

GRUB BRUGGER & PARTNER
RECHTSANWÄLTE

Vermerk

Rechtliche Grenzen der Nutzung des Vermögens der Zielgesellschaft zur Finanzierung von LBO-Transaktionen

für die IG Metall

im Dezember 2005

INHALTSVERZEICHNIS

Literaturverzeichnis	6
A Sachverhalt und Fragestellung.....	11
I. Sachverhalt.....	11
1. Rechtliche Ausgestaltung von Unternehmensübernahmen	11
a) Formen der Ausgestaltung von Unternehmensübernahmen.....	11
b) Asset Deal	12
c) Share Deal	13
2. Finanzierung von Unternehmensübernahmen.....	14
a) Finanzierung durch Eigenkapital.....	14
b) Finanzierung durch Fremdkapital	15
c) Motive für die Finanzierung mit Eigenkapital bzw. mit Fremdkapital.....	16
d) Leveraged Buy Out (LBO).....	17
e) Risiken und Nachteile von LBO-Transaktionen	19
3. Wirtschaftliche Rahmenbedingungen	20
4. Urteil des BGH vom 24.11.2003 („November-Urteil“)	28
II. Fragestellung	29
B Rechtliche Würdigung.....	30
I. Mögliche Gestaltungen eines LBO	30
1. Kreditaufnahme durch den Investor oder eine von ihm eingesetzte Akquisitionsgesellschaft	30
a) Erwerbsvorgang mit Besicherung der Darlehensaufnahme durch die Zielgesellschaft	30
aa) Share Deal	30
bb) Asset Deal.....	31

b)	Erwerbsvorgang ohne Besicherung der Darlehensaufnahme durch die Zielgesellschaft	32
2.	Kreditaufnahme durch die Zielgesellschaft	32
a)	Durchreichung der Darlehensvaluta an die Akquisitionsgesellschaft	32
b)	Verrechnung im Rahmen eines Cash-Management-Systems	32
3.	Kreditaufnahme bei mehrstufigen Erwerbsmodellen.....	33
a)	Verschmelzung der Zielgesellschaft auf die Akquisitionsgesellschaft (Umwandlungsmodell)	33
b)	Anteilserwerb mit nachfolgender Vermögensübertragung (Kombinationsmodell)	33
II.	Gesellschaftsrechtliche Schranken des LBO nach deutschem Recht	34
1.	Kapitalaufbringung und -erhaltung.....	34
a)	Die Grundsätze der Kapitalaufbringung bei der GmbH	34
b)	Der Grundsatz der Kapitalaufbringung bei der AG.....	34
c)	Das Prinzip der Kapitalerhaltung bei der GmbH, § 30 GmbHG	35
d)	Das Prinzip der Kapitalerhaltung bei der AG, §§ 57, 71 a AktG	35
aa)	§ 57 AktG.....	35
bb)	§ 71 a AktG.....	36
2.	Das „November-Urteil“ des BGH vom 24.11.2003 (Az.: II ZR 171/01; NJW 2004, 1111)	37
a)	Sachverhalt (vereinfacht)	37
b)	Kernaussage des BGH	37
c)	Weitere Auswirkungen des Urteils	39
aa)	Übertragbarkeit der Grundsätze auf die Aktiengesellschaft	39
bb)	Anwendbarkeit auf die Stellung von Sicherheiten durch die Zielgesellschaft	40
3.	Existenzvernichtungsverbot	41
4.	Analoge Anwendung des § 43a GmbHG?	42
5.	Zwischenergebnis	42

III. Rechtsfolgen bei Überschreitung der gesellschaftsrechtlichen Schranken	43
1. Folgen für den Erwerber	43
a) Folgen bei einem Verstoß gegen die Kapitalerhaltungsvorschriften beim Share Deal	43
aa) Grundsatz.....	43
(1) Folgen bei der GmbH.....	43
(2) Folgen bei der Aktiengesellschaft.....	44
bb) Folgen der Einschaltung einer Akquisitionsgesellschaft	45
(1) Rechtslage bei der GmbH	45
(2) Aktiengesellschaft	46
cc) Kreditaufnahme bei mehrstufigen Erwerbsmodellen... ..	47
(1) Umwandlungsmodell.....	47
(2) Kombinationsmodell.....	48
b) Folgen bei Existenzvernichtung	49
c) Folgen beim Asset Deal.....	50
2. Folgen für das finanzierende Kreditinstitut.....	50
a) Unwirksamkeit der Sicherungs-/ Darlehensverträge bei einem Missbrauch der Vertretungsmacht	50
aa) Grundsätze des Missbrauches der Vertretungsmacht	51
bb) Anwendbarkeit der Grundsätze auf den Fall der Sicherheitenbestellung durch die Zielgesellschaft	51
cc) Kritische Stimmen	53
b) Unwirksamkeit gem. § 138 BGB	54
c) Drittwirkung der §§ 30 GmbHG, 57 AktG?.....	54
3. Folgen für das Management der Zielgesellschaft bei Überschreitung der rechtlichen Schranken	55
a) Zivilrechtliche Folgen.....	55
aa) Haftung der Geschäftsführer gemäß § 43 Abs. 3 GmbHG	55
bb) Die Haftung der Vorstände gemäß § 93 Abs. 3 Nr. 1 AktG	56
cc) Haftung der Vorstände/ Geschäftsführer gemäß § 823 Abs. 2 BGB i. V. m. § 266 StGB.....	56
b) Strafrechtliche Sanktionen	56

C Zusammenfassung der Ergebnisse 58

Literaturverzeichnis

- Abramenko, Andrik Die Sicherheitsleistung einer GmbH für Gesellschafter und der Kapitalerhaltungsgrundsatz (§§ 30, 31 GmbHG), GmbHR 1997, S. 875 ff.
- Altmeppen, Holger Zur Vermögensbildung in der faktisch abhängigen AG, ZIP 1996, S. 693
- Bayer, Walter / Lieder, Jan Besprechung der Entscheidung BGHZ 157, 72, ZGR 2005, S. 133 ff.
- Bähr, Biner Besprechung der Entscheidung BGHZ 157, 72, GmbHR 2004, S. 304 f.
- Becker, Ralph Gesellschaftsrechtliche Probleme der Finanzierung von Leveraged-Buy-Outs, DStR 1998, S. 1429 ff.
- Beisel, Wilhelm Der Unternehmenskauf, 4. Auflage, 2003
- Bender, Hans-Udo Das Ende klassischer Konzernfinanzierungen durch die jüngere BGH-Rechtsprechung?, BB 2005, S. 1492 ff.
- Cahn, Andreas Das richterrechtliche Verbot der Kreditvergabe an Gesellschafter und seine Folgen, Der Konzern 2004, S. 235 ff.
- Diem, Andreas Finanzierung von Leveraged Buy Outs, in: Handbuch Corporate Finance, Hrsg. Achleitner/Thoma, Loseblattausgabe, 2. Auflage, 2001, 12. Ergänzungslieferung Februar 2004
- Engert, Andreas Kreditgewährung an GmbH-Gesellschafter und bilanzorientierter Kapitalschutz, BB 2005, S. 951 ff.

- Fastrich, Lorenz in: Baumbach/Hueck, GmbHG, 17. Auflage, 2000
- Früh, Andreas Kreditsicherung und Mithaftung bei Krediten an Konzernunternehmen, GmbHR 2000, S. 105 ff.
- Goette, Wulf Aus der neueren Rechtsprechung des BGH zum GmbH-Recht, ZIP 2005, S. 1481 ff.
- Habersack, Mathias / Schürnbrand, Jan Cash Management und Sicherheitenbestellung bei AG und GmbH im Lichte des richterrechtlichen Verbots der Kreditvergabe an Gesellschafter, NZG 2004, S. 689 ff.
- Hahn, Volker Zum Spannungsverhältnis von Kapitalerhaltung und Cash Pool im Konzern, Der Konzern 2004, S. 641 ff.
- Helmreich, Kilian Die Gewährung von Darlehen durch die GmbH in der Situation der Unterbilanz an ihre Gesellschafter nach der aktuellen Rechtsprechung des BGH, GmbHR 2004, S. 457 ff.
- Hentzen, Matthias Konzerninnenfinanzierung nach BGHZ 157, 72, ZGR 2005, S. 480 ff.
- Hesse SZ vom 24.08.2005: „Die Schuldenmacher“
- Holzapfel, Joachim / Pöllath, Reinhard Unternehmenskauf in Recht und Praxis, 12. Auflage 2005
- Jula, Rocco / Breitbarth, Carmen Liquiditätsausgleich im Konzern durch konzerninterne Darlehen, AG 1997, S. 256 ff.
- Kerber, Markus C. Die Beurteilung von Cash-Pool-Verträgen im Lichte höchstrichterli-

- cher Rechtsprechung, ZGR 2005, S. 437 ff.
- Langner, Olaf / Mentgen, Judith Aufsteigende Darlehen im physischen Cash Pooling und die neue Rechtsprechung des BGH, GmbHR 2004, S. 1121 ff.
- Lutter, Marcus / Henning W. Wahlers Der Buyout: Amerikanische Fälle und die Regeln des deutschen Rechts, AG 1989, S. 1 ff.
- Meister, Burkhardt W. Die Sicherheitsleistung der GmbH für Gesellschafterverbindlichkeiten, WM 1980, S. 390 ff.
- Otto, Hans-Jochen Fremdfinanzierte Übernahmen – Gesellschafts- und steuerrechtliche Kriterien des Leveraged Buy-Out, DB 1989, S. 1389 ff.
- Peltzer, Martin / Bell, Martin Besicherung von Gesellschafterkrediten mit dem GmbH-Vermögen?, ZIP 1993, S. 1757 ff.
- Reidenbach, Dirk Cash Pooling und Kapitalerhalt nach neuer höchstrichterlicher Rechtsprechung, WM 2004, S. 1421 ff.
- Reiner, Günter / Brakemeier, Sabine Darlehen der GmbH an ihre Gesellschafter als verbotene Einlagenrückgewähr?, BB 2005, S. 1458 ff.
- Roth, Günter / Altmeppen, Holger GmbHG, 5. Auflage, 2005
- Schäfer, Carsten Darlehensgewährung an Gesellschafter als verbotene Ausschüttung i.S.v. § 30 GmbHG – Todesstoß für das konzernweite Cash Pooling?, GmbHR 2005, S. 133 ff.
- Schilmar, Boris Kapitalerhaltung versus Konzernfinanzierung? – Cash Pooling und Upstream-Besicherung im Lichte der

- neuesten BGH-Rechtsprechung, Der Betrieb 2004, S. 1411 ff.
- Schmidt, Karsten
Gesellschaftsrecht, 4. Auflage, 2002
- Schmidt-Leithoff / Penz
in: Rohwedder, GmbHG, 4. Auflage, 2002
- Westermann, Harm Peter
in: Scholz, GmbHG, 9. Auflage, 2002
- Schön, Andreas
Kreditbesicherung durch abhängige Kapitalgesellschaften, ZHR 1995, 351 ff.
- Schrell, Thomas K. /
Kirchner, Andreas
Fremdfinanzierte Unternehmenskäufe nach der KBV-Entscheidung des BGH: Sicherheitenpakete als existenzvernichtender Eingriff?, BB 2003, S. 1451 ff.
- Seidel, Wolfgang
Cash-Pooling nur noch im Vertragskonzern?, DStR 2004, S. 1130 ff.
- Servatius, Wolfgang
Die besondere Zweckbindung des Stammkapitals bei Drittgeschäften mit Gesellschaftern, DStR 2004, S. 1176 ff.
- Sieger, Jürgen J. /
Hasselbach, Kai
Konzernfinanzierung durch Cash Pools und Kapitalerhöhung, BB 1999, S. 645 ff.
- Stimpel, Walter
in: Festschrift 100 Jahre GmbHG, S. 335 ff.
- Vetter, Jochen
Darlehen der GmbH an ihren Gesellschafter und Erhaltung des Stammkapitals, BB 2004, S. 1509 ff.
- Weitnauer, Wolfgang
Die Akquisitionsfinanzierung auf dem Prüfstand der Kapitalerhaltungsregeln, ZIP 2005, S. 790 ff.
- Wessels, Peter
Aufsteigende Finanzierungshilfen in GmbH und AG, ZIP 2004, S. 793 ff.

Wienands, Hans-Gerd /
Teufel, Tobias

Darlehen einer GmbH an ihren Ge-
sellschafter, GmbHHR 2004, S. 1301 ff.

Wilken, Oliver

Cash-Management und qualifiziert
faktische Konzernierung, DB 2001,
S. 2382 ff.

A Sachverhalt und Fragestellung

I. Sachverhalt

1. Rechtliche Ausgestaltung von Unternehmensübernahmen

a) Formen der Ausgestaltung von Unternehmensübernahmen

Ein Unternehmen ist juristisch gesehen ein Inbegriff von Sachen, Rechten, tatsächlichen Beziehungen, Vertragspositionen, Marktanteilen, Ressourcen, Geschäftschancen, Maschinen, Mitarbeitern, Arbeitsverträgen usw. Soll ein Unternehmen veräußert werden, so müssen die genannten Positionen alle in irgendeiner Form erfasst werden. Einen speziell gesetzlich, etwa im BGB (Bürgerliches Gesetzbuch) oder im HGB (Handelsgesetzbuch) geregelten Vertragstypus für die Veräußerung von Unternehmen gibt es im deutschen Recht nicht. Die Praxis greift daher auf die allgemeineren Regelungen des BGB zurück und unterscheidet zwischen der Verpflichtung zum Verkauf eines Unternehmens (Schuldrecht) in Form des Kaufvertrags und der Erfüllung dieser Verpflichtung (Sachenrecht) durch Vollzug des Rechtsübergangs in Form der Übereignung von Wirtschaftsgütern bzw. der Abtretung von Rechten. Während im schuldrechtlichen Bereich des Kaufvertrags die Bestimmbarkeit in Bezug auf das Kaufobjekt genügt, ist im dinglichen Bereich eine genaue Bestimmtheit der übergehenden Sachen und Rechte erforderlich.¹ Die beiden nachfolgend vorgestellten Grundtypen der Unternehmensveräußerung unterscheiden sich regelmäßig nicht in Bezug auf die schuldrechtliche Verpflichtung zur Unternehmensveräußerung. Sowohl dem Share Deal, wie auch dem Asset Deal liegen nämlich regelmäßig Kaufverträge zugrunde. Unterschiedlich sind jedoch die beim Share Deal und beim Asset Deal gewählten Wege für die Übertragung des Unternehmens.

¹ Holzapfel/Pöllath, Unternehmenskauf in Recht und Praxis, 12. Auflage 2005, Rz. 130.

b) Asset Deal

Beim Asset Deal erfolgt die Übertragung des Unternehmens durch Übertragung der unternehmenszugehörigen Wirtschaftsgüter ohne Übertragung des Rechtsträgers des Unternehmens. Das Unternehmen wird folglich von seinem bisherigen direkten Rechtsträger, z. B. einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH) getrennt. Die unternehmenszugehörigen Wirtschaftsgüter werden jeweils einzeln von dem bisherigen Rechtsträger des Unternehmens, im Beispiel eine GmbH, auf den neuen Rechtsträger des Unternehmens, z. B. eine Aktiengesellschaft (AG), übertragen. Nach Vollzug aller einzelnen Übertragungsakte, in der Summe regelmäßig eine Vielzahl von Abtretungen in Bezug auf Rechte, Ansprüche und Forderungen sowie Übereignungen in Bezug auf bewegliche Sachen und häufig auch auf Grundstücke, befinden sich alle bzw. die für das Unternehmen wesentlichen Wirtschaftsgüter rechtlich gesehen bei dem neuen Rechtsträger. Das Unternehmen ist dann rechtlich betrachtet von seinem bisherigen Rechtsträger gelöst worden, der im Gegenzug zu der Übertragung der Wirtschaftsgüter regelmäßig den Kaufpreis vereinnahmt und im Übrigen, soweit nicht sonstiges Vermögen bzw. weitere Unternehmen vorhanden sind, eine leere Hülle darstellt.

Der Asset Deal wird in der Praxis vielfach in Krisensituationen oder Insolvenzfällen genutzt, um das Unternehmen von seinen Verbindlichkeiten mittels Übertragung auf einen nicht mit diesen Verbindlichkeiten belasteten Rechtsträger zu lösen und den Erlös (in Insolvenzsituationen quotale) auf die Gläubiger zu verteilen. Auch aus steuerlichen Gründen kann die Wahl eines Asset Deals vorzugswürdig sein, weil der Unternehmenserwerber einen die Summe der Buchwerte der Einzelwirtschaftsgüter übersteigenden Kaufpreis aufstocken und anschließend abschreiben möchte. Dagegen ist es für den Veräußerer häufig sinnvoller, Gesellschaftsanteile zu veräußern (Share Deal, Steuerfreiheit bei im Privatvermögen gehaltenen Gesellschaftsanteilen unterhalb der Schwelle einer wesentlichen Beteiligung von 1 % gemäß § 17 EStG, weitgehende Steuerfreiheit unabhängig von der Beteiligungshöhe bei Kapitalgesellschaften hinsicht-

lich der Veräußerung von Anteilen an einer anderen Kapitalgesellschaft gemäß § 8 b KStG).

c) Share Deal

Beim Share Deal wird das Unternehmen durch Übertragung seines Rechtsträgers veräußert. Wie beim Asset Deal liegt regelmäßig ein Kaufvertrag als schuldrechtliches Verpflichtungsgeschäft zugrunde. Der mit dem Kaufvertrag zumeist kombinierte Vertrag über den dinglichen Vollzug beinhaltet die Abtretung der Gesellschaftsanteile an einer AG (also die Übertragung von Aktien durch Abtretung, Indossament, Übereignung oder im Wege des Effektengiroverkehrs bei börsennotierten Anteilen), Abtretung von Geschäftsanteilen an einer GmbH (insoweit ist zwingend notarielle Beurkundung erforderlich, § 15 Abs. 3 GmbHG) oder die Abtretung von Anteilen an einer Personengesellschaft (OHG, KG und GmbH & Co. KG) sowie schließlich die Abtretung von Genossenschaftsanteilen. Die Unternehmensübertragung im Wege des so genannten Share Deals kann steuerliche Vorteile für die Veräußererseite haben (vgl. oben) und ist gegenüber dem Asset Deal mangels des Erfordernisses einer genauen Bezeichnung der einzelnen unternehmenszugehörigen Wirtschaftsgütern deutlich einfacher und weniger fehleranfällig. Dafür stellt der Share Deal allerdings an die Ausgestaltung des schuldrechtlichen Kaufvertrags deutlich höhere Anforderungen als der Asset Deal, weil neben den Einzelwirtschaftsgütern (Vermögenswerten, Assets) mit dem Rechtsträger auch dessen Verpflichtungen (Schulden, Risiken) übertragen werden. Bei einem Asset Deal werden dagegen mit den Einzelwirtschaftsgütern, die in ihrer Summe das Unternehmen ausmachen, grundsätzlich keine Rechtsbeziehungen ohne gesonderten Übertragungsakt zusätzlich mit übertragen. Eine wesentliche Ausnahme gilt allein in Bezug auf die Arbeitsverhältnisse hinsichtlich derer § 613 a BGB zum Schutz der Arbeitnehmer einen automatischen Übergang auf den Betriebserwerber mit Widerspruchsrecht der Arbeitnehmer regelt.

2. Finanzierung von Unternehmensübernahmen

a) Finanzierung durch Eigenkapital

Der Unternehmenserwerber kann den Kaufpreis für die Wirtschaftsgüter des zu übernehmenden Unternehmens beim Asset Deal bzw. die Anteile des Rechtsträgers des Unternehmens beim Share Deal aus seinem Eigenkapital oder durch Fremdkapital aufbringen. Es ist in der Praxis selten, dass der Erwerber den Kaufpreis komplett aus seinem bereits vorhandenen Eigenkapital darstellen kann, welches er durch interne Kapitalbildung (offen oder verdeckt durch stille Reserven) oder Umschichtung des vorhandenen Vermögens (Umwandlung bereits investierten Kapitals durch Desinvestition in Geldvermögen) im Wege der Innenfinanzierung erlangt. Vielmehr bedarf es in der Praxis regelmäßig, zumindest ergänzend, einer nicht bereits in der Erwerbengesellschaft vorhandenen, sondern anlässlich des Unternehmenserwerbs erfolgenden so genannten Außenfinanzierung. Diese wiederum kann durch Eigenkapitalbeschaffung oder durch die Aufnahme von Fremdkapital, insbesondere über Darlehen und Kredite, erfolgen.

Die Finanzierung durch Eigenkapital kann zunächst durch die Thesaurierung von Gewinnen erfolgen. Die Gewinne werden praktisch stehen gelassen und nicht an die Gesellschafter der übernehmenden Gesellschaft ausgeschüttet. Regelmäßig wird bei einer Unternehmensübernahme der Finanzmittelbedarf diese interne Quelle übersteigen, so dass er extern zu finanzieren ist. Dieser Zufluss notwendiger Mittel von außen kann im Wege einer Barkapitalerhöhung der übernehmenden Gesellschaft erfolgen, deren bisherige Gesellschafter gegen Ausgabe neuer Anteile oder durch Zahlung in die Rücklage der übernehmenden Gesellschaft zusätzliche Bar-mittel aufbringen. Daneben kann die Barkapitalerhöhung auch durch neue Gesellschafter gezeichnet werden, die das notwendige Kapital gegen Ausgabe neuer Anteile (und häufig eine ergänzende zusätzliche Zahlung in die Rücklage der übernehmenden Gesellschaft, so genanntes Agio) aufbringen.

Schließlich ist bei der Finanzierung einer Übernahmehtransaktion durch Eigenkapital an die Möglichkeit der Sachkapitalerhöhung zu denken. Bei einer Sachkapitalerhöhung wird nicht durch die alten oder neuen Gesellschafter Barkapital in die übernehmende Gesellschaft eingebracht, sondern es werden Sachwerte eingelegt. Die Unternehmensübernahme kann so im Wege des Share Deals dadurch erfolgen, dass die Gesellschafter der zu übernehmenden Gesellschaft Anteile an der erwerbenden Gesellschaft gegen Abtretung der Anteile an der zu übernehmenden Gesellschaft erhalten. Die Sachkapitalerhöhung ist aber auch beim Asset Deal möglich. In diesem Fall erhält der ursprüngliche Rechtsträger des zu übernehmenden Unternehmens Anteile an der erwerbenden Gesellschaft im Gegenzug für die Übertragung der Einzelwirtschaftsgüter. Der vorstehend skizzierte Weg einer Finanzierung von Unternehmensübernahmen durch Sachkapitalerhöhung wird insbesondere bei hoher Fungibilität der Anteile an der übernehmenden Gesellschaft praktiziert, weil die Veräußererseite sich in diesem Fall verhältnismäßig leicht von den erworbenen Anteilen der übernehmenden Gesellschaft wieder trennen und somit den erhaltenen „Kaufpreis“ liquidieren kann. Besonders häufig wurde der Weg der Sachkapitalerhöhung unter Einsatz eigener Anteile der übernehmenden Gesellschaft in den Zeiten der Börseneuphorie mit entsprechend hohen Aktienkursen gewählt, wobei zumeist über genehmigtes Kapital börsennotierter Aktiengesellschaften die für die Unternehmensübernahmen zu zahlenden Aktien als „Akquisitionswährung“ geschaffen wurden.

b) Finanzierung durch Fremdkapital

Soweit der Erwerb eines Unternehmens (insbesondere also die Zahlung des Unternehmenskaufpreises) nicht durch Eigenkapital finanziert wird, ist die Aufnahme von Fremdkapital erforderlich. Die Aufnahme der Fremdmittel kann dabei teilweise über den Kapitalmarkt im Wege der Ausgabe von Unternehmensanleihen (Inhaberschuldverschreibungen, auch Bonds bezeichnet) erfolgen. Diese Möglichkeit ist jedoch erst ab einer gewissen Größe des zu platzierenden Finanzierungsvolumens und des die Anleihe emittierenden Unternehmens möglich. Sie verursacht zudem, wenn entsprechende kapitalmarktrechtliche Vorgaben (z. B. die Ad-hoc-Publizität

gemäß § 15 WpHG und Reportingpflichten) nicht ohnehin bereits bestehen. Schließlich erfordert die Emission von Anleihen am Kapitalmarkt ein entsprechendes Rating (bei der Emission mindestens „BBB-“ nach der Rating-Skala von Standard & Poor`s), das vielfach vom Emittent (aufgrund einer qualitativen Beurteilung seiner Ausfallwahrscheinlichkeit) nicht zu erreichen ist.

Daher erfolgt die regelmäßig neben der Eigenkapitalfinanzierung zumindest auch und vielfach sogar vom Umfang her bei weitem überwiegende Finanzierung von Unternehmensübernahmen mittels Fremdkapital zumeist durch Bankkredit. Dieser ist entsprechend zu verzinsen und zu besichern.

c) Motive für die Finanzierung mit Eigenkapital bzw. mit Fremdkapital

Die Eigenkapitalfinanzierung gilt als besonders krisenfest, weil die Abhängigkeit von Fremdkapitalgebern beim Einsatz von Eigenmitteln für den Unternehmenserwerb gemindert wird. Eigenmittel müssen nicht besichert werden. Zudem bestehen insoweit keine Auskunfts- und Einsichtsrechte der Kreditgeber. Eine hohe Eigenkapitalquote gilt zu Recht als Ausweis einer guten Bonität und ist hilfreich, wenn später zu anderen Zwecken eine Kreditaufnahme erfolgen soll.

Das Motiv für die Finanzierung einer Unternehmensübernahme mittels Fremdkapital ist dagegen neben dem schlichten Fehlen der notwendigen Eigenmittel die Maximierung des Profits in Form der Rendite auf das eingesetzte Eigenkapital. Bei nur geringer Finanzierung eines (übernommenen) Unternehmens durch Eigenkapital ist in der Situation eines Gewinns das Verhältnis zwischen Gewinn und hierfür eingesetztem Eigenkapital aus Sicht des Gesellschafters günstiger, als bei einem höheren Eigenkapitaleinsatz. Bei einem Scheitern der Investition bis hin zur Insolvenz ist das betragsmäßige Verlustrisiko (nicht hingegen die Wahrscheinlichkeit eines Verlustes insgesamt) bei geringem Eigenkapitaleinsatz entsprechend kleiner.

d) Leveraged Buy Out (LBO)

Bei einem so genannten Leveraged Buy Out (LBO) erfolgt die Finanzierung des Unternehmenserwerbs ganz überwiegend durch Fremdkapital und zwar zumeist durch Bankkredite. Teilweise wird im Rahmen von LBO-Transaktionen dann noch danach unterschieden, ob auf Käuferseite das bestehende Management der Zielgesellschaft auftritt oder ob die Zielgesellschaft durch ein neues Management erworben wird. Bei maßgeblicher Beteiligung des bestehenden Managements spricht man vom Management Buy Out (MBO), während bei maßgeblicher Beteiligung eines neuen Managements der Begriff Management Buy In (MBI) verwendet wird. In beiden Fällen stellt neben dem Management häufig ein Finanzinvestor einen wesentlichen Teil des Eigenkapitals.² Vorliegend ist die Unterscheidung zwischen MBO und MBI nicht von Bedeutung, da es allein um die für beide Spielarten des LBO charakteristische Ausgestaltung der Kaufpreisfinanzierung im Rahmen des Unternehmenserwerbs mittels einer hohen Fremdfinanzierung geht.

Hauptcharakteristikum eines LBO ist das wirtschaftliche Ziel, die Lasten aus der hohen Fremdfinanzierung (Haftung, Zinsaufwand, Tilgung, weitere Risiken) in der Zielgesellschaft, also dem zu erwerbenden Unternehmen, selbst zu konzentrieren.³ Der Unternehmenserwerber macht sich beim LBO die Hebelwirkung (Lever = englisches Wort für Hebel) des Fremdkapitals für die Rendite seines eingesetzten Eigenkapitals zu Nutze. Die Rendite des eingesetzten Eigenkapitals nimmt mit steigender Verschuldung zu, solange die Gesamtkapitalrendite größer ist als der Fremdkapitalzins. Dies sei an 2 Beispielen⁴ verdeutlicht:

Beispiel 1 – Geringer Eigenkapitalanteil

Der Käufer erwirbt die Zielgesellschaft zum Kaufpreis von 100 Geldeinheiten (GE). Das eingesetzte Eigenkapital beträgt 30 GE, das Fremdkapital 70 GE und der

² Diem, Finanzierung von Leveraged Buy Outs, in: Handbuch Corporate Finance, Hrsg. Achleitner/Thoma, Loseblattausgabe, 2. Auflage, Köln 2001, 12. Ergänzungslieferung Februar 2004, Rz. 6.4.4

³ Holzapfel/Pöllath, a.a.O., Rz. 329

⁴ nach Diem, in: Achleitner/Thoma, a.a.O., Rz. 6.4.4, Seite 5

Zinssatz 6 % p.a. Der Käufer tilgt im ersten Jahr aus dem Cash Flow der Zielgesellschaft 10 GE. Veräußert der Käufer die Zielgesellschaft nach einem Jahr schuldenfrei zum Preis von 100 GE, so muss er zur Tilgung der Kredite 60 GE an die Kreditgeber abführen und ihm verbleiben nach Abzug der Zinsen von 4,2 GE noch 35,8 GE. Seine Eigenkapitalrendite beträgt 19,3 %.

Beispiel 2 – Hoher Eigenkapitalanteil

Der Käufer erwirbt die Zielgesellschaft zum Kaufpreis von 100 GE. Das eingesetzte Eigenkapital beträgt 80 GE, das Fremdkapital nur 20 GE und der Zinssatz wiederum 6 % p.a. Der Käufer tilgt im ersten Jahr aus dem Cash Flow der Zielgesellschaft wiederum 10 GE. Veräußert der Käufer die Zielgesellschaft nach einem Jahr schuldenfrei zum Preis von 100 GE, so muss er zur Tilgung der Kredite 10 GE an die Kreditgeber abführen und ihm verbleiben nach Abzug der Zinsen von 1,2 GE noch 88,8 GE. Seine Eigenkapitalrendite beträgt demnach nur 11 %.

Für die Unternehmenserwerber tritt neben der Chance auf eine höhere Eigenkapitalrendite bei einer dem Fremdkapitalzins übersteigenden Gesamtkapitalrendite die Begrenzung ihres Risikos im Misserfolgsfall als weiterer Vorteil hinzu. Da, wie aufgezeigt, alle Risiken der Transaktion in der zu erwerbenden Gesellschaft selbst konzentriert werden und die Erwerber in der Regel selbst keine Sicherheiten für die hohe Fremdfinanzierung des Erwerbs stellen, ist ihr finanzielles Risiko regelmäßig im Verhältnis zu dem Volumen der Transaktion und der Größe der übernommenen Unternehmen sehr gering.

Um die angestrebte Maximierung der Renditechance unter gleichzeitiger Minimierung des eigenen Risikos zu erreichen, wird von den Unternehmenserwerbern im Rahmen von LBO-Transaktionen regelmäßig folgende Transaktionsstruktur gewählt:

Der Investor gründet eine Erwerbengesellschaft (so genannte NewCo), welche die Zielgesellschaft erwerben soll. Die NewCo erhält durch die Investoren in gewissem Umfang Eigenkapital. Ergänzend nimmt sie in sehr viel größerem Umfang Bankkredite auf.

Mit den ihr solchermaßen zur Verfügung stehenden Mitteln erwirbt die NewCo die Anteile der Zielgesellschaft, die nach der Übernahme ihrerseits Bankkredite bzw. langfristige Bankdarlehen aufnimmt und die so hereinkommende Liquidität an die NewCo als Darlehen vergibt, die hiermit die von ihr aufgenommenen Akquisitionskredite zurückzahlt. In diesem Fall handelt es sich bei den von der NewCo dann nur kurzfristig aufgenommenen Akquisitionskrediten um eine so genannte Brückenfinanzierung (Bridge Loan).

Alternativen zu der Aufnahme eines Bankdarlehens durch die Zielgesellschaft unter Weiterreichung an die NewCo, die ihrerseits ihre Brückenfinanzierung tilgt, sind die Besicherung der durch die NewCo aufgenommenen Brückenfinanzierung mittels der Vermögenswerte der Zielgesellschaft oder die Verschmelzung der NewCo samt ihrer Finanzierungsschulden auf die erworbene Zielgesellschaft („Debt Push Down“).

In allen Spielarten des LBO erhalten die finanzierenden Banken von den Erwerbern (Investoren) keine Sicherheiten, so dass die Besicherung der Kredite allein durch die Zielgesellschaft bzw. das zu übernehmende Unternehmen erfolgt, da auch die Erwerbergesellschaft (NewCo) mit Ausnahme der Gesellschaftsanteile an der Zielgesellschaft regelmäßig vermögenslos ist.

e) Risiken und Nachteile von LBO-Transaktionen

Die Kehrseite der angestrebten Maximierung der Renditechance der Erwerber durch einen hohen Anteil an Fremdfinanzierung und der Minimierung der Verlustrisiken der Erwerber durch einen sehr geringen Einsatz von Eigenmitteln im Rahmen der Finanzierung der Übernahme ist ein gesteigertes Insolvenzrisiko der Zielgesellschaft. Diese wird regelmäßig durch einen hohen Schuldendienst für Zins und Tilgung des von den Investoren zum Erwerb der Zielgesellschaft aufgenommenen Akquisitionsdarlehens belastet. Selbst wenn der Cash Flow der Zielgesellschaft zunächst ausreichend für die Darstellung des Schuldendienstes ist, können bereits relativ geringe Umsatz- oder Ertragsrückgänge zu einem Verzug gegenüber den finanzierenden Banken und entsprechenden Kündigungsrechten führen. Aufgrund des Einsatzes der Vermögenswerte der Zielgesellschaft zur Besicherung der Akquisitionsfinanzierung stehen in einer Krisensituation auch keine Sicherheiten mehr zur Verfügung, um eine möglicherweise nur temporäre Liquiditätsunterdeckung aufgrund des Schuldendienstes für das Akquisitionsdarlehen durch Aufnahme eines zusätzlichen Kredits zu überbrücken. Insgesamt kann

daher gesagt werden, dass LBO-Transaktionen für die Erwerberseite aufgrund maximierter Renditechancen bei gleichzeitig nur geringen Verlustrisiken im Falle des Fehlschlags große Vorteile bieten, andererseits aber für die zu erwerbende Zielgesellschaft und insbesondere deren Gläubiger und Belegschaft große Risiken beinhalten.

3. Wirtschaftliche Rahmenbedingungen

Die in den letzten Jahren herrschenden wirtschaftlichen Rahmenbedingungen haben zu einer deutlichen Zunahme von LBO-Transaktionen und in der Tendenz auch zu einem im Verhältnis zum Eigenkapitaleinsatz immer höheren Fremdfinanzierungsanteil bei derartigen Unternehmensübernahmen gesorgt.⁵

Die Zinsen sind in den letzten Jahren stetig gesunken und befinden sich derzeit auf einem historisch tiefen Niveau. Bankkredite für LBO-Transaktionen sind folglich vergleichsweise günstig zu erhalten. Zudem sind Hedgefonds und Anleihefonds aufgrund der niedrigen Zinsen unter Renditedruck geraten und fragen selbst Schuldverschreibungen von Unternehmen mit schlechterer Bonität nach, so dass auch insoweit die Zinsen sinken und Fremdkapital günstig zu erhalten ist. Folglich wurden in den vergangenen Jahren LBO-Transaktionen mit einem Fremdkapitalanteil von bis zu 90 % unternommen und die Eigenkapitalrenditen auf die solchermaßen nur noch in geringem Umfang von den Investoren, zumeist Beteiligungsgesellschaften, eingesetzten Mittel hoch getrieben. Wegen der günstigen Finanzierungsmöglichkeiten über Fremdkapital sind zudem zunehmend so genannte Rekapitalisierungen zu beobachten, bei denen die Erwerber den übernommenen Unternehmen zum Teil neben den auf sie verlagerten Akquisitionsschulden zusätzliche Bankkredite auflasten, deren Valuta an die Erwerber unter Auflösung von Rücklagen ausgezahlt wird. So verschaffen sich die Erwerber einen schnellen Liquiditätszufluss aus dem Vermögen der übernommenen Gesellschaft und verringern ihr Risiko durch faktischen Rückfluss des eingesetzten Eigenkapitals nochmals, während die Verschuldung der übernommenen Gesellschaft und die Risiken für deren Gläubiger und Belegschaft weiter steigen.

⁵ Vgl. Hesse, SZ vom 24.08.2005: „Die Schuldenmacher“.

Nachfolgend seien einige aus der Presse entnommene Beispiele für LBO-Transaktionen mit nachfolgenden so genannten Rekapitalisierungen zur Verdeutlichung wiedergegeben:

Fall 1: Grohe, Sanitärarmaturen

(Nils Klawitter, „Schmeißen Sie die raus“, Spiegel, Heft 48/2005, S. 106 ff.)

„ (...) Kaum ein deutsches Unternehmen hat die Übernahme durch Finanzinvestoren so durchgerüttelt wie Grohe, einem der Weltmarktführer für Sanitärarmaturen. 1200 der 4300 deutschen Arbeitsplätze werden bis 2006 gestrichen. So mache man Grohe fit für den globalen Markt, rechtfertigen sich die einen. So werde ein gesunder Betrieb geschöpft und durch immer mehr Schulden erstickt, sagen viele andere.

Der Niedergang von Grohe begann bereits 1998. Bis dahin sag es gut aus: Von 1991 bis 1998 stieg der Umsatz von 430 Millionen auf 719 Millionen Euro. Gut 80 Prozent der Produktion befanden sich noch immer in Deutschland und sorgten für gute Gewinne, nach den Gesetzen der Globalisierung ein Wunder.

Im Jahr 1999 verkaufte die Familie Grohe das Unternehmen für rund 900 Millionen Euro an die Investorengruppe BC Partners. „Investor“ hat sich nach außen besser angehört, als es sich für Grohe angefühlt hat: Statt privates Kapital („Private Equity“) in die Firma zu tun, pressten die neuen Eigentümer Grohe systematisch aus und luden Schulden auf: Anfang 2004 waren diese auf 760 Millionen Euro angewachsen. Viel eigenes Geld hatte BC Partners für den Kauf nicht dabei, den Großteil lieh man sich von Banken – und zahlte die Tilgungsraten aus der Kasse von Grohe zurück. Bootstrapping, also aus firmeneigenen Mitteln den Kaufpreis wieder herausholen, wird diese Aus-sauge-Technik in der Private-Equity-Szene genannt.

Im Sommer 2004 reichten die britischen Investoren die Firma inklusive Bankschulden an ihre Kollegen von TPG und CSFB weiter. Inklusiv der Entnahmen von rund 250 Millionen Euro haben sie ihren Einsatz damit locker verdoppelt.

Die TPG-Beteiligungsfirmen residieren in Luxemburg und mit Briefkastenadresse in George Town auf den britischen

Cayman Islands. Das sei eine „marktübliche“ Konstruktion, erklärt der neue Grohe-Vorstandschef David Heines. Ein Steuerfluchtmodell für die amerikanischen Anleger. Auch in Hemer hinterlässt es seine Spuren: Knapp sechs Millionen Euro Gewerbesteuer, die der alte Investor schon vorausgezahlt hatte, forderte TPG von der Stadt zurück.

Die neuen Besitzer pumpten den Armaturenhersteller dermaßen mit Schulden voll, dass es steuertechnisch ein Leichtes war, sich in die Miesen zu rechnen. Durch die Rückforderung stehe die Stadt „am Rande des Offenbarungseides“, sagt der Bürgermeister. Franz Müntefering, der ein paar Kilometer weiter geboren und aufgewachsen ist, schwirrte wohl auch Hemer im Kopf herum, das seine Straßen nachts nicht mehr beleuchten kann, als ihm das mit den Heuschrecken einfiel.

In den Augen von Finanzinvestoren ist ein Gewinn nach Steuern ein Managementfehler. Sie rechnen nicht mit Dividenden, sondern spekulieren auf den späteren Verkauf. Der operative Gewinn wird so mit dem Schuldendienst verrechnet, dass ein Verlust herauskommt und der Staat leer ausgeht.

Während BC Partners die Firma erst zum Ende mit rund 60 Millionen Euro Tilgung richtig ächzen ließ, forderte die neuen Eigentümer gleich 80 Millionen Euro im Jahr. Auch sie hatten sich den Großteil des Kaufpreises geliehen und mussten nun anfangen, die Kosten zu drücken. (...)

Fall 2: Cognis (Chemieunternehmen)

(Artikel aus FAZ vom 20. April 2005)

„Finanzinvestoren greifen schnell in die Kasse

Angloamerikanische Beteiligungsgesellschaften ziehen den Unternehmen immer schneller das Geld aus der Tasche: Dank der historisch niedrigen Zinsen ist es unter Finanzinvestoren in Mode geraten, dem erworbenen Unternehmen schon kurz nach der Übernahme neue Schulden aufzubürden, um sich eine Dividende auszahlen zu lassen.

Durch diese in der Branche euphemistisch als Rekapitalisierung bezeichnete Erhöhung des Schuldenbergs sichern sich die Finanzinvestoren schon frühzeitig eine hohe Rendite - und vergrößern das Risiko für die Bondanleger und das betroffene Unternehmen.

Beispiel Cognis: Ende 2001 kauften die Finanzinvestoren Permira, Goldman Sachs und Schroder Ventures die ehemalige Henkel-Chemie für 1,325 Milliarden Euro. Wie in der Branche üblich, wurde die Übernahme nur zu einem kleineren Teil durch Eigenkapital (450 Millionen Euro) finanziert. Den größten Batzen steuerten die Banken zum Kaufpreis bei. Dieses Fremdkapital, das zumeist in verschiedene Tranchen - nachrangiges Fremdkapital wie Hochzinsanleihen und Mezzanine - gestückelt wird, wird dem Unternehmen aufgelastet. Dieses muss die Schulden dann aus dem eigenen Mittelzufluss abarbeiten, weshalb sich Private-Equity-Unternehmen am liebsten Gesellschaften mit stabilen Cash-flows greifen.

Im Fall Cognis gönnten sich die Finanzinvestoren bereits zweieinhalb Jahre nach dem Einstieg im Rahmen einer „Rekapitalisierung“ weitere 320 Millionen Euro aus dem Unternehmen. Und im Januar dieses Jahres gab Cognis eine Anleihe (sogenannte PIK-Notes) im Volumen von 530 Millionen Euro heraus, deren Gelder wiederum in die Hände der Beteiligungsgesellschaften flossen. Diese haben damit ihren Einsatz schon nahezu verdoppelt und können durch einen späteren Verkauf noch mehr Kasse machen. Die Folgen für das Unternehmen: eine weitaus höhere Verschuldung als vor dem Einstieg der Investoren und damit eine drückende Zinslast. Diese trug auch dazu bei, dass

Cognis im vergangenen Jahr einen Nettoverlust von 34 Millionen Euro auswies.

Dabei passt dies so gar nicht in das öffentliche Selbstbild der Branche. „Rendite erzielt man heutzutage, indem man den Wert der Unternehmen steigert“, heißt es allerorten von den Managern der Private-Equity-Gesellschaften. Doch Beispiele wie Cognis oder auch der Badarmaturenhersteller Grohe zeigen nach Ansicht von Beobachtern, dass mitunter zwar die Rendite der Investoren stimmt, diese den Beweis der Wertsteigerung aber noch schuldig bleiben. „Die Finanzinvestoren werden bei der Aufnahme von Fremdkapital immer kreativer. Das erhöht natürlich auch das Risiko“, sagt Ben Funnell, Analyst der Investmentbank Morgan Stanley.

Eine Rekapitalisierung sei aber schon immer ein Teil des Konzepts bei fremdfinanzierten Übernahmen (LBOs) gewesen. Dieses Instrument nutzten die Beteiligungsgesellschaften nun auch als eine Art Ersatz für einen Ausstieg aus dem Unternehmen. Denn über den traditionellen Ausstiegsweg Börse lassen sich derzeit keine attraktiven Preise erzielen. Auf dem Risiko durch die höheren Schulden bleibt nicht nur das Unternehmen, sondern auch die Besitzer der Anleihen sitzen. Denn häufig werden LBO-Unternehmen durch die Ratingagenturen massiv herabgestuft und landen damit oft unterhalb des Investment Grade, werden also als Ramschanleihen eingestuft. „Investoren, die vor einer fremdfinanzierten Übernahme Anleihen des Unternehmens gehalten haben, erleiden markante Verluste“, schreibt Funnell in einer Studie. Viele Fondsmanager stoßen daher die Anleihen ab, weil sie diese Hochrisikopapiere nicht in ihrem Portfolio haben dürfen. Ein aktuelles Beispiel dafür ist der von EQT und Goldman Sachs erworbene dänische Reinigungsdienstleister ISS, dessen Anleihen kurz nach dem Einstieg der Finanzinvestoren ein Viertel ihres Wertes verloren.

In der Private-Equity-Branche, deren Name sie eigentlich als Eigenkapitalgeber definiert, bezeichnet man die höhere Schuldenlast der Unternehmen als effizientere Finanzierungsstruktur. Denn schließlich sei Eigenkapital teurer als Fremdkapital. Dies sieht auch Jochen König so. „Das ist sehr deutsch, dass man glaubt, Eigenkapital ist gut und Fremdkapital schlecht“, argumentiert der Chef der deutschen Leveraged-Finance-Sparte der Royal Bank of Scot-

land, dem größten Financier von fremdfinanzierten Unternehmenskäufen in Europa.

Vereinzelt seien zwar zu aggressive Finanzierungsstrukturen zu beobachten, aber insgesamt liege das Verhältnis der Schulden zum operativen Gewinn (Ebitda) mit 5,3 nur 0,7 Prozentpunkte über dem langjährigen Durchschnitt. „Das ist keine Blase.“

Fall 3: Springer (Verlagsgruppe)

(Artikel aus Welt vom 20. Mai 2005)

„Investoren Candover und Cinven planen Rekapitalisierung des Springer Fachverlags

Frankfurt - Die Finanzinvestoren Candover und Cinven wollen dem Fachverlag Springer Science & Business Media neues Fremdkapital aufladen. Wie die WELT aus Branchenkreisen erfuhr, wollen die Finanzinvestoren die so genannte Rekapitalisierung am heutigen Freitag bekannt geben. Bei einer Rekapitalisierung ziehen die Besitzer Eigenkapital aus ihren Beteiligungsunternehmen und ersetzen dieses durch Fremdkapital von Banken.

Die Kapitalmaßnahme werde von Barlays Capital, der Investmentarm der britischen Barclays Bank, beraten, hieß es. Cinven, Candover und Barclays Capital wollten dies nicht kommentieren.

Der Fachverlag gehört zu 90 Prozent den britischen Beteiligungsgesellschaften und zu zehn Prozent dem Management. Cinven und Candover hatten den Springer Fachverlag Mitte 2003 für 1,05 Mrd. Euro von Bertelsmann Springer gekauft und mit dem niederländischen Verlag Kluwer Academic Publishers (KAP) fusioniert. So entstand der weltweit zweitgrößte Fachverlag für Medizin, Wissenschaft und Technologie. Dank der historisch niedrigen Zinsen sind Rekapitalisierungen bei Private-Equity-Gesellschaften derzeit in Mode. So bürdeten Permira, Goldman Sachs und Schroder Ventures der ehemaligen Henkel-Chemiesparte Cognis nach gut zwei Jahren neue Schulden auf und zogen so 320 Mio. Euro aus dem Unternehmen. Derartige Verfahren stehen in der Kritik, da sie den Firmen zusätzliche Zins- und Tilgungslasten aufbürden.

Die Rekapitalisierung solle ein positives Signal für den geplanten Börsengang setzen, hieß es. "Wenn Banken neues Geld in den Verlag stecken, zeigt das: Dies ist ein lohnendes Investment", sagte ein Banker. Der Börsengang werde für Ende 2005 oder Anfang 2006 angestrebt. Es gilt jedoch als wahrscheinlich, dass auch der Weiterverkauf an einen anderen Finanzinvestor geprüft wird."

Fall 4: Edscha (Automobilzulieferer)

(Artikel vom 14. August 2005 aus <http://www.n-tv.de/566700.html>, zuletzt abgerufen am 14.12.2005)

*„Finanzinvestor will aussteigen
Edscha streicht 1000 Stellen*

Der Autozulieferer Edscha will kurzfristig 1000 Stellen abbauen - rund jeden siebten Arbeitsplatz. Mehrere Werke könnten geschlossen werden. "Wir haben zu viele Werke und müssen daher so schnell wie möglich unsere Kapazitäten verringern. Von unseren rund 6900 Arbeitsplätzen werden wir bis spätestens Anfang 2006 etwa 1000 abgebaut haben", sagte Edscha-Vorstandschef Manfred Puhlmann dem Branchenblatt "Automobilwoche".

Allein in Deutschland will Puhlmann "kurzfristig mehr als 10 Mio. Euro an Personalkosten einsparen", mittelfristig sollen es weltweit 20 Mio. sein. Finanzvorstand Peter Mazzucco und Bereichsvorstand Hagen Wiesner, die den neuen Kurs nicht mittragen wollten, seien von ihren Ämtern entbunden worden. Er habe beide Funktionen kommissarisch übernommen, sagte Puhlmann.

Edscha wurde 2002 von dem Finanzinvestor Carlyle übernommen. Die Investmentfirma hatte die Kredite zur Übernahme des Autozulieferers auf Edscha übertragen und im April im Zuge einer Rekapitalisierung 60 Mio. Euro aus dem Unternehmen erhalten. Dafür musste Edscha der "Automobilwoche" zufolge die Verschuldung erhöhen. Im Juni habe der Konzern seinen Kreditverpflichtungen nur mit Mühe nachkommen können, schreibt das Blatt. Hintergrund des Personalabbaus sei das Ziel von Carlyle, sich so bald wie möglich von Edscha zu trennen. Das Unternehmen war am Samstag nicht für eine Stellungnahme zu erreichen.

Die Verteilung des geplanten Stellenabbaus wurde nicht genannt. In den Werken Hengersberg und Hauzenberg sollen die Personalausgaben "um mehr als zehn Prozent" sinken, am Unternehmenssitz in Remscheid um bis zu 20 Prozent, sagte Puhlmann. Geprüft werde eine Verlängerung der Arbeitszeit ohne Lohnausgleich, Verlagerungen und Gehaltskürzungen. Endgültige Ergebnisse aus den Verhandlungen mit Betriebsrat und IG Metall sollen bis Mitte September vorliegen. Bei der Entwicklungstochter IVM plane der Vorstand "selektive" Personalanpassungen. Verschont blieben die Sparten Cabrio-Dachsysteme und Lkw-Schiebeverdecke.

Massive Einschnitte stünden in vier der 15 Fertigungsstätten der Sparten Scharnier- und Betätigungssysteme bevor. Die Werke in England, Frankreich, Portugal und Kanada "werden wir schließen oder Kapazitäten verlagern", sagte Puhlmann.

Nach Informationen der "Automobilwoche" ging der Edscha-Umsatz in dem Ende Juni abgeschlossenen Geschäftsjahr um fünf Prozent auf 934 Mio. Euro zurück. Das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) lag mit 99 Mio. Euro nur knapp unter dem Vorjahreswert von 102 Mio. Der Edscha-Aufsichtsratsvorsitzende und Carlyle-Deutschland-Chef Heiner Rutt sagte, die Verschuldung von Edscha liege knapp über dem vierfachen EBITDA. "Marktüblich ist das bis zu Siebenfache. Edscha ist also nicht überschuldet.

Die "Financial Times" hatte vor wenigen Tagen berichtet, Edscha sei im Schlussquartal des Geschäftsjahres von einem schwächeren US-Automarkt und den allgemeinen Problemen der Zuliefererbranche durch die harten Preiskämpfe hart getroffen worden. Im Juli dürften sich die Umsätze jedoch wieder erholt haben. Investoren würden darauf verweisen, dass Edscha durch die Rekapitalisierung bessere Finanzierungsbedingungen erhalten habe.“

4. Urteil des BGH vom 24.11.2003 („November-Urteil“)

In einem als Leitentscheidung bezeichneten Urteil vom 24.11.2003 hat der 2. Zivilsenat des Bundesgerichtshofs zu der Frage Stellung genommen, inwieweit Darlehen einer GmbH an deren Gesellschafter zulässig sind. Der Leitsatz des BGH lautet:

„Kreditgewährungen an Gesellschafter, die nicht aus Rücklagen oder Gewinnvorträgen, sondern zu Lasten des gebundenen Vermögens der GmbH erfolgen, sind auch dann grundsätzlich als verbotene Auszahlung von Gesellschaftsvermögen zu bewerten, wenn der Rückzahlungsanspruch gegen den Gesellschafter im Einzelfall vollwertig sein sollte.“

Der BGH hat sich damit von der so genannten bilanzrechtlichen Sichtweise gelöst, die Kreditgewährungen einer GmbH an ihre Gesellschafter wegen der handelsbilanziellen Kompensation der von der GmbH an ihre Gesellschafter in diesem Fall abfließenden liquiden Mittel durch den zu aktivierenden Darlehensrückzahlungsanspruch gegen den Gesellschafter für im Rahmen des § 30 GmbHG irrelevant erklärt. Stattdessen hat der BGH den Zweck des § 30 GmbHG betont und ausgeführt, dass es mit dem Ziel der Normen nicht vereinbar sei, dass die Gesellschafter der GmbH „real“ vorhandenes Vermögen entziehen könnten und hierfür als Gegenleistung nur einen zeitlich hinausgeschobener schuldrechtlicher Rückzahlungsanspruch begründet würde.⁶

Auf der Basis dieses so genannten „November-Urteils“ des BGH sind Darlehenshingaben einer GmbH an ihre Gesellschafter daher nur noch zulässig, wenn die Darlehenshingabe auch ohne Aktivierung des Darlehensrückzahlungsanspruchs gegen den Gesellschafter als Darlehensnehmer nicht in das gemäß § 30 GmbHG geschützte Stammkapital der Gesellschaft eingreift. Da die durch den BGH in einem obiter dictum nicht gänzlich ausgeschlossene Ausnahme im Falle einer im Interesse der Gesellschaft liegenden Darlehensvergabe zu einem Drittvergleich standhaltenden Bedingungen und selbst bei Anlegung strengster Maßstäbe gegebener Kreditwürdigkeit des Gesellschafters kaum praxisrelevant sein dürfte, sind Darlehenshingaben an Gesellschafter auch bei

⁶ BGH ZIP 2004, 263, 264

vollwertigem Rückzahlungsanspruch nur noch zu Lasten freier Rücklagen möglich.

Das November-Urteil befasst sich zwar nicht ausdrücklich mit der Frage, ob für die Bestellung von Sicherheiten durch die Zielgesellschaft zu Gunsten der vom Erwerber aufgenommenen Finanzierung dieselben Grundsätze gelten, wie für die Darlehenshingabe durch die GmbH an ihre Gesellschafter. Auf der Basis der Argumentation des BGH, die auf eine Erhaltung der Haftungsmasse bei Gesellschaften mit beschränkter Haftung zu Gunsten von deren Gläubigern zielt, ist eine Gleichbehandlung der Stellung von Sicherheiten als Avalkredit mit der vom BGH entschiedenen Kreditgewährung an Gesellschafter jedoch wahrscheinlich.

II. Fragestellung

Vor dem Hintergrund der Finanzierung von LBO-Transaktionen mittels des Vermögens der Zielgesellschaften und der neuen Rechtsprechung des BGH zum Schutz des Gesellschaftsvermögens vor Zugriffen der Gesellschafter sind die folgenden Fragen im Rahmen dieses Vermerkes zu beantworten:

Wie werden LBO-Transaktionen rechtlich konstruiert?

Welche Grenzen ziehen die Kapitalaufbringungs- und Kapitalerhaltungsvorschriften gemäß §§ 30, 31 GmbHG, 57, 71 a AktG der Finanzierung von LBO-Transaktionen?

Welche Rechtsfolgen treten bei einer Verletzung dieser Grenzen ein?

B Rechtliche Würdigung

Mögliche Gestaltungen eines LBO

1. Kreditaufnahme durch den Investor oder eine von ihm eingesetzte Akquisitionsgesellschaft

Der Investor erwirbt die zu erwerbende Gesellschaft (Zielgesellschaft) regelmäßig nicht selbst, sondern bedient sich hierzu einer von ihm kontrollierten Akquisitionsgesellschaft. Wird das zur Kaufpreisfinanzierung benötigte Darlehen vom Investor oder der Akquisitionsgesellschaft selbst aufgenommen, so ist wie folgt zu unterscheiden:

a) Erwerbsvorgang mit Besicherung der Darlehensaufnahme durch die Zielgesellschaft

Erfolgt die Kreditaufnahme durch den Investor oder die Akquisitionsgesellschaft, wird dieser Kredit regelmäßig durch die Zielgesellschaft besichert.

Hier ist wie folgt zu unterscheiden:

aa) Share Deal

Beim Share Deal erwirbt die Akquisitionsgesellschaft lediglich die Gesellschaftsanteile der Zielgesellschaft. Diese werden von ihr auch zur Besicherung des Darlehens eingesetzt.

Den Kreditgebern genügen jedoch die Gesellschaftsanteile an der Zielgesellschaft als Sicherheit regelmäßig nicht:

Der Wert der Gesellschaftsanteile ist abhängig vom Wert des Vermögens und der wirtschaftlichen Entwicklung der Zielgesellschaft. Verschlechtern sich die Ergebnisse der Zielgesellschaft, so wird hiervon der Wert der Gesellschaftsanteile unmittelbar beeinflusst. Dienen die Aktiva der Zielgesellschaft zur

Absicherung ihrer eigenen Verbindlichkeiten, so hat die Erwerbsgesellschaft im Falle der Insolvenz der Zielgesellschaft hierauf keinen Zugriff. Die Erwerbsgesellschaft wäre also hinter den Gläubigern der Zielgesellschaft erst nachrangig besichert (so genannte „strukturelle Nachrangigkeit“).⁷

Aus diesem Grund wird die Erwerbsgesellschaft die Zielgesellschaft regelmäßig veranlassen, auch ihre Aktiva als Sicherheiten zur Verfügung zu stellen.

Die Zielgesellschaft hat daher regelmäßig

Garantien für die Erfüllung aller Ansprüche aus den Kreditverträgen abzugeben,

Pfandrechte an den Gesellschaftsanteilen der Tochtergesellschaften zu bestellen,

das freie Anlage- und Umlaufvermögen als Sicherheit zu übereignen,

alle gegenwärtigen und zukünftigen Forderungen als Sicherheit abzutreten,

sämtliche Konten zu verpfänden,

an ihren Immobilien erstrangige Grundschulden einzutragen und sämtliche gewerblichen Schutzrechte abzutreten.⁸

bb) Asset Deal

Beim Asset Deal erwirbt die Akquisitionsgesellschaft unmittelbar sämtliche Vermögenswerte, aus denen das Unternehmen besteht. Die so erworbenen Gegenstände können von der Erwerbsgesellschaft als Sicherheit den Kreditgebern zur Verfügung gestellt werden.

⁷ Schrell/Kirchner, BB 2003, 1451, 1452.

⁸ Schrell/Kirchner, BB 2003, 1451, 1452; Bender, BB 2005, 1492.

b) Erwerbsvorgang ohne Besicherung der Darlehensaufnahme durch die Zielgesellschaft

Ein LBO verfolgt das Ziel, zur Finanzierung des Unternehmenskaufes möglichst weitgehend das Vermögen der Zielgesellschaft einzusetzen. Aus diesem Grund wird in der Regel eine Besicherung des von der Akquisitionsgesellschaft aufgenommenen Darlehens durch die Zielgesellschaft erfolgen.

2. Kreditaufnahme durch die Zielgesellschaft

Praktisch relevant ist auch die Darlehensaufnahme unmittelbar durch die Zielgesellschaft. Die Zielgesellschaft reicht die Darlehensvaluta entweder direkt an die Erwerbsgesellschaft weiter, welche hiermit den Kaufpreis begleichen kann. Teilweise wird die Darlehensvaluta jedoch auch im Rahmen eines Cash-Management-Systems verrechnet.

Die Zielgesellschaft erhält das Darlehen in der Regel nur gegen Leistung entsprechender Sicherheiten.

a) Durchreichung der Darlehensvaluta an die Akquisitionsgesellschaft

Im Regelfall wird die Darlehensvaluta unmittelbar zur Finanzierung des Kaufpreises benötigt. Die Zielgesellschaft schließt in diesem Fall mit der Akquisitionsgesellschaft als Darlehensnehmerin einen Darlehensvertrag ab. Sicherheiten werden von der Zielgesellschaft hierfür nicht verlangt. Auf der Grundlage des Darlehensvertrages wird von der Zielgesellschaft die Darlehensvaluta an die Akquisitionsgesellschaft ausgekehrt, welche hiermit den Kaufpreis für den Erwerb der Zielgesellschaft bezahlt.

b) Verrechnung im Rahmen eines Cash-Management-Systems

Im Rahmen eines Cash-Management-Systems werden die flüssigen Mittel von Konzerngesellschaften zusammengefasst, um auf diese Weise den Liquiditätsbedarf des Konzerns und die damit verbundenen Finanzie-

rungskosten zu senken.⁹ Auf diese Weise soll verhindert werden, dass im Rahmen eines Konzerns insgesamt mehr flüssige Mittel bereitgehalten werden müssen, als wenn ein einheitliches Unternehmen bestünde.

Wird die Darlehensvaluta in ein Cash-Management-System einbezahlt und von der Akquisitionsgesellschaft oder der Konzernmutter hiervon der Kaufpreis beglichen, so handelt es sich rechtlich um eine Kreditgewährung der Zielgesellschaft an die Akquisitionsgesellschaft bzw. an eine eigens zu diesem Zweck gegründete Finanzierungsgesellschaft.¹⁰

3. Kreditaufnahme bei mehrstufigen Erwerbsmodellen

a) Verschmelzung der Zielgesellschaft auf die Akquisitionsgesellschaft (Umwandlungsmodell)

In dieser Konstellation wird das Darlehen zunächst von der Akquisitionsgesellschaft aufgenommen. Um die Sicherung des Darlehensrückzahlungsanspruches der finanzierenden Bank durch das Vermögen der Zielgesellschaft zu erreichen, wird weiter die Zielgesellschaft auf die Akquisitionsgesellschaft verschmolzen. Nach Abschluss des Verschmelzungsvorganges gewährt die Akquisitionsgesellschaft Sicherheiten an den ehemals der Zielgesellschaft zustehenden Vermögenswerten.

b) Anteilserwerb mit nachfolgender Vermögensübertragung (Kombinationsmodell)

In dieser Fallgruppe werden zunächst die Anteile der Zielgesellschaft von der Akquisitionsgesellschaft erworben und im Anschluss die Vermögenswerte der Zielgesellschaft im Wege der Einzelrechtsübertragung auf die Akquisitionsgesellschaft überführt („interner Asset Deal“).¹¹ Es kommt hier wie bei der Verschmelzung zu einer Vereinigung der Vermögensmassen von Akquisitions- und Zielgesellschaft.

⁹ Vgl. hierzu Engert, BB 2005, 1951, 1956.

¹⁰ Engert, BB 2005, a.a.O.

¹¹ Siehe hierzu Becker, DStR 1998, 1429, 1430.

Im Anschluss besichert die Akquisitionsgesellschaft mit den erworbenen Aktiva den zur Kaufpreisfinanzierung aufgenommenen Kredit.

Gesellschaftsrechtliche Schranken des LBO nach deutschem Recht

4. Kapitalaufbringung und -erhaltung

a) Die Grundsätze der Kapitalaufbringung bei der GmbH

Die Attraktivität der Rechtsform der GmbH resultiert u. a. aus dem den Gesellschaftern gewährten Haftungsprivileg. Statistisch birgt die GmbH als Rechtsform für die Gläubiger das höchste Insolvenzrisiko.¹²

Da den Gläubigern der GmbH grundsätzlich der Zugriff auf das Vermögen ihrer Gesellschafter verwehrt bleibt, schreibt § 5 GmbHG ein Mindeststammkapital in Höhe von EUR 25.000 vor. Das Stammkapital ist eine gesellschafterfinanzierte Vermögensmasse, die als *Haftungsfonds* die Kreditwürdigkeit des Unternehmens und den Schutz der Gläubigerinteressen gewährleisten soll.

Um den Haftungsfonds für die Gläubiger der Gesellschaft zu sichern, sind die Vorschriften über die Kapitalaufbringung streng ausgestaltet. Das Stammkapital muss der GmbH effektiv zur Verfügung gestellt werden (vgl. § 19 GmbHG).

b) Der Grundsatz der Kapitalaufbringung bei der AG

Gemäß § 7 AktG beträgt der Mindestnennbetrag des Grundkapitals EUR 50.000,00. Auch im Aktiengesetz gilt das Prinzip der Kapitalaufbringung. Es soll sichergestellt werden, dass ein den Grundkapital entsprechendes Vermögen auch tatsächlich den Gläubigern zur Verfügung steht. Diesem Prinzip dienen unter anderem das Verbot der Unterpariemiission (§ 9 Abs. 1 AktG) sowie die

¹² Roth/Altmeppen, GmbHG, Einleitung Rd.Nr. 20.

Vorschriften über die Einlageleistung (§§ 36 Abs. 2 i. V. m. 54 Abs. 3, 36 a AktG).

c) Das Prinzip der Kapitalerhaltung bei der GmbH, § 30 GmbHG

Dem Prinzip der Kapitalerhaltung dient vor allem § 30 GmbHG als zentrale Gläubigerschutzvorschrift. Hiernach darf das zur Erhaltung des Stammkapitals erforderliche Vermögen nicht an den Gesellschafter ausbezahlt werden.

Erfasst sind nicht nur Geldzahlungen, sondern Leistungen aller Art.¹³

Eine Auszahlung kann auch in der Bestellung von Sicherheiten durch die Gesellschaft für Verbindlichkeiten des Gesellschafters liegen.¹⁴ Beispielsweise kommen in Betracht die Bestellung von Grundpfandrechten am Grundbesitz der Gesellschaft oder die Übernahme einer Bürgschaftsverpflichtung durch die Gesellschaft.¹⁵

Entscheidend ist, ob bei der Gewährung von Sicherheiten oder Darlehen der Freistellungs-/Rückzahlungsanspruch zu berücksichtigen ist. Diese Frage war Gegenstand des „November-Urteiles“ des BGH und wird unter Gliederungspunkt 2. näher behandelt.

Eine verbotene Auszahlung liegt auch beim Liquiditätsausgleich im Konzern (Cash-Management) unter Missachtung des § 30 GmbHG vor.¹⁶

d) Das Prinzip der Kapitalerhaltung bei der AG, §§ 57, 71 a AktG

aa) § 57 AktG

Nach § 57 AktG dürfen Einlagen nicht zurückgewährt werden. Die Bindung bezieht sich also auf das gesamte Vermögen der Gesellschaft. Das Ver-

¹³ BGHZ 31, 276.

¹⁴ OLG Frankfurt ZIP 1997, 986.

¹⁵ RGZ 147, 96.

¹⁶ Sieger/Hasselbeck, BB 1999, 645; Jula/Breitbarth, AG 1997, 256.

mögen darf mit Ausnahme der Verteilung des Bilanzgewinnes und des Liquidationsfalles nicht an die Aktionäre ausgekehrt werden. Die Leistung von Sicherheiten zu Gunsten eines Aktionärs und die Ausreichung eines Darlehens an den Aktionär verstoßen gegen § 57 Abs. 1 S. 1 AktG.¹⁷

Eine Ausnahme zu § 57 Abs. 1 S. 1 AktG ist in § 291 Abs. 3 AktG geregelt. Hiernach gelten Leistungen der Gesellschaft aufgrund eines Beherrschungs- oder Gewinnabführungsvertrages nicht als Verstoß gegen die §§ 57, 58 und 60 AktG. Auch in diesem Fall darf die Gesellschaft jedoch höchstens den ohne Gewinnabführung entstehenden Jahresüberschuss abführen, § 301 AktG. Zu beachten ist in den Fällen des Beherrschungs- oder Gewinnabführungsvertrages jedoch die Pflicht zur Verlustübernahme gemäß § 301 AktG.

bb) § 71 a AktG

Gemäß § 71 a AktG ist ein Rechtsgeschäft nichtig, welches die Gewährung eines Darlehens an den Investor oder die Akquisitionsgesellschaft zum Gegenstand hat, wenn mit der Darlehensvaluta der Erwerb von Aktien der Zielgesellschaft finanziert werden soll. Entsprechendes gilt für die Leistung einer Sicherheit durch die Zielgesellschaft. Die Leistung einer Sicherheit liegt stets vor, wenn beliebige Dritte dem potentiellen Aktienerwerber Kredit gewähren und die Gesellschaft das Risiko des Dritten durch Einsatz ihrer Mittel übernimmt oder mindert.¹⁸

Umstritten ist die Anwendbarkeit des § 71 a AktG, wenn die Zielgesellschaft ihre Mittel erst im Nachhinein zur Verfügung stellt, um die Verbindlichkeiten des Aktionärs aus dem Kauf der Aktien abzusichern.¹⁹

¹⁷ Holzapfel/Pöllath, Unternehmenskauf in Recht und Praxis, Rd.Nr. 330a.

¹⁸ Hüffer, AktG, § 71a, Rd.Nr. 2.

¹⁹ Bejahend Oechsler, in: Münchener Kommentar zum AktG, § 71 a Rn. 27; Holzapfel/Pöllath, Unternehmenskauf in Recht und Praxis, Rd.Nr. 330b; Lutter/Wahlers, AG 1989, 1, 9; a.A. Otto, DB 1989, 1389, 1395.

**5. Das „November-Urteil“ des BGH vom 24.11.2003
(Az.: II ZR 171/01; NJW 2004, 1111)**

a) Sachverhalt (vereinfacht)

Die Beklagten Ziff. 1 und Ziff. 2 gründeten die P-GmbH. Die Beklagte Ziff. 3 war alleinvertretungsberechtigte Geschäftsführerin der P-GmbH.

Die P-GmbH räumte der Beklagten Ziff. 1 ein Darlehen in Höhe von insgesamt DM 850.000,00 ein. Über das Vermögen der P-GmbH wurde anschließend das Konkursverfahren eröffnet und der Kläger zum Konkursverwalter bestellt. Der Kläger fordert von der Beklagten Ziff. 3 Schadensersatz in Höhe von DM 850.000,00 gemäß § 43 Abs. 3 GmbHG wegen der Darlehensgewährung an die Beklagte Ziff. 1.

Der BGH hatte bei der Prüfung des § 43 Abs. 3 GmbHG zu entscheiden, ob den Bestimmungen des § 30 GmbHG zuwider Zahlungen an Gesellschafter erfolgten.

Die Beklagte Ziff. 3 berief sich darauf, dass die Darlehensgewährung bilanzrechtlich neutral sei, da der Gesellschaft ein Rückzahlungsanspruch zustehe. Ein neutraler Vorgang könne jedoch keine verbotene Auszahlung iSd § 30 GmbHG sein.

b) Kernaussage des BGH

Vor dem November-Urteil des BGH ging eine verbreitete Meinung davon aus, dass die Hingabe eines Darlehens lediglich dann mit § 30 GmbHG unvereinbar sei, wenn auch eine bilanzielle Vermögenminderung vorliege.

Da die Gewährung eines Darlehens im Falle eines vollwertigen Rückzahlungsanspruches als bloßer Aktivtausch bilanzrechtlich neutral ist, würde unter dieser Voraussetzung ein Verstoß gegen § 30 GmbHG bei der Gewährung eines Darlehens nicht vorliegen.²⁰ Entscheidend wäre hiernach die Werthaltigkeit des Rückzahlungsanspruches.

²⁰ Zu dieser Ansicht s. RGZ 150, 28, 34 ff., Fastrich, in: Baumbach/Hueck, GmbHG,

Nach neuer Auffassung des BGH greift die rein bilanzrechtliche Betrachtungsweise mit Rücksicht auf die Bedeutung des Kapitalerhaltungsgrundsatzes zu kurz:

„Vermögensschutz erschöpft sich nicht in der Garantie einer bilanzmäßigen Rechnungsziffer, sondern gebietet die Erhaltung einer die Stammkapitalziffer deckende Haftungsmasse.“²¹

Mit dem Kapitalerhaltungsgrundsatz sei es nicht vereinbar, wenn die Gesellschafter der GmbH zu Lasten des gebundenen Gesellschaftsvermögens Kapital entziehen könnten und der GmbH als Austausch für das fortgegebene reale Vermögen nur ein zeitlich hinausgeschobener schuldrechtlicher Rückzahlungsanspruch verbliebe. Der Austausch liquider Haftungsmasse gegen eine zeitlich hinausgeschobene schuldrechtliche Forderung verschlechtere die Vermögenslage der Gesellschaft.

Bei einer Darlehensgewährung wird das abgeflossene Vermögen durch eine nicht sofort realisierbare Forderung ersetzt.

Darlehen der Zielgesellschaft an ihre Gesellschafter (upstream-Darlehen) dürften daher nur aus freiem Vermögen (Rücklagen) gewährt werden. Auf den Rückzahlungsanspruch und dessen Werthaltigkeit komme es nicht an.²²

Offen gelassen wurde vom BGH, ob die Gewährung eines Darlehens aus gebundenem Vermögen ausnahmsweise zulässig sein kann, wenn die Darlehensvergabe im Interesse der Gesellschaft liegt, die Darlehensbedingungen dem Drittvergleich standhalten und die Kreditwürdigkeit des Gesellschafters selbst bei Anlegung strengster Maßstäbe außerhalb jedes vernünftigen Zweifels steht bzw. die Rückzahlung des Darlehens durch werthaltige Sicherheiten voll gewährleistet ist.

Diese vom BGH in einem obiter dictum offen gelassene Ausnahme dürfte bei einer LBO-Transaktion jedoch praktisch nicht relevant sein.

§ 30 Rz. 16; Scholz/Westermann, § 30 Rz. 25; Schmidt-Leithoff/Penz, in: Rohwedder, GmbHG, § 30 Rz. 34; K. Schmidt, Gesellschaftsrecht, 1134.

²¹ BGH NJW 2004, 1111; so bereits Schön, ZHR 1995, 351, 362.

²² Siehe hierzu auch Bender, BB 2005, 1492.

c) Weitere Auswirkungen des Urteils

aa) Übertragbarkeit der Grundsätze auf die Aktiengesellschaft

Umstritten ist, ob die im November-Urteil vom BGH für die GmbH aufgestellten Grundsätze auch auf die Aktiengesellschaft übertragbar sind:

Teilweise wird vertreten, die Entscheidung des BGH im November-Urteil habe keine Auswirkungen auf die Aktiengesellschaft. Gemäß § 311 ff. AktG sei es der herrschenden Gesellschaft gestattet, die abhängige Gesellschaft ohne Rücksicht auf das Grundkapital zu vermögensschädigenden Maßnahmen zu veranlassen. § 311 Abs. 2 AktG reagiere hierauf lediglich mit einem nicht sofort fälligen Ausgleichsanspruch eigener Art. Aus diesen Regelungen des Aktiengesetzes ergebe sich, dass die Entscheidung des BGH und der hierin niedergelegte abstrakte Vermögensschutz auch für die faktisch beherrschte AG keine Geltung beanspruchen könne.²³

Nach anderer Ansicht finden die im Novemberurteil niedergelegten Grundsätze gerade auch auf die Aktiengesellschaft Anwendung.²⁴

Hierfür spricht, dass bei der Aktiengesellschaft grundsätzlich eine umfassendere Vermögensbindung besteht als bei der GmbH. Diese ist gemäß § 57 AktG nicht auf das Grundkapital beschränkt.

Gegen das Argument, bei einer faktischen Konzernlage (gekennzeichnet durch Einflussnahme des herrschenden Unternehmens auf eine abhängige Gesellschaft ohne einen Beherrschungsvertrag) dürfe das herrschende Unternehmen die abhängige AG zu nachteiligen Rechtsgeschäften veranlassen, kann eingewandt werden, dass bei aufsteigenden Darlehen die Möglichkeiten zum Nachteilsausgleich beschränkt sind. Da die Wertigkeit des Rückzahlungsanspruches nicht mehr ausschlaggebend ist

²³ So Hentzen, ZGR 2005, 512 ff.; Habersack/Schürnbrand, NZG 2004, 691 ff.

²⁴ Seibt, NJW-Spezial 2004, 219; Seidel, DStR 2004, 1130, 1131 ff.; Wessels, ZIP 2004, 793, 796 ff.

bleibt regelmäßig nur die volle Besicherung oder die Rückführung bis zum Geschäftsjahresende.²⁵

Dieses Argument beruht zwar teilweise auf einem Zirkelschluss da die Anwendbarkeit der im Novemberurteil niedergelegten Grundsätze gerade geprüft werden soll. Entscheidend ist jedoch, dass der Vermögensschutz in den §§ 57 und 71a AktG noch stärker ausgestaltet ist als bei der GmbH. Daher sind bei der nicht konzernierten AG sowie bei der faktisch konzernierten AG die Grundsätze des November-Urteiles anwendbar. Die Regelungen zum faktischen Konzern stellen zumindest kein zwingendes Gegenargument dar.

bb) Anwendbarkeit auf die Stellung von Sicherheiten durch die Zielgesellschaft

Entscheidend für die weitere Beurteilung ist auch, ob die im November-Urteil niedergelegten Grundsätze auf die Bestellung von Sicherheiten durch die Zielgesellschaft übertragbar sind.

Anerkannt ist, dass auch die Stellung von Sicherheiten gegen den Kapitalerhaltungsgrundsatz verstoßen kann (s.o.).

Die bislang herrschende Meinung stellte daher auch bei der Stellung von Sicherheiten zur Feststellung eines Verstoßes gegen den Kapitalerhaltungsgrundsatz darauf ab, ob ein vollwertiger Freistellungs- oder Rückgriffsanspruch bestand.²⁶

Zur Beurteilung eines Verstoßes gegen die Kapitalerhaltungsvorschriften wurden also bei der Stellung von Sicherheiten dieselben Kriterien angelegt wie bei der Auskehrung von Darlehen.

Auch bei der Stellung von Sicherheiten verfehlt jedoch eine bilanzielle Betrachtungsweise den Zweck der Kapitalerhaltungsvorschriften, den Gläubigern eine Haftungsmasse zu erhalten. Bei dinglichen Si-

²⁵ So Wessels, a.a.O., 793, 796.

²⁶ Hachenburg/Goerdeler/Müller, GmbHG, § 30 Rd.Nr. 66; siehe auch OLG München GmbHR 1998, 986.

cherheiten wird zudem sofort gebundenes Gesellschaftsvermögen entzogen.

Auch wenn die Stellung von Sicherheiten nicht Gegenstand des November-Urteiles war dürften die Wertungen gleichwohl hierauf übertragbar sein.²⁷

6. Existenzvernichtungsverbot

Nach neuerer Rechtsprechung des BGH haftet der Gesellschafter für Gesellschaftsschulden persönlich, wenn er auf die Zweckbindung des Gesellschaftsvermögens keine Rücksicht nimmt und der Gesellschaft durch Entnahmen ohne angemessenen Ausgleich Vermögenswerte entzieht, die sie zur Erfüllung ihrer Verbindlichkeiten benötigt (so genannter existenzvernichtender Eingriff).

Ein Eingriff in diesem Sinn kann auch dann vorliegen, wenn der Gesellschaft Geschäftschancen entzogen werden mit dem Ziel, sie auf die Gesellschafter zu verlagern.²⁸ Voraussetzung ist weiter, dass der der Gesellschaft zugefügte Nachteil nicht bereits nach den §§ 30, 31 GmbHG ausgeglichen werden kann.²⁹

Eingriffe können beispielsweise die Wegnahme einer Marke oder der Entzug von Produktionslinien sein.³⁰

Auch die Bestellung von Sicherheiten kann daher gegen das Existenzvernichtungsverbot verstoßen.³¹ Strittig ist, ob bei der Prüfung der Grundsätze des Existenzvernichtungsverbotes die Wahrscheinlichkeit der Inanspruchnahme der Sicherheit eine Rolle spielt.³²

Auch bei der Prüfung des Existenzvernichtungsverbotes kann die bilanzielle Betrachtungsweise jedoch keine Beurteilungsgrundlage darstellen. Es ist davon auszugehen, dass das vom BGH entwickelte duale Schutzsystem (Kapitalerhaltungsgrundsatz und Existenzvernichtungsverbot) in sich homogen

²⁷ Roth/Altmeyen, GmbHG, Rd.Nr. 99; Habersack/Schürnbrand, NZG 2004, 689, 696; differenzierend zwischen dinglichen und schuldrechtlichen Sicherheiten Wessels, ZIP 2004, 793 (797); Meister, WM 1980, 390, 392 ff.; a.A. Seidel, DStR 2004, 1130, 1135.

²⁸ BGH ZIP 2005, 117, 118.

²⁹ BGH ZIP 2002, 1578, 1580 („KBV“).

³⁰ Vgl. Bender, BB 2005, 1492, 1493.

³¹ Schrell/Kirchner, BB 2003, 1451, 1452; Bender, BB 2005, 1492, 1493.

³² So Diem, ZIP 2003, 1283, 1285 ff.; a.A. Bender, BB 2005, 1492, 1493.

ist.³³ Daher ist auch bei der Prüfung des Existenzvernichtungsverbotens die Werthaltigkeit des Rückzahlungsanspruches bei der Ausreichung von Darlehen sowie des Befreiungs-/Rückgriffsanspruches bei der Sicherheitenbestellung ohne Belang.

7. Analoge Anwendung des § 43a GmbHG?

Gemäß § 43a GmbHG dürfen Kredite aus dem gebundenen Vermögen der Gesellschaft nicht an Geschäftsführer gewährt werden. Teilweise wird in der Literatur vertreten, diese Regelung sei auf Darlehen an Gesellschafter sowie mittelbar beteiligte Unternehmen und Schwestergesellschaften analog anwendbar.³⁴

Der BGH ist dieser Auffassung im November-Urteil jedoch entgegengetreten.³⁵

8. Zwischenergebnis

Gemäß § 30 GmbHG wird das Stammkapital bei der GmbH gegen Leistungen aller Art an den Gesellschafter aus dem gebundenen Vermögen geschützt.

Nach der Rechtsprechung des BGH ist bei der Prüfung der Vereinbarkeit einer Darlehensgewährung mit § 30 GmbHG der Rückzahlungsanspruch nicht zu berücksichtigen.

Bei der Aktiengesellschaft bezieht sich die Bindung nach § 57 AktG auf das gesamte Vermögen der Gesellschaft.

Nach § 71a AktG ist die Gewährung eines Darlehens durch die Zielgesellschaft an den Investor nichtig, wenn mit der Darlehensvaluta der Erwerb von Aktien der Zielgesellschaft finanziert werden soll.

Die besseren Argumente sprechen dafür, die Grundsätze des November-Urteiles auch auf die Aktiengesellschaft anzuwenden.

³³ Bender, BB 2005, 1492, 1493.

³⁴ Scholz/Uwe H. Schneider, GmbHG, § 43a Rd.Nr. 61 ff; K. Schmidt, Gesellschaftsrecht, 1148 ff.

³⁵ BGH NJW 2004, 1111 unter Verweis auf BT-Dr 8/1347, 74.

Weiterhin dürfte auch bei der Beurteilung der Bestellung einer Sicherheit die Werthaltigkeit des Befreiungsanspruches keine Rolle spielen.

Auch bei der Aktiengesellschaft dürfte wohl nach dem November-Urteil die Bestellung einer Sicherheit zu Gunsten eines Gesellschafters gegen § 57 AktG verstoßen.

III. Rechtsfolgen bei Überschreitung der gesellschaftsrechtlichen Schranken

1. Folgen für den Erwerber

a) Folgen bei einem Verstoß gegen die Kapitalerhaltungsvorschriften beim Share Deal

aa) Grundsatz

(1) Folgen bei der GmbH

Rechtsfolge eines Verstoßes gegen § 30 GmbHG ist ein Erstattungsanspruch gemäß § 31 Abs. 1 GmbHG. Hiernach müssen Zahlungen, welche den Vorschriften des § 30 GmbHG zuwider geleistet wurden, an die Gesellschaft erstattet werden. Ist der geleistete Gegenstand beim Begünstigten noch vorhanden, muss er zurückgewährt werden.³⁶ Das verbotswidrig abgeschlossene Geschäft ist rückabzuwickeln.

Ist die Rückabwicklung des Geschäftes nicht möglich, so kann die Gesellschaft Wertausgleich verlangen. Der Gesellschafter muss den im Zeitpunkt der Vermögensübertragung vorhandenen Wert des Vermögens bis zur Höhe der Stammkapitalziffer wiederherstellen.³⁷

³⁶ BGHZ 95, 193; OLG Frankfurt, BB 1996, 446.

³⁷ Scholz/Westermann, GmbHG, § 31 Rd.Nr. 1.

Mitgeschafter haften mit, sofern sie mit der Rückzahlung einverstanden waren. Nicht erforderlich ist, dass sie vom Verstoß profitieren.³⁸

Im Falle der Bestellung von Sicherheiten muss die Gesellschaft grundsätzlich von der Belastung befreit werden. Stimmt der Sicherungsnehmer als Dritter der Ablösung nicht zu, muss die Befreiung im Innenverhältnis mit Gewährung einer Sicherheit erfolgen.³⁹

War der Empfänger der Leistung gutgläubig, beschränkt sich der Erstattungsanspruch auf den Betrag, welcher zur Befriedigung der Gesellschaftsgläubiger erforderlich wäre.

(2) Folgen bei der Aktiengesellschaft

Ein offener Verstoß gegen § 57 Abs. 1 Satz 1 oder § 57 Abs. 2 AktG bewirkt die Nichtigkeit des Verpflichtungs- und Vollzugsgeschäft gemäß § 134 BGB.⁴⁰ Ein offener Verstoß wird beispielsweise angenommen bei der Gewährung ungesicherter Darlehen an den Aktionär.⁴¹ Gewährt ein Kreditinstitut der Akquisitionsgesellschaft ein Darlehen und besichert die Zielgesellschaft dieses, so ergibt sich die Unwirksamkeit der Sicherheitenbestellung nicht aus § 57 AktG, da der Vertrag mit einem Dritten abgeschlossen wurde.⁴² In diesen Fällen haftet der Aktionär gemäß § 62 Abs. 1 AktG auf Rückgewähr der entgegen der Vorschrift des § 57 AktG empfangenen Leistung.

Erklärt sich der Dritte zum Verzicht auf die Sicherheit nicht bereit, so macht sich der Aktionär schadensersatzpflichtig gemäß den §§ 280, 283 BGB.

³⁸ BGH BB 2002, 1012 = ZIP 2002, 848.

³⁹ Roth/Altmeppen, GmbHG, § 30 Rd.Nr 102.

⁴⁰ Ganz h.M., vgl. Hüffer, AktG, § 57 Rd.Nr. 23.

⁴¹ LG Dortmund AG 2002, 98 ff.

⁴² Zur Frage, ob Verträge mit Dritten in bestimmten Fällen unwirksam sind siehe unten Ziff. 2.

Die Zielgesellschaft kann hier ebenso wie im Rahmen des § 31 GmbHG verlangen, dass ihr Befreiungsanspruch von der Akquisitionsgesellschaft besichert wird.

Ein Verstoß gegen § 71a AktG bewirkt die Nichtigkeit des Kausalgeschäftes, eine gleichwohl erfolgte Leistung kann gem. § 812 ff. zurückgefordert werden.⁴³ Bestellt die Zielgesellschaft der Bank eine Sicherheit unter Verstoß gegen § 71a AktG, so wird in der Literatur vertreten, der Zielgesellschaft stehe ein Direktanspruch gegen die Bank zu.⁴⁴

bb) Folgen der Einschaltung einer Akquisitionsgesellschaft

Wie bereits dargestellt, wird der Investor regelmäßig eine Akquisitionsgesellschaft einschalten. Auf diese Weise soll verhindert werden, dass Ansprüche der Zielgesellschaft bzw. von Gläubigern der Zielgesellschaft unmittelbar gegen die Investoren geltend gemacht werden können.

Es stellt sich die Frage, ob auf der Grundlage der Kapitalerhaltungsvorschriften ein Durchgriff auf die Gesellschafter der Akquisitionsgesellschaft möglich ist.

(1) Rechtslage bei der GmbH

Für die GmbH ist anerkannt, dass unter bestimmten Voraussetzungen auch ein Direktanspruch gegen Dritte gemäß § 31 Abs. 1 GmbHG bestehen kann. Ein Direktanspruch setzt stets eine Zurechnungsbeziehung zwischen dem Dritten und dem Gesellschafter voraus.⁴⁵ Diese Zurechnungsbeziehung kann bei einem Treuhandverhältnis oder bei einer Konzernverbindung angenommen werden.

⁴³ Hüffer, AktG, § 71a Rd.Nr. 4.

⁴⁴ Oechsler, in: Münchener Kommentar zum AktG, § 71a Rd.Nr. 24.

⁴⁵ K. Schmidt, Gesellschaftsrecht, 1142.

Wendet die Zielgesellschaft also eine Leistung statt an den Gesellschafter an eine Mutter- oder Tochtergesellschaft zu, so kann ein Direktanspruch gegen diese Gesellschaft bestehen.⁴⁶

Würde also die Zielgesellschaft dem Investor auf Veranlassung der Akquisitionsgesellschaft Leistungen zukommen lassen, so bestünde der Direktanspruch gemäß § 31 Abs. 1 GmbHG gegen den Investor.

Das gleiche Ergebnis dürfte gelten, wenn die Leistung zunächst von der Zielgesellschaft an die Akquisitionsgesellschaft erbracht wird und diese im Anschluss den geleisteten Gegenstand an den Investor weiterreicht.⁴⁷

(2) Aktiengesellschaft

Als Folge der Missachtung des in § 57 AktG niedergelegten Kapitalerhaltungsgebotes kann sich zunächst ein Anspruch aus § 985 BGB gegen Dritte ergeben. Dies ist der Fall, wenn bei offenen Verstößen gegen diese Norm § 134 BGB Anwendung findet und sowohl das Verpflichtungs- wie das Vollzugsgeschäft nichtig sind.

Daneben kann sich auch der aktienrechtliche Anspruch des § 62 AktG unter bestimmten Voraussetzungen gegen Dritte richten. Dies ist beispielsweise der Fall, wenn der Dritte als Strohmännchen des Aktionärs angesehen werden kann.⁴⁸

cc) Kreditaufnahme bei mehrstufigen Erwerbsmodellen

Um einen Verstoß gegen die Kapitalerhaltungsvorschriften zu vermeiden wird häufig geraten, ein mehrstufiges Erwerbmodell – insbesondere das Umwandlungs- oder das Kombinationsmodell – zu

⁴⁶ BGHZ 81, 311, 317 ff.; BGHZ 122, 333, 339 ff.; K. Schmidt, Gesellschaftsrecht, 1142.

⁴⁷ Vgl. K. Schmidt, Gesellschaftsrecht, 1142.

⁴⁸ Münch. Hdb. GesR IV/Wiesner, § 16 Rd.Nr. 58 m.w.N.

wählen.⁴⁹ Es stellt sich die Frage, ob ein Verstoß gegen die Kapitalerhaltungsvorschriften hierdurch tatsächlich ausgeschlossen ist.

(1) Umwandlungsmodell

Beim Umwandlungsmodell wird die Zielgesellschaft auf die Akquisitionsgesellschaft verschmolzen. Die Aktiva der ehemaligen Zielgesellschaft dienen dann zur Besicherung des zur Kaufpreisfinanzierung aufgenommenen Darlehens.

Nach Abschluss des Verschmelzungsvorganges erlischt die Zielgesellschaft. Die Akquisitionsgesellschaft ist dann als Rechtsnachfolgerin Schuldnerin der ehemaligen Gläubiger der Zielgesellschaft.

Das Kapitalerhaltungsgebot gilt nach Abschluss des Verschmelzungsvorganges nicht mehr für die Zielgesellschaft. Von den an der Akquisitionsgesellschaft beteiligten Investoren sind die dargelegten Grundsätze des Kapitalerhaltungsgebotes jedoch im Hinblick auf die Akquisitionsgesellschaft zu beachten.

Das Ziel dieser Konstruktion – Besicherung des zur Kaufpreisfinanzierung von der Akquisitionsgesellschaft aufgenommenen Darlehens mit den Aktiva der Zielgesellschaft – kann hierdurch ohne Kollision mit den Kapitalerhaltungsvorschriften erreicht werden.

⁴⁹ Rotthege/Wassermann, Mandatspraxis Unternehmenskauf, 187.

(2) Kombinationsmodell

Beim Kombinationsmodell wird ein „interner Asset Deal“ durchgeführt. Die Zielgesellschaft veräußert an die an ihr bereits beteiligte Akquisitionsgesellschaft sämtliche Aktiva, um dieser hiermit die Besicherung der zur Kaufpreisfinanzierung aufgenommenen Kredite zu ermöglichen.

Von möglichen Kollisionen mit dem Existenzvernichtungsverbot abgesehen (siehe hierzu unten Teil b)) kann dieser „interne Asset Deal“ auch im Hinblick auf das Kapitalerhaltungsgebot problematisch sein:

Bei der GmbH fallen auch Austauschverträge zu nicht markgerechten Bedingungen unter § 30 GmbHG.⁵⁰

Maßgebliches Kriterium ist, ob vergleichbare Konditionen auch gesellschaftsfremden Personen eingeräumt würden.⁵¹ Als Rechtsfolge ist der Anspruch des Gesellschafters aus dem Verpflichtungsgeschäft einredebehaftet.⁵² Wurde das dem Drittvergleich nicht entsprechende Kausalgeschäft bereits erfüllt, ist es gemäß § 31 GmbHG rückabzuwickeln.

Bei der Aktiengesellschaft sind Umsatzgeschäfte zwischen Gesellschaft und Gesellschafter, wie sie beim Kombinationsmodell durchgeführt werden, als Einlagenrückgewähr gemäß § 57 AktG zu behandeln, wenn sie einem Drittvergleich nicht standhalten. In diesem Fall hat die Zielgesellschaft den Rückgewähranspruch gemäß § 62 AktG.

Beim so genannten Kombinationsmodell ist also darauf zu achten, dass die beim „internen Asset Deal“ durchgeführten Umsatzgeschäfte dem Drittvergleich standhalten, andernfalls

⁵⁰ Roth/Altmeyen, GmbHG, § 30 Rd.Nr. 74 ff.

⁵¹ BGHZ 180, 311, 320 = NJW 1982, 383.

⁵² Vgl. Roth/Altmeyen, GmbHG, § 30, Rd.Nr. 81.

sind sie sowohl bei GmbH wie auch bei der AG rückabzuwickeln.

b) Folgen bei Existenzvernichtung

Im Falle des so genannten existenzvernichtenden Eingriffes haftet der Gesellschafter für Gesellschaftsschulden persönlich (sog. Durchgriffshaftung).

Die Haftung erstreckt sich auch auf denjenigen, der an einer Gesellschafterin der Gesellschaft beteiligt ist. Er wird jedenfalls dann einem Gesellschafter gleichgestellt, wenn er einen beherrschenden Einfluss auf die Gesellschafterin ausüben kann, etwa aufgrund einer qualifizierten Anteilmehrheit.⁵³ Wird von der Akquisitionsgesellschaft eine Darlehensaufnahme durch die Zielgesellschaft zu ihren Gunsten angeordnet und ist die Zielgesellschaft aufgrund der hierdurch auferlegten Verpflichtungen zur Erfüllung ihrer Verbindlichkeiten nicht mehr in der Lage, so haften die Akquisitionsgesellschaft sowie die an ihr beteiligten Investoren den Gläubigern der Zielgesellschaft für deren Verbindlichkeiten. Gleiches gilt, wenn die Sicherheitenbestellung durch die Zielgesellschaft zu deren Existenzvernichtung führt.

Beim Umwandlungsmodell kann wiederum lediglich auf die mögliche Existenzvernichtung der Akquisitionsgesellschaft durch die an ihr beteiligten Investoren abgestellt werden. Ist dies der Fall, so haften diese auch den ehemaligen Gläubigern der Zielgesellschaft.

Praktisch relevant wird das Existenzvernichtungsverbot beim Kombinationsmodell.

Hier werden sämtliche Aktiva der Zielgesellschaft auf die an ihr beteiligte Akquisitionsgesellschaft übertragen („interner Asset Deal“).

Werden Vermögenswerte der Gesellschaft auf den Gesellschafter übertragen, ohne dass hierfür eine marktgerechte Gegenleistung erbracht wird, so folgt hieraus eine der Höhe nach unbeschränkte Haftung des Gesellschafters, sofern die weiteren Voraussetzungen der Existenz-

⁵³ BGH ZIP 2005, 117, 118.

vernichtungshaftung vorliegen.⁵⁴ Entscheidend ist auch bei der Existenzvernichtungshaftung daher die Frage der marktgerechten Gegenleistung.

Werden die Aktiva der Zielgesellschaft auf die Akquisitionsgesellschaft ohne marktgerechte Gegenleistung übertragen und führt dies zur Existenzvernichtung der Zielgesellschaft, so haften für die Verbindlichkeiten der Zielgesellschaft auch die Akquisitionsgesellschaft und die an ihr beteiligten Investoren.

c) Folgen beim Asset Deal

Beim Asset Deal ist die Akquisitionsgesellschaft grundsätzlich noch nicht an der Zielgesellschaft beteiligt. Bei der Veräußerung der Aktiva handelt es sich daher um ein herkömmliches Austauschgeschäft für welches die Vorschriften des Kapitalerhaltungsgebotes sowie des Existenzvernichtungsverbotes grundsätzlich ohne Bedeutung sind.

In den meisten für einen LBO geeigneten Fällen ist jedoch schon aus steuerlichen Gründen ein Asset Deal praktisch nicht durchführbar.⁵⁵

2. Folgen für das finanzierende Kreditinstitut

Unwirksamkeit der Sicherungs-/ Darlehensverträge bei einem Missbrauch der Vertretungsmacht

Wird die Zielgesellschaft im Wege des Share Deals erworben und wird der zur Kaufpreisfinanzierung aufgenommene Kredit durch die Aktiva der Zielgesellschaft besichert, so stellt sich die Frage, ob ein Verstoß gegen die Grundsätze des Kapitalerhaltungsverbotes auch zur Unwirksamkeit der Sicherheitenbestellung führt. Problematisch ist, dass die Verträge zur Bestellung der Sicherheiten mit Dritten, nämlich den finanzierenden Kreditinstituten, abgeschlossen werden und die Kapitaler-

⁵⁴ BGH ZIP 2005, 117, 118.

⁵⁵ Semler, in: Hölters, Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs, Teil VII Rd.Nr. 206.

haltungsvorschriften grundsätzlich lediglich die Gesellschafter selbst binden.

aa) Grundsätze des Missbrauches der Vertretungsmacht

Überschreitet der Vertreter bei der Ausübung der Vertretungsmacht die ihm im Innenverhältnis gesetzten Grenzen und musste sich dieser Umstand dem Vertragspartner aufdrängen, so kann sich der Vertragspartner gemäß § 242 BGB nicht auf den Vertragsschluss berufen.⁵⁶

Bestimmt das Gesetz die Unbeschränkbarkeit der Vertretungsmacht gegenüber Dritten (wie in § 37 Abs. 2 GmbHG für den GmbH-Geschäftsführer und in § 82 Abs. 1 AktG für den Vorstand der Aktiengesellschaft) so ist erforderlich, dass der Vertreter bewusst zum Nachteil des Vertretenen gehandelt hat.⁵⁷

bb) Anwendbarkeit der Grundsätze auf den Fall der Sicherheitenbestellung durch die Zielgesellschaft

In der Vergangenheit war umstritten, ob die Bestellung einer Sicherheit durch die Zielgesellschaft als Missbrauch der Vertretungsmacht zu qualifizieren ist, wenn die Sicherheitenbestellung bei der Zielgesellschaft gegen die Kapitalerhaltungsvorschriften verstößt.

Ausgangspunkt ist die Feststellung, dass der Geschäftsführer der GmbH durch eine Bestellung von Sicherheiten unter Verstoß gegen § 30 GmbHG gegenüber der Gesellschaft gemäß § 43 Abs. 3 GmbHG eine Pflichtverletzung begeht. Die im Innenverhältnis zur Gesellschaft gesetzte Begrenzung der Vertretungsmacht wird hierdurch überschritten.

⁵⁶ BGH NJW 89, 26; OLG Düsseldorf NJW-RR 97, 737; Palandt/Heinrichs, § 164 Rd.Nr. 14.

⁵⁷ BGHZ 50, 112, 114.

Dasselbe gilt gemäß § 93 Abs. 3 Nr. 1, 57 AktG.

Nach den im November-Urteil niedergelegten Grundsätzen kommt es weiter bei der Bestellung von Sicherheiten bzw. bei der Gewährung von Darlehen zugunsten von Gesellschaftern auf die Werthaltigkeit von Rückzahlungs- bzw. Befreiungsansprüchen nicht mehr an. Entscheidend ist lediglich, ob die Darlehensgewährung bzw. die Stellung von Sicherheiten aus Rücklagen erfolgt.

Bei der Aktiengesellschaft dürfte die Darlehensgewährung bzw. die Stellung von Sicherheiten zu Gunsten des Gesellschafters gänzlich ausgeschlossen sein.

Bei der GmbH ist dem Geschäftsführer stets bekannt, ob die Gewährung eines Darlehens oder die Stellung von Sicherheiten aus Rücklagen erfolgt.

Wird ein Darlehen zu Gunsten des Gesellschafters einer GmbH nicht aus Rücklagen besichert bzw. ein Darlehen an den GmbH-Gesellschafter nicht aus Rücklagen gewährt, so handelt der GmbH-Geschäftsführer bewusst zum Nachteil der Gesellschaft, da er wissentlich gegen die Kapitalerhaltungsvorschriften verstößt.

Gleiches gilt für den Vorstand einer Aktiengesellschaft.

Bei der Aktiengesellschaft ist der Bank der Verstoß gegen § 57 AktG immer bekannt, da sie weiß, dass die Aktiva der Zielgesellschaft das zur Kaufpreisfinanzierung aufgenommene Darlehen besichern.

Auch bei der GmbH wissen die Kreditinstitute praktisch immer, ob die Besicherung bzw. die Darlehensgewährung aus Rücklagen erfolgt. Dies wird in der Praxis auch nie der Fall sein.

Da es auf die Bewertung eines Rückzahlungs- bzw. Befreiungseinspruches nicht mehr ankommt, ist ein Verstoß gegen die Kapitalerhaltungsvorschriften für alle Beteiligten transparent.⁵⁸

Im Ergebnis liegt nach dem November-Urteil stets ein Missbrauch der Vertretungsmacht vor, wenn ein Verstoß gegen die Kapitalerhaltungsvorschriften bejaht werden kann.

cc) Kritische Stimmen

*Früh*⁵⁹ wendet sich gegen die Anwendbarkeit der Grundsätze des Missbrauches der Vertretungsmacht auf die Fälle der Verletzung der Kapitalerhaltungsvorschriften. Er begründet dies mit der unbeschränkten und unbeschränkbaren Vertretungsmacht des Geschäftsführers und des Vorstandes.

Diese Argumentation geht jedoch fehl, da die Grundsätze des Missbrauches der Vertretungsmacht lediglich voraussetzen, dass *im Innenverhältnis zur Gesellschaft* bestehende Grenzen aufgrund einer überschießenden Rechtsmacht im Außenverhältnis überschritten werden.

Gerade dieser Fall tritt jedoch bei der gesetzlich unbeschränkbaren Vertretungsmacht auf, daher werden auf diese Fälle auch die Grundsätze des Missbrauches der Vertretungsmacht angewandt.

*Diem*⁶⁰ führt aus, der BGH habe sich gegen die Anwendbarkeit der Grundsätze des Missbrauches der Vertretungsmacht ausgesprochen. Richtig ist jedoch, dass im angesprochenen Urteil⁶¹ auf diese Grundsätze nicht eingegangen wird, sondern der BGH lediglich die Fallgruppe der Kollusion behandelt.

⁵⁸ Siehe auch die Untersuchung von Steinbeck, WM 1999, 885 zur Rechtslage vor Erlass des November-Urteils.

⁵⁹ GmbHR 2000, 105, 108.

⁶⁰ ZIP 2003, 1283, 1287, Fn. 57.

⁶¹ BGH ZIP 1998, 793, 795.

In Fällen der Kollusion ist das Rechtsgeschäft gemäß § 138 BGB nichtig. Voraussetzung ist, dass der Vertreter (Geschäftsführer/Vorstand der Zielgesellschaft) und der Dritte (das Kreditinstitut) bewusst zum Nachteil des Vertretenen zusammenwirken. Auch diese Fallgruppe dürfte nach den Grundsätzen des November-Urteils schneller zu bejahen sein. In Anbetracht der leichter zu begründenden Fallgruppe des Missbrauches der Vertretungsmacht ist die praktische Relevanz jedoch fraglich.

b) Unwirksamkeit gem. § 138 BGB

Nach der Rechtsprechung kann die Stellung von Sicherheiten auch wegen *Gläubigergefährdung* gemäß § 138 BGB unwirksam sein.

Wird das Sicherungsgeschäft unter Umständen abgeschlossen, die dazu geeignet und bestimmt sind, andere Gläubiger darüber zu täuschen, dass der Schuldner kein freies Vermögen mehr hat, kann ein Verstoß in Betracht kommen.⁶² Es kann auch genügen, dass die Vertragspartner mit der Möglichkeit gerechnet haben, dass andere Gläubiger geschädigt werden, und diese Möglichkeit billigend in Kauf genommen wurde.

Kennt der begünstigte Gläubiger Umstände, die den Schluss auf einen bevorstehenden Zusammenbruch aufdrängen, so handelt er schon dann sittenwidrig, wenn er sich über diese Kenntnis mindestens grob fahrlässig hinwegsetzt.⁶³

c) Drittwirkung der §§ 30 GmbHG, 57 AktG?

Die Kapitalschutzvorschriften richten sich nur an die Gesellschaft und die Geschäftsführung der Gesellschaft sowie an Personen oder Unternehmen, die der Gesellschaft oder einem Gesellschafter nahe stehen. Zu diesem Personenkreis gehören die Kreditinstitute regelmäßig nicht. Der weitergehenden Ansicht⁶⁴ hat der BGH⁶⁵ eine Absage erteilt.

⁶² BGH NJW 1998, 2592, 2595 m.w.N.

⁶³ BGH NJW 1998, a.a.O.

⁶⁴ Meister, WM 1980, 390, 395; Abramenko, GmbHR 1997, 875, 878 ff.

3. Folgen für das Management der Zielgesellschaft bei Überschreitung der rechtlichen Schranken

a) Zivilrechtliche Folgen

aa) Haftung der Geschäftsführer gemäß § 43 Abs. 3 GmbHG

Die Geschäftsführer sind gemäß § 43 Abs. 3 GmbHG der Zielgesellschaft zum Ersatz verpflichtet, wenn entgegen den Bestimmungen des § 30 GmbHG zuwider Zahlungen aus dem gebundenen Vermögen geleistet werden.

Gleichzustellen sind Zahlungen aus dem Vermögen einer überschuldeten GmbH an einen Gesellschafter sowie Zahlungen, die zur Existenzgefährdung führen.⁶⁶

Da die Haftung des Geschäftsführers an die Verletzung der Kapitalerhaltungsvorschriften anknüpft wirkt sich auch hier das November-Urteil haftungverschärfend aus.

Regelmäßig wird eine Weisung der Gesellschafter vorliegen. Diese schließt eine Schadensersatzpflicht des Geschäftsführers im Falle ihrer Wirksamkeit grundsätzlich aus.⁶⁷

Eine Gesellschafterweisung, die den Geschäftsführer zum Verstoß gegen § 30 GmbHG anhält, lässt den Ersatzanspruch unberührt, soweit die Ersatzleistung zur Gläubigerbefriedigung benötigt wird, § 43 Abs. 3 Satz 3 GmbHG. Ebenso wenig sind Weisungen wirksam, welche die Existenz der Gesellschafter erheblich gefährden.⁶⁸

⁶⁵ NJW 1998, 2592, 2594.

⁶⁶ Scholz/Uwe H. Schneider, GmbHG, § 43 Rd.Nr. 192.

⁶⁷ BGHZ 122, 336.

⁶⁸ Lutter/Hommelhoff, § 43 Rd.Nr. 23.

bb) Die Haftung der Vorstände gemäß § 93 Abs. 3 Nr. 1 AktG

Gemäß § 93 Abs. 3 Nr 1 AktG sind die Vorstandsmitglieder zum Ersatz verpflichtet, wenn entgegen § 57 AktG Einlagen an die Aktionäre zurückgewährt werden.

Die Haftung der Vorstände wird nicht dadurch ausgeschlossen, dass die Einlagenrückgewähr auf einem Hauptversammlungsbeschluss beruht. § 93 Abs. 4 AktG setzt voraus, dass der Hauptversammlungsbeschluss gesetzmäßig gefasst wurde. Verstoßen Hauptversammlungsbeschlüsse gegen die der Kapitalerhaltung dienenden Normen (insbesondere § 57 AktG), so ist der Hauptversammlungsbeschluss gemäß § 241 Nr. 3 AktG nichtig.⁶⁹ Ein nichtiger Hauptversammlungsbeschluss ist nicht gesetzmäßig ergangen und kann daher die Haftung der Vorstände nicht beschränken.

cc) Haftung der Vorstände/ Geschäftsführer gemäß § 823 Abs. 2 BGB i. V. m. § 266 StGB

Werden von der Zielgesellschaft Leistungen unter Verstoß gegen das Kapitalerhaltungsverbot erbracht, so kann dies die strafrechtliche Verantwortlichkeit der Geschäftsführer/Vorstände gem. § 266 StGB zur Folge haben.⁷⁰ In diesem Fall haften sie auch der Gesellschaft gem § 823 Abs. 2 BGB i. V. m. § 266 StGB.

b) Strafrechtliche Sanktionen

Erbringt der Geschäftsführer bzw. der Vorstand der Zielgesellschaft Leistungen unter Verstoß gegen die Kapitalerhaltungsvorschriften, so verwirklicht er hierdurch den Straftatbestand des § 266 StGB.⁷¹

Der Geschäftsführer/Vorstand nützt durch die Auszahlung in pflichtwidriger Weise seine nach au-

⁶⁹ Hüffer, AktG, § 241 Rd.Nr. 17.

⁷⁰ Siehe unten Ziff. 3.b).

⁷¹ BGHSt 35, 333; Seier, in: Achenbach/Ransiek, Handbuch Wirtschaftsstrafrecht, 360.

ßen unbeschränkte und unbeschränkbare Vertretungsmacht aus.

Entsprechend den für das Zivilrecht dargelegten Grundsätzen wirkt auch eine Zustimmung der Gesellschafter nicht strafausschließend, wenn die Zustimmung der Gesellschaft gegenüber treuwidrig und somit rechtswidrig ist.

Dies wird vom BGH insbesondere bejaht, wenn durch das Vorgehen eine konkrete Existenzgefährdung für die Gesellschaft entsteht, was jedenfalls bei einem Angriff auf das durch § 30 GmbHG geschützte Stammkapital der Fall ist.⁷²

Entsprechend verwirklicht auch der Vorstand einer Aktiengesellschaft den Straftatbestand der Untreue wenn von ihm aufgrund eines Hauptversammlungsbeschlusses gegen die Kapitalerhaltungsvorschriften verstoßen wird.⁷³

Strafbar wegen Untreue können auch die Geschäftsführer/Vorstände der an der Zielgesellschaft beteiligten Akquisitionsgesellschaft sein. Den Organen der Akquisitionsgesellschaft kann gegenüber dem beherrschten Unternehmen eine Treupflicht zukommen. Sie dürfen diesem nicht Vermögenswerte in existenzgefährdendem Umfang entziehen.⁷⁴

⁷² BGH wistra 2000, 18; BGHSt 35, 333; a.A. Lenckner/Perron, in: Schönke/Schröder, StGB, § 266 Rn. 21.

⁷³ Vgl. Lenckner/Perron, in: Schönke/Schröder, StGB, § 266 Rn. 21 a.E.

⁷⁴ BGH ZIP 2004, 1200, 1205 („Bremer Vulkan“).

C Zusammenfassung der Ergebnisse

I.

Nach neuer Rechtsprechung des BGH dürfen Darlehen und Sicherheiten bei der GmbH lediglich aus freiem Vermögen (Rücklagen) gewährt werden. Der Rückzahlungs- und Befreiungsanspruch ist für die Bewertung unerheblich.

Diese Grundsätze sind wohl auch auf die AG übertragbar.

Die Gewährung von Darlehen und die Bestellung von Sicherheiten durch die Zielgesellschaft zur Ermöglichung des Erwerbes der Aktien durch die Akquisitionsgesellschaft führt weiter zur Unwirksamkeit der Darlehensverträge und der Sicherungsabreden.

Bei einem Verstoß gegen die Kapitalerhaltungsvorschriften entsteht für die Zielgesellschaft ein Erstattungsanspruch gegen die Akquisitionsgesellschaft und unter bestimmten Voraussetzungen gegen die an ihr beteiligten Investoren.

Bei der Aktiengesellschaft kann auch ein Kondiktionsanspruch unmittelbar gegen die Bank bejaht werden.

Im Falle der Existenzvernichtung der Zielgesellschaft haften die Akquisitionsgesellschaft sowie die an ihr beteiligten Investoren für deren Verbindlichkeiten.

II.

Nach neuer Rechtsprechung des BGH ist ein Verstoß gegen die Kapitalerhaltungsvorschriften für alle Beteiligten transparent. Stellt die Zielgesellschaft gleichwohl Sicherheiten für einen der Akquisitionsgesellschaft gewährten Kredit, so wird regelmäßig gegenüber der Bank ein Missbrauch der Vertretungsmacht vorliegen. Die Bank kann sich in diesem Fall auf die Sicherheitenbestellung nicht berufen.

Ist die Schädigung von Gläubigern absehbar ist die Sicherheitenbestellung auch wegen eines Verstoßes gegen § 138 BGB nichtig.

III.

Geschäftsführer und Vorstände haften der Zielgesellschaft bei Verstößen gegen die Kapitalerhaltungsvorschriften. Weisungen der Gesellschafter sind regelmäßig unwirksam.

Geschäftsführer und Vorstände die unter Verstoß gegen die Kapitalerhaltungsvorschriften Darlehen oder Sicherheiten gewähren machen sich gem. § 266 StGB der Untreue strafbar.

Dr. Georg Streit
-Rechtsanwalt-

Dr. Frank Schäffler
Rechtsanwalt