

Inhaltsverzeichnis

Einführung	19
§ 1 Problemstellung	19
§ 2 Eingrenzung	28
A. Aktiengesellschaft als Ziel der Übernahme	28
B. Derivativer Aktienerwerb	29
C. Rechtslage in Deutschland	31
D. Steuerrechtliche Aspekte des Leveraged Buyouts	33
§ 3 Gang der Darstellung	34

Kapitel 1

Risiken und Chancen beim Leveraged Buyout 35

§ 1 Leveraged Buyout	36
A. Grundstruktur	36
I. Leverage-Effekt	36
II. Kapitalstruktur	38
III. Finanzierung der Übernahme aus Mitteln der Zielgesellschaft	40
B. Unterformen	41
C. Beteiligungsquote	43
§ 2 Chancen und Risiken der Beteiligten	45
A. Zielgesellschaft	46
I. Aktionäre der Zielgesellschaft	46
1. Verkaufender Aktionär	46
2. Minderheitsaktionär	48
a) Risiken	48
b) Chancen	49
c) Bewertung	50
II. Vorstand der Zielgesellschaft	51
III. Gläubiger der Zielgesellschaft	52
1. Ausgangslage	53
2. Insolvenzrisiko	53
3. Problem der Unterinvestition	54
4. Missbrauchsrisiko	55
5. Bewertung	56

B. Erwerber	56
I. Finanzinvestoren	56
II. Strategische Investoren	59
C. Finanzierende Kreditinstitute	59
§ 3 Ergebnis Kapitel 1.	61

Kapitel 2

Allgemeine Kapitalschutzmechanismen 62

§ 1 Gläubigerschutz durch vertragliche Absicherung	62
A. Covenants als Instrument des Gläubigerschutzes	62
B. Kritik	64
I. Grenzen der Praktikabilität von Financial Covenants	64
II. Kein Schutz verhandlungsschwacher Gläubiger	65
III. Nebeneinander aktienrechtlicher und einzelvertraglicher Instru- mente	67
1. Aktienrechtlicher Kapitalschutz als Grundsicherung	67
2. Haftungsbeschränkung als Grund für die Notwendigkeit des Kapitalschutzsystems	68
C. Zwischenergebnis	70
§ 2 Schutz durch Information.	71
A. Publizitätspflichten	71
B. Regulierung der Finanzinvestoren durch das Risikobegrenzungsgesetz. .	72
C. Finanzanalysen durch Rating-Agenturen	73
§ 3 Bankenaufsichtsrecht	74
§ 4 Schutz durch steuerrechtliche Beschränkungen	74
§ 5 Pflichten bei öffentlichen Übernahmen	78
§ 6 Schutz durch Insolvenzanfechtung	79
§ 7 Schutz durch allgemeines Zivilrecht	80
A. Nichtigkeit von Finanzierungsgeschäften nach § 138 Abs. 1 BGB	80
B. Missbrauch der Vertretungsmacht	81
§ 8 Ergebnis Kapitel 2.	83

Kapitel 3

Das aktienrechtliche Kapitalschutzsystem bei fremdfinanzierter Übernahme 84

§ 1 Kapitalschutz nach § 57 Abs. 1 und 3 AktG	86
A. Reichweite des § 57 Abs. 1 und 3 AktG	86
I. Die Kapitalstruktur der Aktiengesellschaft	86

1. Eigen- und Fremdkapital in der Bilanz.....	86
a) Grundkapital	87
b) Kapital- und Gewinnrücklage	88
2. Zwischenergebnis.....	90
II. Das Einlagenrückgewährverbot des § 57 Abs. 1 S. 1 AktG	90
1. Das Einlagenrückgewährverbot als umfassende Vermögens- bindung	91
2. Kritik.....	92
a) Keine umfassende Vermögensbindung durch Auslegung des § 57 Abs. 1 S. 1 AktG	92
b) Keine umfassende Vermögensbindung im Wege richterlicher Rechtsfortbildung	94
aa) Untersuchung von Sinn und Zweck des Einlagenrück- gewährverbotes	95
(1) Historische Entwicklung	96
(2) Ratio.....	100
bb) Fehlende Regelungslücke.....	102
III. Die Gesamtvermögensbindung nach § 57 Abs. 3 AktG.....	102
IV. Relevanz der Unterscheidung	105
1. Vergleich zu europarechtlichen Vorgaben.....	105
2. Auswirkungen auf die vorliegende Untersuchung	106
B. § 57 AktG als Schranke für fremdfinanzierte Übernahmen.....	109
I. Personeller und zeitlicher Anwendungsbereich.....	110
1. Leistungsempfänger.....	110
a) Aktueller Aktionär	110
b) Zukünftiger und früherer Aktionär.....	111
aa) Zusammenhang zwischen Aktionärsstellung und Leistung	111
bb) Leistungen an den Verkäufer.....	112
cc) Leistung an zukünftige Aktionäre	113
c) Dritte als Leistungsempfänger.....	117
aa) Behandlung der Leistung an einen Dritten als Leistung an Aktionär	117
bb) Private Equity Fonds als Verpflichteter nach §§ 62, 57 AktG	120
(1) Private Equity Fonds als „aktionärsgleicher Dritter“	121
(2) Leistung verbleibt bei der Erwerbengesellschaft....	124
(3) Regelungslücke	126
cc) Sonstige Dritte	127
d) Ausländische Gesellschaft als Leistungsempfängerin	130
2. Zielgesellschaft als Verbotsadressatin	132
a) Das Kriterium des vermögensmäßigen Opfers	132

b)	Leistungen von Unternehmen, an denen die Zielgesellschaft beteiligt ist	133
aa)	Zielgesellschaft als herrschendes Unternehmen	133
bb)	Zielgesellschaft als nicht herrschendes Unternehmen ...	135
3.	Zwischenergebnis	136
II.	Sachlicher Anwendungsbereich	137
1.	Ausschüttung mit angemessener Gegenleistung	137
2.	Ausschüttungen ohne Gegenleistung	138
3.	Verdeckte Vermögenszuwendung	139
a)	Grundlagen	139
aa)	Objektiver Tatbestand	139
bb)	Subjektiver Tatbestand	141
cc)	Unterscheidung nach Art des angegriffenen Kapitals ...	142
b)	Einzelfälle	143
aa)	Darlehen	143
(1)	Rechtslage vor Inkrafttreten des MoMiG	144
(2)	„Novemberurteil“	145
(3)	Rechtslage nach der Änderung des § 57 AktG durch das MoMiG	147
(a)	Hintergrund der Gesetzesänderung	147
(b)	Rechtstechnische Bewertung	151
(c)	Inhaltliche Bewertung	152
(aa)	Das Vollwertigkeitskriterium als bilanzielle Schranke	152
(bb)	Das Deckungsgebot als außerbilanzielle Schranke	155
(cc)	Auswirkungen auf die Zulässigkeit fremdfinanzierter Übernahmen	156
(α)	Angemessene Verzinsung	157
(β)	Besicherung des Darlehens	160
(d)	Zusammenfassende Bewertung	161
bb)	Stellung von Sicherheiten	164
(1)	Anteile an der Zielgesellschaft	164
(2)	Sicherung aus dem Vermögen der Zielgesellschaft ..	165
(a)	Rechtslage vor Inkrafttreten des MoMiG	165
(b)	Rechtslage nach der Änderung des § 57 AktG durch das MoMiG	167
(c)	Zusammenfassende Bewertung	171
cc)	Übernahme der Transaktionskosten	171
(1)	Arten von Transaktionsgebühren	172
(2)	Transaction Fee	173
(3)	Monitoring Fee	177
dd)	Break-up Fee	178

(1) Break-up Fee bei Unternehmensübernahmen.....	178
(2) Sachlicher Anwendungsbereich.....	180
(3) Personeller Anwendungsbereich.....	180
ee) Unterstützungshandlungen bei mehrstufigen Erwerbs- tatbeständen.....	182
4. Dividendenausschüttung.....	182
III. Zwischenergebnis.....	185
§ 2 Kapitalschutz nach § 71a Abs. 1 S. 1 AktG	185
A. Der Schutzzweck des Verbots der finanziellen Unterstützung.....	185
I. Entstehungsgeschichte.....	186
1. Bedeutung der Entstehungsgeschichte für die Auslegung.....	186
2. Die Entstehungsgeschichte des § 71a Abs. 1 S. 1 AktG.....	189
a) Historische Auslegung aus der Perspektive des nationalen Gesetzgebers.....	189
b) Historische Auslegung aus der Perspektive des europäischen Richtliniengebers.....	191
aa) Normentstehung.....	191
bb) Folgerungen.....	194
3. Die Reform der Kapitalrichtlinie.....	196
II. Schutzzweck.....	198
1. Umgehungsverbot.....	198
a) § 71a Abs. 1 S. 1 als Umgehungsschutz für das Verbot des Erwerbs eigener Aktien.....	198
b) Kritik.....	199
2. Eigenständiger Kapitalschutz.....	203
a) Schutzgut: Gesellschaftsvermögen.....	203
b) Hintergrund der Verschärfung des Kapitalschutzes beim Aktienwerb durch Dritte.....	204
III. Zwischenergebnis.....	207
B. § 71a AktG als Schranke für fremdfinanzierte Übernahmen.....	207
I. Personeller und zeitlicher Anwendungsbereich.....	207
1. Leistungsempfänger.....	207
a) „An einen anderen“.....	208
b) „Zum Zweck des Erwerbs“.....	208
aa) Funktionszusammenhang zwischen finanzieller Unter- stützung und Erwerbsgeschäft.....	208
bb) Zeitlicher Anwendungsbereich.....	210
(1) Argumentation für die Erstreckung auf Finanzie- rungsvorgänge nach Erwerb.....	210
(2) Argumentation für eine enge Auslegung des Art. 23 Abs. 1 der Kapitalrichtlinie.....	212
(3) Keine richtlinienkonforme Extension des § 71a Abs. 1 S. 1 AktG.....	216

2. Zielgesellschaft als Verbotsadressatin	218
3. Zwischenergebnis	218
II. Sachlicher Anwendungsbereich	218
1. Ablehnung der Regelbeispielkonstruktion	219
2. Einzelfälle	222
a) Darlehen	222
b) Leistung einer Sicherheit	223
c) Vorschuss	224
d) Unentgeltliche Zuwendungen	225
aa) Regelungslücke	226
bb) Planwidrigkeit	228
cc) Folge	229
e) Austauschverträge mit Äquivalenzstörungen	229
f) Rein tatsächliche Vermögenstransfers	230
g) Übernahme von Transaktionskosten	230
h) Break-up Fee	231
i) Emission von Schuldverschreibungen, Kursgarantie, Verkaufsoption	234
3. Zwischenergebnis	235
C. Liberalisierung der Kapitalrichtlinie	236
I. Entstehungsgeschichte	236
1. Entwicklung seit Ende der neunziger Jahre	236
2. Regelungsvorbild von 1974	239
3. Bewertung	240
II. Regelungsinhalt	240
1. Zustimmung der Hauptversammlung	241
2. Geschäft zu marktüblichen und fairen Konditionen	243
3. Garantie des Grundkapitals und der gebundenen Rücklagen	244
a) Probleme bei der Darlehensvergabe	244
b) Probleme bei der Sicherheitenbestellung	245
c) Bewertung	246
4. Gleichbehandlungsgrundsatz	246
5. Zwischenergebnis	247
III. Vergleich zur Neuregelung des § 57 AktG	247
IV. Keine Übernahme der Neuregelung in das deutsche Aktienrecht ...	248
§ 3 Das Verhältnis von § 57 Abs. 1, 3 AktG und § 71a Abs. 1 AktG	249
A. Abgrenzung auf Konkurrenzebene unter Einbeziehung der Rechtsfolge	250
B. Abgrenzung auf Tatbestandsebene unter Einbeziehung der Rechtsfolge	252
I. Ablehnung der analogen Anwendung des § 57 Abs. 1, 3 AktG auf Unterstützungshandlungen im Vorfeld der Übernahme	254
II. Ablehnung der analogen Anwendung des § 71a Abs. 1 AktG auf Unterstützungshandlungen nach erfolgter Übernahme	255

C. Rechtsfolgen	257
I. Rechtsfolgen bei Verstoß gegen § 57 Abs. 1 und 3 AktG	258
1. Die Rechtsfolge des § 62 AktG als abschließende Spezialregelung	258
2. Inhalt des aktienrechtlichen Rückgewähranspruchs (§ 62 Abs. 1 S. 1 AktG)	261
II. Rechtsfolgen bei Verstoß gegen § 71a Abs. 1 S. 1 AktG	263
1. Nichtigkeit des Verpflichtungsgeschäfts	263
2. Anwendung des § 62 AktG	264
a) Leistungen gegenüber zukünftigen Aktionären	265
aa) Anwendbarkeit der §§ 812 ff. BGB bei Ausblendung des § 57 AktG	265
bb) Notwendigkeit der Anwendung des § 62 AktG	266
cc) Voraussetzungen für eine analoge Anwendung des § 62 AktG	268
b) Leistungen gegenüber sonstigen Dritten	270
aa) Der bereicherungsrechtliche Herausgabeanspruch als adäquate Rechtsfolge	270
bb) Anwendbarkeit des § 814 BGB	271
3. Der Rückforderungsanspruch im Rahmen einzelner Finanzierungsgeschäfte	271
a) Keine rechtsgeschäftliche Verbindung zwischen Aktiengesellschaft und Bank	272
aa) Umgehung des Verbots der finanziellen Unterstützung durch Zwischenschaltung der Erwerbengesellschaft	272
bb) Ausdehnung der Nichtigkeit auf das Verfügungsgeschäft	273
cc) Korrektur über den Grundsatz von Treu und Glauben (§ 242 BGB)	274
dd) Durchgriffskondition trotz Gültigkeit der Sicherungsabrede	275
ee) Lösungsvorschlag: Nichtigkeit auch der Sicherungsabrede, § 71a Abs. 1 S. 1 analog	276
b) Lediglich Verfügungsgeschäft zwischen Aktiengesellschaft und Bank	278
aa) Sicherungsabrede als „verstecktes“ Verpflichtungsgeschäft	278
bb) Bereicherungsanspruch bei Fehlen eines Verpflichtungsgeschäfts	279
c) Unterstützungshandlungen unter Verwendung eines Mittelsmanns	280
§ 4 Sonstige Instrumente zum Schutz des Vermögens der Zielgesellschaft	281
A. Schadensersatzanspruch gemäß § 93 Abs. 2 AktG	281
I. § 93 Abs. 2 S. 1 i. V. m. § 92 Abs. 3 Nr. 1 und Nr. 5	281

II. Insolvenzverursachungshaftung (§ 93 Abs. 2 S. 1 i. V. m. § 92 Abs. 2 S. 3 AktG)	282
B. Schadensersatzanspruch gemäß § 117 AktG	284
C. Existenzvernichtender Eingriff	285
§ 5 Ergebnis Kapitel 3	287

Kapitel 4

Kapitalschutz bei mehrstufigen Erwerbsmodellen	289
§ 1 Erwerbsmodell: Verschmelzung nach dem UmwG	289
A. Verschmelzung der Zielgesellschaft auf die Erwerbergesellschaft (Upstream Merger)	290
I. Vereinbarkeit mit dem Verbot der finanziellen Unterstützung (§ 71a Abs. 1 S. 1 AktG)	291
1. Kein direktes Eingreifen des Verbots der finanziellen Unterstützung	291
2. Keine analoge Anwendung des Verbots der finanziellen Unterstützung	292
a) Gesellschaftsgläubiger	294
b) Minderheitsaktionäre	296
3. Sonderfall: Finanzielle Unterstützung mit nachfolgender Verschmelzung	298
II. Vereinbarkeit mit der aktienrechtlichen Vermögensbindung (§ 57 Abs. 1 und 3 AktG)	299
B. Verschmelzung der Erwerbergesellschaft auf die Zielgesellschaft (Downstream Merger)	300
I. Kein Verstoß gegen das Verbot der finanziellen Unterstützung (§ 71a Abs. 1 S. 1 AktG)	301
II. Vereinbarkeit mit der aktienrechtlichen Vermögensbindung (§ 57 Abs. 1 und 3 AktG)	303
1. Grundsätzliche Zulässigkeit eines Downstream Merger	303
a) Keine Umgehung der Insolvenzantragspflicht	303
b) Keine Kapitalerhöhungspflicht	304
c) Kein genereller Rechtsmissbrauch	306
2. Verstoß gegen § 57 Abs. 1 und 3 AktG	307
a) Verschmelzung einer überschuldeten Erwerbergesellschaft auf ihre Tochtergesellschaft als Fall des Einlagenrückgewährverbots	307
b) Kritik	308
aa) Fehlende Vermögensausschüttung	309
bb) Fehlender Vermögenszuwachs der (neuen) Aktionäre ...	310
3. Analoge Anwendung des § 57 Abs. 1 und 3	311
a) Vergleichbare Interessenlage	311

b) Planwidrige Regelungslücke	312
aa) Gläubigerschutz	312
bb) Minderheitenschutz	315
C. Zwischenergebnis	317
§ 2 Erwerbsmodell: Formwechsel	317
A. Formwechsel der Zielgesellschaft in eine GmbH	317
I. Kein Verstoß gegen die aktienrechtlichen Kapitalschutz-	
vorschriften	318
II. Anfechtbarkeit des Umwandlungsbeschlusses wegen Rechts-	
missbrauchs	319
B. Formwechsel der Zielgesellschaft in eine Kommanditgesellschaft	322
§ 3 Erwerbsmodell: Verschmelzung außerhalb des UmwG	323
A. Anwachsene Verschmelzung	323
I. Verfahren	323
II. Kapitalschutz	324
1. Generelle Zulässigkeit der anwachsenden Verschmelzung	325
2. Kein Verstoß gegen das Verbot der finanziellen Unterstützung	
(§ 71a Abs. 1 S. 1 AktG)	326
3. Vereinbarkeit mit der aktienrechtlichen Vermögensbindung	
(§ 57 Abs. 1 und 3 AktG)	327
4. Analoge Anwendung des § 22 UmwG	328
a) Vergleichbare Interessenlage	328
b) Planwidrige Regelungslücke	329
III. Zwischenergebnis	332
B. Sonderfall: Schuldübernahme mit anwachsender Verschmelzung	332
I. Der Fall der <i>Babcock Borsig AG</i> gegen <i>HDW</i>	333
II. Das Urteil des OLG Düsseldorf	334
1. Begründung	334
2. Würdigung	335
III. Die Genehmigung der Schuldübernahme als Verstoß gegen	
§ 71a Abs. 1 S. 1 AktG	336
1. Das Kriterium des Liquiditätsabflusses	336
2. Konkrete Vermögensgefährdung	337
3. Abstrakte Vermögensgefährdung	338
IV. Genehmigung der Schuldübernahme als Verstoß gegen	
§ 57 AktG	340
V. Anwachsene Verschmelzung und Konfusion	342
1. Gläubigerschutz nach § 22 UmwG analog	342
2. Bestehenbleiben der durch Konfusion untergegangenen	
Forderung gegenüber den Gläubigern der Zielgesellschaft	344
VI. Zwischenergebnis	345
C. Übertragende Auflösung	345
§ 4 Ergebnis Kapitel 4	348

Kapitel 5

Kapitalschutz im Unternehmensverbund	349
§ 1 Kapitalschutz im Vertragskonzern	350
A. Unternehmensvertrag i.S.d. § 291 Abs. 1 AktG	350
B. Anwendbarkeit des § 57 AktG	351
I. Die Regelung des § 291 Abs. 3 AktG a.F.	351
II. Die Regelung des § 57 Abs. 1 S. 3 Var. 1 AktG	353
1. Konzeption der Neuregelung	353
2. Existenzgefährdung und fehlende Vollwertigkeit des Verlustausgleichsanspruchs	354
3. Unterschiede und Gemeinsamkeiten zwischen § 302 AktG und §§ 62, 57 AktG	357
III. Anwendbarkeit des § 71a Abs. 1 S. 1 AktG	358
C. Zwischenergebnis	359
§ 2 Eingliederung	360
§ 3 Kapitalschutz im faktischen Konzern	361
A. Vorliegen eines faktischen Konzerns (§§ 311 ff. AktG)	361
I. Abhängigkeitsverhältnis nach der Übernahme	361
II. Vorwirkendes Abhängigkeitsverhältnis	363
III. Der qualifiziert faktische Konzern	364
B. Anwendung des § 57 Abs. 1, 3 AktG	366
I. Gesetzliche Regelung und Systematik	367
1. Verhältnis zum Vertragskonzern	367
2. Nachteilsausgleich gemäß § 311 AktG	368
3. Schadensersatzanspruch gemäß § 317 AktG	369
4. Neuregelung des § 57 Abs. 1 S. 3 Var. 2 AktG	369
II. Folgerungen für die verschiedenen Zeitphasen	370
1. Rechtslage im Zeitpunkt der Vornahme des Rechtsgeschäfts	370
a) Nachteiliges Rechtsgeschäft im Sinn des § 311 Abs. 1 AktG	370
b) Existenzgefährdung und Scheitern des Ausgleichs nach § 311 Abs. 2 AktG	371
2. Rechtslage im Ausgleichszeitraum bis zum Ende des Geschäftsjahres	372
3. Rechtslage nach Ablauf des Ausgleichszeitraums	375
C. Anwendung des § 71a Abs. 1 S. 1 AktG	379
D. Zwischenergebnis	383
§ 4 Ergebnis Kapitel 5	383
Zusammenfassung	385
Literaturverzeichnis	391
Stichwortverzeichnis	415