24
2.	MBO als Teil einer stufenweisen Nachfolgelösung.....	24
a)	Rekrutierung des Managements mit Nachfolgerpotential.....	24
b)	Stufenweise Minderheitsbeteiligung (Optional).....	25
aa)	Aktienkaufvertrag.....	26
bb)	Aktionärsbindungsvertrag.....	26

---

\* Der Autor dankt Arie Gerszt für die kritische Durchsicht des Manuskripts.

c) Geordneter Rückzug des Eigentümer-Managers .....	28
d) MBO.....	28

## I. Einleitung

Zur Schaffung eines Überblicks zum Thema „Buy outs“ werden im folgenden Artikel die wesentlichen Parteien, die regelmässig an Buy-out-Transaktionen beteiligt sind, vorgestellt (Ziffer III.) und sodann vor allem dargestellt, was aus Sicht dieser einzelnen Parteien für die Durchführung bzw. Beteiligung an einem Buy-out spricht (Ziffern IV. bis VI.).

Buy-outs eignen sich besonders als Nachfolgelösungen, weshalb auf diesen Aspekt in einem separaten Kapitel eingegangen wird (Ziffer VII.).

Im Folgenden wird vorwiegend vom Verkauf einer Gesellschaft (als Zielgesellschaft bezeichnet) durch einen oder mehrere Verkäufer an einen oder mehrere Finanzinvestoren sowie das Management ausgegangen.

## II. Beschreibung und Haupterscheinungsformen

Buy-out ist ein Sammelbegriff für Unternehmenskäufe mit Finanzinvestoren als Käufer(n).<sup>1</sup> Praktisch immer wechselt dabei die Mehrheit an der Zielgesellschaft die Hand, während beispielsweise im Vergleich dazu bei Venture Capital Investitionen von Finanzinvestoren oft auch nur eine Minderheitsbeteiligung an der Zielgesellschaft erworben wird.<sup>2</sup>

Abgrenzend gehören insbesondere Unternehmenskäufe durch *strategische Käufer*, bei denen die Zielgesellschaft in einen Konzern integriert werden soll, nicht zu den Buy-outs. Strategische Käufer sind (neben direkten, finanziellen Gewinnen) vor allem an der Weiterentwicklung oder Ergänzung ihrer

---

<sup>1</sup> Vgl. zu den verschiedenen Begriffen insb. BECKER, 11; HERTZ-EICHENRODE et al., passim.; WEITNAUER, 1 ff.; zum sog. Secondary Buy-out, vgl. YATES/HINCLIFFE, 5; RÖTHELI, 138 ff.

<sup>2</sup> Vgl. BECKER, 12.

übrigen Aktivitäten interessiert. Typischerweise sind bei einem strategischen Käufer die Rollen des Eigentümers (Aktionärs) und die des Management getrennt, sodass auch aus Sicht des Verkäufers die strategischen Komponenten im Vordergrund stehen, während die Frage, welche Manager die Führung der Zielgesellschaft nach dem Verkauf übernehmen, in den Hintergrund rückt.

Ein Buy-out aus Sicht eines Verkäufers stellt insbesondere eine alternative Transaktionsform zu einem Börsengang (IPO) dar, oder auch zu einer Fusion. Weniger anzustreben, aber manchmal dennoch vorkommend, ist sodann eine Liquidation der Zielgesellschaft.

Bei den verschiedenen Erscheinungsformen von Buy-outs kann nach der Tatsache und Art der (künftigen) *Beteiligung des Managements* am Eigenkapital des Unternehmens<sup>3</sup> unterschieden werden:

- Als *Management Buy-out* (MBO) wird ein Unternehmenskauf bezeichnet, wenn neben den Eigenkapital-Investoren auch *bisherige* Manager der Zielgesellschaft zu den Erwerbern von Eigenkapital-Beteiligungen gehören.
- *Management Buy-in* (MBI) bezeichnet demgegenüber den Umstand, dass im Rahmen des Unternehmenskaufs *neue* Manager zur Zielgesellschaft hinzustossen, die sich auch am Eigenkapital beteiligen.

Mit Management ist dabei die Geschäftsführung gemeint. Wenn eine breitere Schicht von Mitarbeitern sich beteiligt, oder gar die Mehrheit erwirbt kann dies, vom MBO/MBI abgrenzend, als *Employee Buy-outs* bezeichnet werden. Spielt hingegen die Beteiligung der Manager keine oder nur eine geringe Rolle, spricht man auch die Rolle der Finanzinvestoren betonend von Institutional Buy-out.

Wird nach der *Herkunft der Finanzierung* unterschieden, so steht namentlich der Leveraged (Management) Buy-out (LBO/LMBO) im Vordergrund, bei dem neben eigenen Mitteln der Investoren (Finanzinvestoren und Manage-

---

<sup>3</sup> Dies kann eine Beteiligung direkt an der Zielgesellschaft sein oder, was häufiger der Fall ist, an der Gesellschaft, die gegründet bzw. speziell verwendet wird, um die Zielgesellschaft zu erwerben (Akquisitionsgesellschaft).

ment) auch ein – meist massgeblicher – Anteil des Kaufpreises für den Erwerb der Zielgesellschaft (und nicht nur des Betriebsvermögens (*working capital*) des Unternehmens) mittels Fremdkapital von Dritten finanziert wird.<sup>4</sup> Aufgrund der regelmässig limitierten finanziellen Mittel des Käufer-Managements findet sich praktisch in jeder Buy-out-Transaktion eine Fremdfinanzierung des Kaufpreises (*leverage*).<sup>5</sup>

In einem klassischen Buy-out erwerben Finanzinvestoren die Mehrheit der Zielgesellschaft und laden die Manager ein, sich mit verhältnismässig kleinen Aktienpaketen ebenfalls am Unternehmen zu beteiligen. Entsprechend wird diese Transaktionsform primär von den Finanzinvestoren getrieben. Vor allem bei kleineren Transaktionen kommen jedoch auch umgekehrte Gewichts- und damit auch Rollenverteilungen vor, indem die bisherigen Manager die Mehrheitsbeteiligung erwerben, zu diesem Zweck selber eine Fremdkapitalfinanzierung organisieren und allenfalls ergänzend auch die Beteiligung eines Finanzinvestors mit einer Minderheitsbeteiligung begrüssen. Diese verschiedenen Konstellationen können einen erheblichen Unterschied bezüglich der Dynamik ausmachen, sowohl hinsichtlich des Ablaufs der Transaktion als auch für die Governance Struktur nach Abschluss der Transaktion.

MBO- und MBI-Transaktionen stellen zwei Typen von *Private Equity-Finanzierungen* dar. Als Überbegriff umfasst Private Equity eine Reihe von Finanzierungsarten, einschliesslich Investitionen in die Wachstumsphase junger Unternehmen (*Venture Capital*), Buy-out Finanzierungen (*MBO, MBI, LBO und weiteren Unterarten*), als auch Turnaround-Finanzierungen.<sup>6</sup>

### III. Parteien einer Buy-out-Transaktion

Typischerweise begegnen sich im Rahmen einer Buy-out-Transaktion die folgenden Parteien:

---

<sup>4</sup> Vgl. zum Leverage Effekt beispielsweise BECKER, 11.

<sup>5</sup> Vgl. beispielsweise YATES/HINCLIFFE, 3 f.

<sup>6</sup> VON SALIS, *Private Equity*, Rz 1, Rz 41.

- *Verkäufer*: als bisheriger Aktionär sucht er mit dem Verkauf aller (oder der Mehrheit der Aktien), den Ausstieg aus der Zielgesellschaft. Auf Verkäuferseite kann ein Alleinaktionär stehen, der oft auch Gründeraktionär war, oder eine Aktionärsgruppe, beispielsweise eine Familie oder ein Gründerteam.

Die Verkäufer stellen oft auch den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft, entweder allein oder ergänzt mit – faktisch meistens weniger als mehr unabhängigen – externen Verwaltungsratsmitgliedern. Ferner können die Verkäufer auch in der Geschäftsführung des Unternehmens aktiv sein. Im ausgeprägtesten Fall ist der Alleinaktionär sowohl Verwaltungsratspräsident als auch CEO der Zielgesellschaft.

- Als *Management* wird im Folgenden die Gruppe von Managern zusammengefasst, die Mitglieder der Geschäftsleitung des Unternehmens sind, vor der Transaktion grundsätzlich keine Aktien halten und im Rahmen der Buy-out-Transaktion typischerweise eine massgebliche Eigenkapitalbeteiligung am Unternehmen erwerben.
- Als Hauptkäufer und Erwerber der Mehrheit tritt sodann ein *Finanzinvestor* oder ein Konsortium mehrerer Finanzinvestoren auf.

In diesem Dreieck Verkäufer/Verwaltungsrat – Manager – Finanzinvestoren spielt sich die Buy-out-Transaktion in den wesentlichen Teilen ab.

Bei einem Buy-out spielen sodann regelmässig die *Fremdkapitalgeber* eine wichtige Rolle, indem sie durch die Gewährung von Darlehen Teile des Kaufpreises finanzieren<sup>7</sup> (sowie allenfalls der Zielgesellschaft Betriebskredite zur Verfügung stellen). Weiter sind auch die weiteren Mitarbeiter der Zielgesellschaft als zentrale Stakeholder im Buy-out-Prozess namentlich zu erwähnen.

---

<sup>7</sup> Vgl. dazu insbesondere TSCHÄNI, 2 ff.

## IV. Gründe für Buy-outs aus Sicht des Verkäufers

### 1. Spezifische Gründe, die aus Sicht des Verkäufers für einen MBO sprechen

Im Vergleich mit anderen Transaktionsformen zur Veräußerung eines Unternehmens, zeichnet sich ein MBO aus Sicht des Verkäufers vor allem durch folgende Punkte aus:

#### a) *Kontinuität*

Als Erwerber von Aktien treten beim MBO bisherige Manager der Zielgesellschaft auf, die weiterhin für das Unternehmen tätig sein werden und (allenfalls neu) die gesamte operative Führung des Unternehmens übernehmen. Damit besteht Kontinuität, indem die Entwicklung des Unternehmens unter den bisherigen, immer in grössere Verantwortung vorgerückten Managern weitergeführt wird.

Die bisherigen Manager als Know-how-Träger bleiben dem Unternehmen nach Abschluss der Transaktion langfristig erhalten. Das in den Personen der Manager verankerte Know-how des Unternehmens kann für den Verkäufer auch eine Abhängigkeit vom Management begründen, weil insbesondere ein Finanzinvestor ohne entsprechendes Industrie-Know-how regelmässig am Kauf des Unternehmens zusammen mit dem bestehenden Management interessiert ist.

Bezüglich Sicherstellung der Kontinuität unterscheidet sich der MBO in elementarer Weise vom MBI, bei dem *neue* Manager zur Zielgesellschaft hinzustossen.

#### b) *Bestehendes (Vertrauens-)Verhältnis*

Weil das bestehende Management als (Mit-)Käufer auftritt, ergibt sich die Besonderheit, dass sich Verkäufer und (ein Teil der) Käufer bereits vor der Transaktion kennen und idealerweise ein Vertrauensverhältnis aufgebaut haben. Diese Konstellation steht im Gegensatz zum klassischen Unternehmenskauf, bei dem sich grundsätzlich unbekannte Parteien in einer Einmal-

transaktion gegenüberstehen. In der Praxis kann gerade diese Besonderheit des MBOs einen wesentlichen Einfluss auf die Dynamik der Transaktion haben und namentlich die Umsetzung der Transaktion positiv vereinfachen und beschleunigen.

Ein bestehendes Vertrauensverhältnis zwischen Verkäufer und Käufer kann vor allem auch für Faktoren relevant sein, die rechtlich oft nicht zufriedenstellend geregelt werden können, beispielsweise hinsichtlich der Fähigkeit und Bereitschaft der Manager, das Unternehmen im Sinne des bisherigen Eigentümers weiterzuführen und zu entwickeln. Auch bei der Zuteilung objektiv schwierig einzuschätzender Risiken, etwa im Rahmen der kaufrechtlichen Gewährleistungen und Garantien, kann ein vorbestehendes Vertrauensverhältnis ein wichtiger, pragmatische Lösungen fördernder Faktor sein.

Ein Vertrauensverhältnis zwischen Verkäufer und Käufer kann aber nicht verhindern, dass in wesentlichen Punkten der Transaktion, namentlich beim Kaufpreis, ein Interessengegensatz besteht.

c) *„Insider“-Wissen und Preisbestimmung*

Die bisherigen Manager sind die Insider des Unternehmens, die über den Geschäftsverlauf, bestehende Verbindlichkeiten, Risiken und zukünftige Chancen von allen an der Transaktion beteiligten Parteien regelmässig das beste und umfassendste Wissen sowie die am nächsten der Realität entsprechende Einsicht haben.

Klassischerweise – und im Gegensatz zur normalen M&A-Transaktion – stehen diese Insider im Verkaufsprozess auf der Seite des Verkäufers, indem sie selbst Verkäufer sind oder zumindest als Manager den verkaufenden Aktionären als letzte Instanz zur Rechenschaft verpflichtet sind.

Beim MBO wird diese Grundkonstellation verdreht: Die am Besten qualifizierten Insider sind gleichzeitig auch Käufer, ohne dass ihre Pflichten als Organe und Arbeitnehmer der Zielgesellschaft und damit ihre Rolle auf der Verkäuferseite rechtlich grundsätzlich verändert<sup>8</sup> wird. Noch prägnanter wird diese Umkehr der Rollen, je weniger der verkaufende Aktionär selber (noch)

---

<sup>8</sup> Vgl. dazu den Beitrag von MARTIN FREY, hinten in diesem Tagungsband.

in die Geschäftsführung des Unternehmens involviert war, also je weniger dem verkaufenden Aktionär eigenes, direktes Insiderwissen über das Unternehmen zukommt.

Hinsichtlich des Kaufpreises kann sich diese besondere Konstellation auch für den Verkäufer positiv auswirken, beispielsweise wenn die Manager bereit sind, Risiken zu übernehmen, die von einem aussenstehenden Käufer nur mit faktisch überhöhten Risikoabschlägen übernommen würden.

d) *Vertraulichkeit von Geschäftsgeheimnissen*

Bei einem MBO bestehen während des Verkaufsprozesses vergleichsweise geringe Probleme, die Vertraulichkeit der Geschäftsgeheimnisse des Unternehmens zu wahren, insbesondere im Vergleich zu Verhandlungen mit einem strategischen Investor.

Strategische Investoren sind oft Konkurrenten des zum Verkauf stehenden Unternehmens. Es besteht deshalb die Gefahr, dass ein strategischer Kaufinteressent Informationen über das Unternehmen, namentlich aus der Due Diligence, auch dann für sich verwendet, wenn keine Transaktion mit ihm zustande kommt.

Bei Verkaufsverhandlungen mit den bisherigen Managern besteht dieses Problem nicht bzw. nicht grundsätzlich anders als sowieso mit jedem Arbeitnehmer. Auch Finanzinvestoren sind diesbezüglich weniger problematisch, da sie oft nicht gleichzeitig Konkurrenten des Unternehmens sind und somit bei Abbruch der Transaktion keinen unmittelbaren Verwendungszweck für die im Verkaufsprozess erhaltenen Informationen haben.

Zum Schutz von Geschäftsgeheimnissen, wie auch weiteren vertraulichen Informationen, werden im Vorfeld der Transaktion Geheimhaltungsvereinbarungen abgeschlossen.

e) *Zeitnahe Umsetzung*

Die obgenannten Punkte – Vertrauensverhältnis und Insiderwissen auf Seiten der Käufer – können dazu beitragen, dass eine Transaktion wesentlich schneller als sonst üblich über die Bühne gehen kann. Vor allem der Bedarf

und der Umfang für eine Due Diligence-Prüfung kann auf Käuferseite wesentlich kleiner sein, als bei Transaktionen unter üblichen Dritten.

Eine weitere Zeitersparnis ergibt sich bei einem MBO mit Verkauf vorwiegend an das bestehende Management ferner daraus, dass sich die Suche nach einem Käufer (teilweise) erübrigt.

Allerdings ist auch zu berücksichtigen, dass auf Seiten der Käufer oft ein wesentlicher Teil durch Fremdkapital finanziert wird und die Beschaffung dieses Fremdkapitals auch seine Zeit, sowie allenfalls weitergehende Due-Diligence-Prüfungen, beanspruchen kann.

#### *f) Transaktionskosten und Transaktionsvolumen*

Eine Folge der Vereinfachung der Verhältnisse und auch der Zeitersparnis ist regelmässig, dass die Transaktionskosten bei einem MBO tiefer sind als für einen Unternehmensverkauf an Dritte üblich. Insider haben tiefere Risikobeurteilungskosten als Outsider. Weniger Beratungsbedarf und insbesondere der allenfalls geringere Bedarf nach rechtlichen Absicherungen schlagen sich in tieferen, vor allem externen Transaktionskosten nieder. Mit Blick auf die Gesamtkosten einer Akquisition (Kaufpreis, Transaktionskosten etc.) verschaffen tiefere Transaktionskosten dem Käufer zusätzliche Flexibilität bezüglich Höhe (und allenfalls auch bezüglich der Ausgestaltung) des Kaufpreises.

Bei einem MBO mit Verkauf vorwiegend an das bestehende Management fallen in der Regel auch die Kosten für die Suche eines geeigneten Käufers weg und allfällige damit verbundene Vermittlerhonorare.

Diese tieferen Kosten machen eine Transaktion nicht nur effizienter, sondern können gerade bei kleineren Unternehmen mit vergleichsweise tieferen Kaufpreisen auch den Effekt haben, dass sie eine Transaktion überhaupt erst ermöglichen. Wenn Dritte – als Outsider – zu hohe Transaktionskosten riskieren müssen im Verhältnis zu den potentiellen Gewinnen, die mit dem Unternehmen in Zukunft erwirtschaftet werden können, sind Dritte nicht bereit, sich auf eine Transaktion überhaupt einzulassen. Dies gilt insbesondere auch für Finanzinvestoren, die in der Regel ein minimales Transaktionsvolumen brauchen, um ihre Transaktionskosten zu decken.

Hier kann demnach eine Lücke bestehen, in der nur das bestehende Management die Möglichkeit und Bereitschaft hat, eine Transaktion zu machen bzw. zu wagen.

*g) Bewahrung der Unabhängigkeit*

Statt des Verkaufs an einen strategischen Investor und der Eingliederung in dessen Konzern, kann mit einem Buy-out die Unabhängigkeit des Unternehmens bewahrt werden. Die Zielgesellschaft bleibt als rechtliche Einheit bestehen und trägt grundsätzlich auch weiterhin ihren bisherigen Namen. In der Regel ist damit auch eine Beibehaltung des Standorts und der Erhalt der Arbeitsplätze verbunden und aus Sicht der Lieferanten und Kunden tritt keine grundlegende Veränderung beim Geschäftspartner ein.

Allerdings ist einzuschränken, dass es den Erwerbern der Zielgesellschaft im Rahmen eines MBOs kaum rechtlich verboten werden kann, die Gesellschaft in der fernen oder nahen Zukunft an einen Konzern weiter zu veräußern. Zwar ist ein solches Verbot des Weiterverkaufs grundsätzlich als Verpflichtung nach dem Vollzugsdatum im Aktienkaufvertrag denkbar, der Spagat zwischen relevantem Inhalt und nicht übermäßiger Beschränkung der Handlungsfreiheit ist schwierig. Gleiches gilt auch für Standortgarantien oder für Arbeitsplatzgarantien.

Dagegen lassen sich solche – aus Verkäufersicht unerwünschte – Veränderungen eher verhindern, indem der Verkäufer mit einer Minderheitsbeteiligung am Unternehmen beteiligt bleibt (Rückbeteiligung) und sich als Aktionär entsprechenden Einfluss auf diese Fragen zugestehen lässt (beispielsweise im Rahmen des Aktionärbindungsvertrags). Da der Verkäufer hier wirtschaftlich an der Gesellschaft beteiligt und damit von solchen Entscheidungen auch selber direkt wirtschaftlich betroffen bleibt, ist allenfalls eher eine die Interessen von Verkäufer und Käufer ausgleichende Lösung denkbar.

## **2. Spezifische Gründe, die aus Sicht des Verkäufers für einen MBI sprechen**

Viele der Gründe, die aus Sicht des Verkäufers für einen MBO sprechen, stehen im Zusammenhang mit der bereits vor der Transaktion bestehenden Verbindungen zwischen dem Verkäufer und dem Management des Unter-

nehmens. Naturgemäss fallen diese Gründe beim MBI weg, weil eben gerade neue Manager von aussen hinzukommen.

Als spezifischer Grund, der auch für einen MBI spricht, ist namentlich die Bewahrung der Unabhängigkeit des Unternehmens zu nennen. Hier gilt dasselbe wie beim MBO.

### **3. Auslöser für den Verkauf und Buy-outs**

Je nachdem, welcher generelle Auslöser für den Verkauf eines Unternehmens im Vordergrund steht, weist ein Buy-out gegenüber anderen Transaktionsformen besondere Vorteile auf.

#### *a) Exit*

Der Ausstieg (Exit) eines Investors aus der Zielgesellschaft beendet das finanzielle Engagement eines Eigenkapital-Investors, indem dieser von neuen Investoren abgelöst wird. Dies gilt zunächst einmal bei jedem Verkäufer, wobei diesem Aspekt je nach den konkreten Umständen ein grösserer oder kleinerer Stellenwert zukommt.

Bei Finanzinvestoren, die sich von Anfang an nur für eine begrenzte Zeit am Unternehmen beteiligen wollen, ist der spätere Verkauf bereits von Anfang an fixer Bestandteil der mittel- oder langfristigen Planung und die Beendigung der Investition mit der Realisierung der erzielten Gewinne das zentrale Ziel.

Grundsätzlich führt natürlich jeder Buy-out zur Beendigung der Eigenkapitalbeteiligung des bisherigen Aktionärs. Hat der bisherige Aktionär – aus welchen Gründen auch immer – den Wunsch, zwar die Mehrheit zu veräussern, aber nicht alle seine Aktien, so besteht im Rahmen eines Buy-out sehr oft die Möglichkeit, dass der bisherige Mehrheitsaktionär und Verkäufer eine Minderheitsbeteiligung behält oder sich im Rahmen der Transaktion am Unternehmen rückbeteiligt. Da bei einem Buy-out regelmässig nicht nur ein Käufer auftritt, sondern eine Käufergruppe, insbesondere Finanzinvestoren zusammen mit Managern, führt die Transaktion ohnehin zu einem Mehrparteien-Aktionariat mit entsprechendem Regelungsbedarf; der Verkäufer als zusätzlicher Aktionär verursacht deshalb keine wesentlich grössere Komple-

xität der Verhältnisse. Diese Konstellation steht im Gegensatz zum Verkauf der Zielgesellschaft an strategische Investoren: Da die reibungslose Integration der Zielgesellschaft in den Konzern den Erwerb aller Aktien erfordert, ist der Verbleib einer Restbeteiligung beim Verkäufer sehr hinderlich bzw. grundsätzlich nicht möglich<sup>9</sup>.

Zusätzliche Transaktionsmöglichkeiten kann ein MBO vor allem auch in kleineren Verhältnissen eröffnen, weil ein MBO mit vergleichsweise tiefen Transaktionskosten durchgeführt werden und deshalb auch bei kleineren Unternehmensgrößen sinnvoll sein kann. Hier kann es somit Konstellationen geben, in denen ein Exit nur auf dem Wege eines MBOs sinnvoll und machbar ist.

#### *b) Nachfolgelösung*

Ein Unternehmensverkauf als Nachfolgelösung adressiert gleichzeitig den Wechsel der Investoren wie auch des Topmanagement der Zielgesellschaft.

Eingrenzend wird im Folgenden unter Nachfolgelösung verstanden, dass ein Unternehmer, der Gesellschafter und Manager zugleich ist, einen Nachfolger auf beiden Ebenen sucht. Am ausgeprägtesten ist die Ausgangslage beim Einzelaktionär, der auch die Positionen des Verwaltungsratspräsidenten und CEO ausfüllt (vgl. Ziffer III. oben). Im Kern liegen dieselben Umstände vor, solange der Mehrheitsaktionär, oder auch Exponenten einer Gruppe, die z.B. als Familie die Mehrheit der Anteile halten, wesentlich auch das Management der Zielgesellschaft persönlich wahrnimmt. Auch hier erfolgt durch den Unternehmensverkauf eine Ablösung auf beiden Ebenen, als Eigentümer (Aktionär) und als Manager.

Vor allem der MBO ist eine klassische Nachfolgelösung (vgl. dazu Ziffer VII.), aber auch ein MBI kann sich gerade dann als Nachfolgelösung anbieten, wenn ein neuer Manager nur dann bereit ist die Geschäftsführung eines Unternehmens zu übernehmen, wenn er auch die Gewinnaussichten als Eigentümer der Zielgesellschaft erwerben kann.

---

<sup>9</sup> Möglich ist aber oft, den Verkäufer an der obersten Konzerngesellschaft zu beteiligen.

c) *Reorganisation (Spin-off)*

Bei Unternehmensverkäufen im Rahmen von Reorganisationen veräussert namentlich ein Konzern einen Teilbereich seiner Aktivitäten (Spin-off). Die Gründe dafür sind zweifellos immer strategisch, oft zusammenhängend mit der Änderung der Ausrichtung des Konzerns auf (andere) Kerngeschäfte, mangelnder oder unterdurchschnittlicher Profitabilität oder auch nur mit einem Finanzbedarf des Konzerns.

Gerade wenn nicht-operative, sondern strategische Gründe zu einem Verkauf eines Unternehmensteils führen, bietet sich ein Verkauf an das bestehende Management an, weil Kontinuität und das bestehende Vertrauensverhältnis eine Transaktion erleichtern.

Verkauft ein Konzern eine Tochtergesellschaft im Rahmen eines MBOs stehen oft vor allem die Faktoren einer zeitnahen Umsetzung der Transaktion und das Transaktionsvolumen als Gründe für diese Transaktionsform im Vordergrund.

Die zeitliche Komponente der Umsetzung der Transaktion kann vor allem im Zusammenhang mit notwendigen Reorganisationen, Turn-arounds oder einer Sanierung wichtig sein. Bei kotierten Konzernen ist die rasche Umsetzung auch im Hinblick auf die Einhaltung von Ad-hoc-Meldepflichten und die Verhinderung von Insidergeschäften ein wesentlicher Faktor.

Die Entlassung in die Unabhängigkeit kann auch eine Rolle spielen, insbesondere auch die Verhinderung, dass die Gesellschaft unter das Dach eines Konkurrenzunternehmens gerät.

d) *Turn-Around und Sanierungen*

Was bei Reorganisationen grösstenteils noch als freiwillig wahrgenommen wird, verdichtet sich beim Turn-Around und bei Sanierungen zum Sachzwang, wenn aufgrund der geschäftlichen Entwicklung oder finanziellen Lage der Zielgesellschaft eine Lösung grundsätzlicher Probleme durch Lösung des Problems vom Konzern gesehen wird.

Bei Turn-Around- und Sanierungssituationen bietet sich ein MBI besonders an, weil hier oft ein Managementwechsel die Umsetzung des notwendigen Richtungswechsels fördert.

Zugunsten eines MBO oder eines MBI kann gerade in Turn-Around- oder Sanierungssituationen zudem zum entscheidenden Faktor werden, dass ein Manager allenfalls nur dann bereit ist die Führung eines Unternehmens in Schieflage (weiterhin) zu übernehmen, wenn der Manager im Falle des Gelingens auch einen wesentlichen Anteil am Unternehmensgewinn erhält.

Bei einem Turn-Around und bei Sanierungen ist der Zeitfaktor sehr wichtig, weil eine positive Wende oft nur dann eine Chance hat, wenn sie schnell an die Hand genommen und umgesetzt werden kann. Hier kann ein MBO den Vorteil haben, dass er schneller durchgeführt werden kann als andere Transaktionsformen. Ferner ist in diesen Situationen auch der Faktor Transaktionskosten besonders relevant, sodass der Kostenvorteil des MBO besonders ins Gewicht fallen kann.

Schliesslich ist ein Turn-Around und eine Sanierung regelmässig mit besonderen Risiken verbunden, die vor allem von Aussen oft nur sehr schwierig eingeschätzt werden können. Bei einem MBO haben die bisherigen Manager als Käufer ein qualifiziertes „Insider“-Wissen über das Unternehmen und sind deshalb allenfalls bereit, einen Kaufpreis zu bezahlen, der für Dritte zu riskant erscheint, oder grundsätzlich überhaupt einen Kauf der Zielgesellschaft zu wagen, wenn Dritte nicht mithalten können.

#### e) *Public to Private*

Eine besondere Form stellen schliesslich Buy-out im Rahmen eines Going Private einer börsenkotierten Gesellschaft dar. Bei Publikumsgesellschaften sind die Manager meistens bereits in irgendeiner Form auch am Eigenkapital der Gesellschaft beteiligt. Haupteffekt eines Buy-outs ist hier die grundsätzliche Reduktion von Principal-Agent-Konflikten, indem anstelle der breit gestreuten, wenig Kontrolle ausübenden Publikumsaktionäre Finanzinvestoren treten.

## **V. Buy-outs aus Sicht des kaufenden Managements**

### **1. MBO**

Mit dem Erwerb von Eigentumsanteilen am Arbeitgeber vereinen die Manager die Produktionsfaktoren Arbeit und Kapital. Unternehmer zu werden kann aus einer Vielfalt von Gründen attraktiv sein, insbesondere aufgrund der damit verbundenen Unabhängigkeit, den Gewinnmöglichkeiten, dem Prestige, der Motivation etc.

Der Einstieg ins Unternehmertum mittels MBO hat die Besonderheit, dass der Manager Anteile an einem Unternehmen erwirbt, über das er bereits je nach Dauer seiner Zugehörigkeit zu diesem Unternehmen umfassendes Insiderwissen hat. Dies erlaubt dem Manager in der Regel eine sehr gute Risikoinschätzung. Ein MBO erlaubt den Managern, ihr Kapital dort zu investieren, wo sie die beste Entscheidungsgrundlage für eine Investition haben.

Damit verbunden ist der Umstand, dass die Käufer-Manager mit dem MBO ihren Arbeitsplatz festigen, indem sie mit ihrer Eigenkapital-Beteiligung gleichsam Mitbestimmungsrechte bei der Gegenpartei ihres eigenen (Arbeits-)Vertrags erwerben. Die Grösse dieses Effekts ist selbstverständlich von der Grösse der Eigenkapital-Beteiligung des Managements bzw. des einzelnen Managers sowie von der Ausgestaltung des Aktionärbindungsvertrags im Einzelnen abhängig.

Bezüglich Arbeitsplatz und Arbeitsplatzsicherheit der Manager können gerade beim MBO erhebliche Unterschiede im Vergleich zu einem Verkauf an einen strategischen Investor bestehen: Ein MBO bedeutet mehr Unabhängigkeit und grössere unternehmerische Freiheit für die Manager. Bei einem Verkauf an einen Konzern steht dagegen die Integration der Zielgesellschaft im Vordergrund, die Ein- und Unterordnung in die Konzernhierarchie. Aufgrund der Managementkapazitäten des Konzerns können die Manager ersetzbarer werden. Ferner erlaubt die Konzernintegration die Verlagerung bestimmter Geschäftsprozesse innerhalb des Konzerns. Die Konzern-Zugehörigkeit kann aber auch das Pflichtenheft der Manager im positiven Sinn verändern, indem Konzerndienstleistungen in Anspruch genommen werden, die bis anhin selber organisiert werden mussten. Persönlich kann ein Kon-

zern einem Manager sodann zusätzliche Aufstiegsmöglichkeiten in der Konzernhierarchie bieten.

Einige der Gründe, die auf der Seite des Verkäufers für einen MBO sprechen, sind auch aus Sicht des Managers in gleicher Weise wesentliche, positive Faktoren. Namentlich das Bestehen eines Vertrauensverhältnisses mit dem Verkäufer erleichtert auch dem Manager die Durchführung der Transaktion und die allfällige Überwindung der mit einer Transaktion verbundenen Unsicherheiten. Die Möglichkeit einer zeitnahen Umsetzung einer Transaktion ist auch für den Manager von Vorteil und auch tiefere Transaktionskosten wirken sich namentlich für den Käufer besonders stark aus, weil die Kosten des Käufers naturgemäss höher sind, als die Kosten auf Verkäuferseite.

Die Bewahrung der unternehmerischen Unabhängigkeit kann auch für die Manager ein wichtiger Faktor sein, etwa wenn sie dadurch einem Verkauf an einen strategischen Investor zuvor kommen können und sich damit den Konsequenzen einer Integration des Unternehmens in einen Konzern entziehen können.

## **2. MBI**

Beim MBI kommen den Managern ebenfalls die Vorteile (und Lasten) des Unternehmertums zu. Im Gegensatz zum MBO stossen beim MBI die Manager (auch) von aussen als Dritte im Rahmen der Transaktion zur Zielgesellschaft, und zwar nicht nur als Arbeitnehmer, sondern auch als Investoren. Der MBI zeichnet sich durch die Möglichkeit aus, diese beiden Ebenen (Kapital und Arbeit) zu kombinieren, also mit dem Arbeitsplatz auch eine Investitionsmöglichkeit zu erhalten bzw. die Möglichkeit, in den eigenen, neuen Arbeitsplatz zu investieren.

## **3. Anreize und Motivation des Managements im Buy-out**

Bei Gesellschaften, deren Management und Eigentümer getrennt sind, werden durch die Vereinigung von Eigentum (über die Eigenkapital-Investition)

und Management im Rahmen eines Buy-outs aus ökonomischer Sicht Prinzipal-Agent-Konflikte<sup>10</sup> abgebaut<sup>11</sup> und entsprechende Kosten reduziert.

Durch die Beteiligung der Manager am Eigenkapital des Unternehmens verändert sich deren Motivation, weil sich den Managern neben dem Einkommen aus Arbeitstätigkeit zahlreiche zusätzliche Wertschöpfungsquellen eröffnen.<sup>12</sup> Dies kann insbesondere in schwierigen Situationen ein wichtiger Grund sein, eine Aufgabe als Manager zu übernehmen oder einen angemessenen Kaufpreis für das Unternehmen zu zahlen.

## **VI. Buy-outs aus Sicht der Eigenkapital-Investoren**

Für Private Equity-Finanzinvestoren ist die (wirtschaftliche) Beteiligung des Management am Unternehmen ein entscheidendes Strukturelement, das ihr Geschäftsmodell besonders kennzeichnet. MBO und MBI sind Transaktionen, mittels derer solche Strukturen mit grundsätzlichem Interessengleichlauf von Eigenkapital-Investoren und Managern geschaffen werden.

Das besondere an einem MBO aus der Sicht eines Eigenkapital-Investors ist, dass er zusammen mit den Insidern – dem Management – in die Zielgesellschaft investiert. Im Dreieck Verkäufer – Manager – Käufer gehören die Manager vor der Transaktion zur Seite des Verkäufers und nach Abschluss der Transaktion zur Seite des Käufers. Je nach charakterlicher Ausprägung erfolgt dabei der Übergang vom einen zum anderen früher oder später.<sup>13</sup>

Beim MBI kommen das Management und der Eigenkapital-Investor gleichermaßen von Aussen in die Unternehmen, womit im Verhältnis zum Verkäufer diesbezüglich von Anfang an klare, geradlinige Verhältnisse bestehen. Oft wird das Management im Rahmen der Transaktion durch den Finanzinvestor in die Transaktion und zum Unternehmen eingebracht. Es kann gerade

---

<sup>10</sup> Siehe hierzu: VON SALIS, Private Equity, Rz 82 ff. m.w.H.

<sup>11</sup> Das Zusammenfallen von Eigentümerstellung (als Eigenkapital-Investor) und Managementfunktion bewirkt eine Reduktion von Informationsasymmetrien.

<sup>12</sup> VON SALIS, Funktionen einzelner Vertragsklauseln, 273 f.,

<sup>13</sup> Vgl. zu den Möglichkeiten, rechtlicher Regelungen den Beitrag von MARTIN FREY, hinten in diesem Tagungsband.

eine wichtige Leistung des Finanzinvestors sein, dass er aus seinem Netzwerk Zugriff auf geeignete Manager hat und so dem Verkäufer auch die Ablösung aus seinen exekutiven Funktionen ermöglicht.

## **VII. Buy-out insbesondere als Nachfolgelösung**

Unter den Gründen für einen MBO steht vor allem die Lösung der Frage der Nachfolge des Eigentümer-Managers im Vordergrund, beispielsweise weil sich innerhalb der Familie kein geeigneter Nachfolger finden lässt oder zur Verfügung stellt und ein Verkauf an unabhängige Dritte, namentlich an einen Konzern nicht im Vordergrund steht:

### **1. Buy-out als klassische Nachfolgelösung**

Die definierende Eigenschaft als Unternehmenskauf unter Beteiligung des bisherigen Management auch auf der Ebene des Eigenkapitals prädestiniert diese Transaktionsform für Nachfolgelösungen. Der Buy-out ist deshalb die klassische Nachfolgelösung.

Beim MBO ist es das bisherige Management unter dem CEO, das sich am Unternehmen beteiligt und die (alleinige) Führung der Zielgesellschaft übernimmt, während bei MBI (primär) neue Manager als Gesellschafter und Führungskräfte hinzukommen.

### **2. MBO als Teil einer stufenweisen Nachfolgelösung**

Der MBO kann ein zentrales Element eines geordneten Aufbaus einer Nachfolgelösung bilden, die idealtypisch in den folgenden Schritten von Statten geht:

#### *a) Rekrutierung des Managements mit Nachfolgerpotential*

Der Unternehmer als Alleinaktionär und CEO stellt in einem ersten Schritt Manager ein, denen er sowohl die Fähigkeit zutraut, eines Tages die Führung des Unternehmens zu übernehmen, als auch das nötige Rüstzeug, um als Investor die Gesellschaft zu erwerben. Bei der Anstellung der Manager ist

somit nicht nur deren fachliche Fähigkeit als Führungskraft entscheidend, sondern auch deren Fähigkeit und Risikobereitschaft, den Schritt ins Unternehmertum zu wagen. Diese Risikobereitschaft steht dabei auch in Relation zu den finanziellen Möglichkeiten eines Managers.

Aus rechtlicher Sicht steht bei diesem ersten Schritt die arbeitsvertragliche Regelung im Vordergrund. Solange der neue Manager in dieser Stufe allein Arbeitnehmer sein soll, bleibt es rechtlich bei diesem Vertragsverhältnis zwischen der Gesellschaft als Arbeitgeberin und dem Manager als Arbeitnehmer. Soweit der Manager als Arbeitnehmer erfolgsabhängig am Erfolg der Gesellschaft beteiligt werden soll, erfolgt dies mittels Bonus oder Gewinnbeteiligungen, die von der Gesellschaft an den Manager ausgerichtet werden.

Da es hier rechtlich auf der Ebene Arbeitsvertrag bleibt, ist eine Auflösung verhältnismässig einfach mittels Kündigung des Arbeitsvertrags vollziehbar (vgl. dazu Art. 335 ff. OR).

Eine direkte rechtliche Beziehung zwischen Aktionär und Manager gibt es in dieser Stufe nicht.

#### *b) Stufenweise Minderheitsbeteiligung (Optional)*

Eine nächste Stufe einer schrittweisen Nachfolgelösung kann die Beteiligung von Managern an der Gesellschaft als Minderheitsaktionäre neben dem bisherigen Alleinaktionär (oder Mehrheitsaktionär) sein. Auf dieser Stufe ändert sich an den Mehrheitsverhältnissen im Aktionariat der Gesellschaft nichts; das Aktionariat wird durch die Minderheitsbeteiligung von Managern lediglich erweitert.

Mit diesem Schritt steigt der rechtliche Regelungsbedarf erheblich, weil nicht nur ein Arbeitsvertrag zwischen Manager und Gesellschaft besteht, sondern zusätzlich eine rechtliche Regelung betreffend die Aktien zwischen dem bisherigen Allein- oder Mehrheitsaktionär und den Managern als Minderheitsaktionäre erfolgen muss bzw. sollte.

*aa) Aktienkaufvertrag*

Auf jeden Fall notwendig und rechtlich relativ einfach ist die Regelung des Verkaufs der Aktien an den Manager. Besteht das Aktionariat aus einem Alleinaktionär, tritt dieser grundsätzlich als Verkäufer auf. Hier genügt ein einfacher Kaufvertrag, der vor allem die Anzahl Aktien, den Kaufpreis und allfällige Gewährleistungen regelt.

Die verkauften Aktien können aber auch von der Zielgesellschaft selbst kommen, was die Komplexität regelmässig bedeutend erhöht. Sofern die Zielgesellschaft nicht bereits über eigene Aktien verfügt, die einfach im Rahmen eines Kaufvertrags an den Manager veräussert und übertragen werden können, müssen die Aktien durch Kapitalerhöhung mit Bezugsrechten zugunsten der Manager neu geschaffen werden. Die damit verbundenen Transaktionskosten können sich rechtfertigen, wenn das bisherige Aktionariat aus mehreren Personen und nicht ganz homogenen Gruppen besteht. Eine Kapitalerhöhung hat hier den Vorteil, dass sie alle bisherigen Aktionäre anteilmässig gleich verwässert<sup>14</sup>. Durch Aktienübertragungen unter den bisherigen Aktionären kann das Gleiche nur erreicht werden, wenn jeder einzelne Aktionär einen Teil seiner Aktien an die Manager überträgt. Damit verbunden kann auch die Notwendigkeit bestehen, Aktiensplits vorzunehmen, um kleinere, passende Einheiten zu schaffen.

*bb) Aktionärbindungsvertrag*

Sobald ein Manager nicht nur Arbeitnehmer ist, sondern auch Aktionär wird, ist es aus rechtlicher Sicht sehr wesentlich, dass nicht nur der Erwerb von Aktien durch den Manager geregelt wird, sondern auch im Voraus Vereinbarungen darüber getroffen werden, welche Regeln unter den Aktionären während des Haltens dieser Aktien gelten und vor allem was im Hinblick auf ein allfälliges Ausscheiden des Managers und die Rechte und allfällige Pflichten zur Übertragung dieser Aktien gelten soll.

---

<sup>14</sup> Wird das Management neu durch Ausgabe von zusätzlichen Aktien in der Höhe von 10% des Aktienkapitals beteiligt, wird die Beteiligungsquote jedes bisherigen Aktionärs um 10% verringert.

Die Rechte eines Aktionärs im Zusammenhang mit dem Halten der Aktien, sind immerhin im Aktienrecht in vieler Hinsicht geregelt (Stimm- und Vertretungsrecht in der Generalversammlung, Informationsrechte etc.).

Betreffend Übertragungen der Aktien besteht aber erheblicher Regelungsbedarf, weil einerseits das grundsätzlich bestehende Recht jedes Aktionärs – und damit auch jedes Managers – zur jederzeitigen Übertragung seiner Aktien die Umstände und Interessen nicht genügend berücksichtigt. Andererseits sind insbesondere Pflichten, Aktien in bestimmten Fällen veräußern zu müssen im Aktienrecht nicht vorgesehen und gelten deshalb nur, wenn sie vertraglich geregelt wurden. Im Aktionärsbindungsvertrag sind deshalb namentlich Kaufrechte (Call Optionen<sup>15</sup>) des Mehrheitsaktionärs zu regeln, namentlich für den Fall, dass der Arbeitsvertrag zwischen der Gesellschaft und dem Manager aufgelöst wird.

Seltener sind in solchen Fällen Verkaufsrechte (Put Optionen) des ausscheidenden Managers gegenüber dem Hauptaktionär, weil damit erhebliche wirtschaftliche Risiken des Verpflichteten (z.B. des Mehrheitsaktionärs) bestehen können.<sup>16</sup> Allerdings ist eine Minderheitsbeteiligung eines Managers an der Zielgesellschaft schwierig und ebenfalls mit grossen wirtschaftlichen Risiken verbunden, wenn er nicht konkrete Aussicht hat, entweder die Mehrheit zu erwerben oder beim Verkauf der Mehrheit an einen Dritten mitverkaufen zu dürfen.

Regelungsbedarf kann namentlich auch für den Fall des Verkaufs der Mehrheit der Zielgesellschaft an einen Dritten bestehen. Diesbezüglich sind namentlich Mitverkaufspflichten (Drag Along) relevant, wonach der Minderheitsaktionär verpflichtet wird, zusammen mit dem Mehrheitsaktionär zu verkaufen. Das Gegenstück dazu ist das Mitverkaufsrecht (Tag Along), das den Minderheitsaktionär auch selbständig berechtigt, beim Verkauf einer Mehrheitsbeteiligung auch seine Aktien mitzuverkaufen.

---

<sup>15</sup> Für einen Überblick über einzelne Vertragsklauseln, vgl. VON SALIS, Funktionen einzelner Vertragsklauseln, 276 ff. sowie 280 ff.

<sup>16</sup> Vgl. dazu VON SALIS, Private Equity, Rz 1671.

c) *Geordneter Rückzug des Eigentümer-Managers*

Bestätigt sich im Laufe eines, allenfalls bereits von vorneherein definierten Zeitrahmens, die Führungsfähigkeit des Managers, kann in einer weiteren Stufe der Nachfolgelösung der Eigentümer-Manager seine operativen Funktionen reduzieren und die entsprechenden Aufgaben dem Manager übertragen. Dies kann soweit gehen, dass sich der Eigentümer-Manager auf die Tätigkeit eines nicht-operativen Verwaltungsrats zurückzieht oder auch soweit, dass ein Dritter das Verwaltungsratspräsidium übernimmt.

d) *MBO*

Ist dieser schrittweise Aufbau der Nachfolgelösung erfolgreich, erfolgt mit dem MBO die eigentliche Umsetzung der Nachfolgeregelung, indem der bisherige Mehrheitsaktionär seine Aktien an Manager veräußert und die Manager damit zu (Mit-) Eigentümern werden.

Bei einem MBO übernimmt dabei typischerweise ein Finanzinvestor die Mehrheit des Aktienkapitals, während die Manager an der Gesellschaft massgebliche Minderheitspakete halten.

Denkbar ist auch, den Ausstieg des bisherigen Mehrheitsaktionärs stufenweise zu gestalten, indem er zwar die Mehrheit veräußert, aber noch mit einer Minderheitsbeteiligung im Aktionariat der Gesellschaft bleibt. Hier spiegelt sich der gleiche rechtliche Regelungsbedarf wie bei der vorgängigen Minderheitsbeteiligung der Manager (vgl. oben, VII.2.b)bb).

## Literatur

- BECKER REIMUND, Buy-outs in Deutschland, Köln 2000.
- DAVIDSON JOHN C., MBO mittels Private Equity, Bern/Stuttgart/Wien 2005.
- FRICK JÜRIG, Private Equity im Schweizer Recht, SSHW 272, Diss. Zürich 2008.
- HERTZ-EICHENRODE ALBRECHT/ILLENBERGER STEPHAN/JESCH THOMAS A./ROCHOLL JÖRG, Private-Equity Lexikon, Stuttgart 2011.
- GYSI MARKUS/KÄSER CHRISTOPH, Management Buy-out: Qualifizierte Gründung?, REPRAX 1/2012, 29 ff.
- KREBS ALEXANDER, Das MBO-Konzept im Überblick: Grundstrukturen, Erfolgsfaktoren und Stolpersteine, in: KREBS ALEXANDER/STUDER TOBIAS (Hrsg.), Management Buyout, Chur/Zürich 1998, 15 ff.
- MÜLLER MARTIN L., Das Management im Unternehmensverkauf, in: VON KAENEL, ADRIAN (Hrsg.), Unternehmenssanierung und Arbeitsrecht, Zürich 2008, 81 ff.
- VON SALIS ULYSSES, Private Equity Finanzierungsverträge, Funktion, Recht, Steuern, Zürich 2002 (zit. VON SALIS, Private Equity).
- VON SALIS ULYSSES, Funktionen einzelner Vertragsklauseln bei Venture Capital und Private Equity Finanzierungen, in: GERICKE DIETER (Hrsg.), Private Equity, Zürich 2011, 269 ff. (zit. VON SALIS, Funktionen einzelner Vertragsklauseln).
- TSCHÄNI RUDOLF, Leverage Buy-Out (Zivilrechtliche Aspekte), in: Mergers & Acquisition II, Zürich 2000, 2 ff.
- WEITNAUER WOLFGANG, Management Buy-Out: Handbuch für Recht und Praxis, München 2003.
- YATES GEOFF/HINCHLIFFE MIKE, A Practical Guide to Private Equity Transactions, Cambridge 2010.