

Studien zum
Handels-, Arbeits- und Wirtschaftsrecht

186

Moritz Pfaffenberger

Upstream-Sicherheiten und Merger Buy-out

Eine kapitalerhaltungsrechtliche Untersuchung eines
Unternehmenskaufs mittels Akquisitionsvehikel



Nomos

Studien zum Handels-, Arbeits- und Wirtschaftsrecht

Herausgegeben von

Prof. Dr. Dr. h.c. Barbara Dauner-Lieb

Prof. Dr. Mathias Habersack

Prof. Dr. Christoph Kumpan, LL.M. (Univ. of Chicago)

Prof. Dr. Adam Sagan, MJur (Oxon)

Begründet von

Prof. Dr. Klaus J. Hopt

Prof. Dr. Manfred Lieb

Prof. Dr. Harm Peter Westermann

Band 186

Moritz Pfaffenberger

Upstream-Sicherheiten und Merger Buy-out

Eine kapitalerhaltungsrechtliche Untersuchung eines
Unternehmenskaufs mittels Akquisitionsvehikel



Nomos



Onlineversion
Nomos eLibrary

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

Zugl.: Nürnberg/Erlangen, Univ., Diss., 2020

ISBN 978-3-8487-7692-4 (Print)

ISBN 978-3-7489-2090-8 (ePDF)

1. Auflage 2020

© Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden 2020. Gedruckt in Deutschland. Alle Rechte, auch die des Nachdrucks von Auszügen, der fotomechanischen Wiedergabe und der Übersetzung, vorbehalten. Gedruckt auf alterungsbeständigem Papier.

Für meine Familie und Alina

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Sommersemester 2019 von der Rechts- und Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Friedrich-Alexander Universität Erlangen-Nürnberg als Dissertation angenommen. Rechtsprechung und Literatur konnten bis September 2019 berücksichtigt werden.

Mein besonderer Dank gilt meinem hochgeschätzten Doktorvater Herrn Prof. Dr. *Robert Freitag*, Maître en droit (Bordeaux), für die stetige Unterstützung während des Promotionsverfahrens, insbesondere im Hinblick auf Findung und Ausarbeitung des Forschungsthemas. Herrn Prof. Dr. *Klaus Ulrich Schmolke*, LL.M. (NYU), danke ich für die zügige Erstellung des Koreferats.

Hervorheben möchte ich meinen Dank an Herrn *Michael Tyroller*, meinen persönlichen Mentor und Freund. Er hat mir wahre Freude an juristischer Dogmatik und vertieftem wissenschaftlichen Denken vermittelt. Mein Stil und somit diese Arbeit sind durch seine Einflüsse maßgeblich geprägt.

Diese Arbeit widme ich meinen Eltern *Silvia Scherer-Pfaffenberger* und *Andreas Pfaffenberger*, meiner Schwester *Paulina Pfaffenberger* und *Alina Friemel*. Ohne eure stetige Unterstützung wäre diese Arbeit nicht möglich gewesen. Ich danke euch für den Rückhalt, den ihr stets mir gegeben habt.

Nürnberg, im Juni 2020

Moritz Pfaffenberger

Inhaltsübersicht

| | |
|--|-----|
| Abkürzungsverzeichnis | 19 |
| 1. Einführung | 23 |
| 2. Vereinbarkeit von „Upstream-Sicherheiten“ im LBO mit den Kapitalerhaltungsvorschriften | 32 |
| 2.1. Kapitalerhaltungsrechtliche Zulässigkeit eines Sicherungsgeschäfts bei einer GmbH | 35 |
| 2.2. Kapitalerhaltungsrechtliche Bewertung einer Upstream-Sicherheit bei einer GmbH im Rahmen eines Leveraged Buy-outs | 147 |
| 2.3. Kapitalerhaltungsrechtliche Zulässigkeit eines Sicherungsgeschäfts bei einer AG | 187 |
| 3. Vereinbarkeit des Merger Buy-outs mit den rechtsformspezifischen Kapitalerhaltungsvorschriften | 211 |
| 3.1. Rechtliche Rahmenbedingungen einer Verschmelzung | 211 |
| 3.2. Kapitalerhaltungsschutz beim Merger Buy-out nach § 30 Abs. 1 GmbHG, §§ 57 Abs. 1, Abs. 3, 71a Abs. 1 | 214 |
| 4. Der Merger Buy-out in Kombination mit der Stellung von Upstream-Sicherheiten | 284 |
| 4.1. Sicherheitenbestellung vor Verschmelzung | 284 |
| 4.2. Verschmelzung vor Sicherheitenbestellung | 293 |
| 4.3. Zusammenfassung | 298 |
| 5. Zusammenfassung in Thesen | 303 |
| Literaturverzeichnis | 321 |

Inhaltsverzeichnis

| | |
|---|----|
| Abkürzungsverzeichnis | 19 |
| 1. Einführung | 23 |
| 2. Vereinbarkeit von „Upstream-Sicherheiten“ im LBO mit den Kapitalerhaltungsvorschriften | 32 |
| 2.1. Kapitalerhaltungsrechtliche Zulässigkeit eines Sicherungsgeschäfts bei einer GmbH | 35 |
| 2.1.1. Auszahlung an den Gesellschafter | 35 |
| 2.1.1.1. Auszahlung durch Eingehung des Auftragsverhältnisses bzw. der entgeltlichen Geschäftsbesorgung | 37 |
| 2.1.1.2. Sicherungsvertrag/Bestellungsakt versus drohende Inanspruchnahme/Verwertung | 39 |
| 2.1.1.2.1. Wirtschaftliches oder bilanzielles Verständnis vom Auszahlungsbegriff | 39 |
| 2.1.1.2.2. Bloße Vermögensgefährdung vor Verwertung? | 43 |
| 2.1.1.2.2.1. Der Haftungskredit | 43 |
| 2.1.1.2.2.2. Wirtschaftliche Identität zum Darlehensgeschäft | 45 |
| 2.1.1.2.2.3. Zwischenergebnis | 51 |
| 2.1.1.2.3. Sicherungsvertrag oder Sicherheitenbestellung | 51 |
| 2.1.1.2.3.1. Dingliche Sicherheit | 51 |
| 2.1.1.2.3.2. Schuldrechtliche Sicherheit | 56 |
| 2.1.1.3. Keine Abhängigkeit des Auszahlungscharakters von der Werthaltigkeit des Freistellungsanspruchs | 59 |
| 2.1.1.4. Keine Abhängigkeit des Auszahlungscharakters von der Wahrscheinlichkeit der Inanspruchnahme | 60 |
| 2.1.1.5. Verwertung kein weiterer Auszahlungsakt | 61 |
| 2.1.1.5.1. Fehlende eigenständige Vermögensminderung bei der Gesellschaft | 61 |
| | 11 |

| | |
|---|----|
| 2.1.1.5.2. Fehlende Auszahlungswirkung beim Gesellschafter | 62 |
| 2.1.1.5.3. Fehlende Geschäftsführerhandlung | 65 |
| 2.1.1.5.4. Kein Widerspruch zum BGH-Urteil vom 18.06.2007 – II ZR 86/06 | 70 |
| 2.1.1.5.5. Übertragung auf den Zeitpunkt der Rückstellungsbildung | 71 |
| 2.1.1.6. Vereinbarkeit des Ergebnisses mit dem Ziel des effektiven Schutzes des Gesellschaftsvermögens | 72 |
| 2.1.1.7. Kein Wertungswiderspruch bei nachträglicher Verbesserung der Vermögenslage | 76 |
| 2.1.1.7.1. Verbesserung der Vermögenslage der Gesellschaft | 77 |
| 2.1.1.7.2. Verbesserung der Vermögenslage des Gesellschafters | 79 |
| 2.1.1.7.2.1. Gefahr einer ungerechtfertigten Vermögensmehrung | 80 |
| 2.1.1.7.2.2. Fehlende Rechtfertigung durch Gesellschafts- und Gläubigerinteressen | 81 |
| 2.1.1.8. Auswirkung einer „Limitation Language“ | 87 |
| 2.1.1.8.1. Limitation Language | 87 |
| 2.1.1.8.2. Auswirkung auf die kapitalerhaltungsrechtliche Zulässigkeit | 89 |
| 2.1.2. Aus dem zur Erhaltung des Stammkapitals erforderlichen Vermögen | 93 |
| 2.1.2.1. Berechnung des zur Erhaltung des Stammkapitals erforderlichen Vermögens | 93 |
| 2.1.2.2. Verletzung des zur Erhaltung des Stammkapitals erforderlichen Vermögens | 94 |
| 2.1.2.2.1. Zeitpunkt der Beurteilung | 94 |
| 2.1.2.2.2. Mögliche Betrachtungsweisen | 95 |
| 2.1.2.2.2.1. Strenge bilanzielle Betrachtungsweise | 95 |
| 2.1.2.2.2.2. Differenzierende bilanzielle Betrachtungsweise | 96 |
| 2.1.2.2.2.3. Fingierte bilanzielle Betrachtungsweise | 97 |
| 2.1.2.2.2.4. Zwischenergebnis | 98 |

| | |
|---|-----|
| 2.1.2.2.3. Voraussetzung für eine Rückstellungsbildung, § 249 Abs. 1 HGB | 99 |
| 2.1.2.2.3.1. Rechtsprechung des BFH | 99 |
| 2.1.2.2.3.2. Gegenstimmen | 100 |
| 2.1.2.2.3.3. Zwischenergebnis | 102 |
| 2.1.2.2.4. Das Vollwertigkeitskriterium aus § 30 Abs. 1 S. 2 2. Alt. GmbHG | 102 |
| 2.1.2.2.4.1. Allgemeine Kriterien der Vollwertigkeit | 102 |
| 2.1.2.2.4.2. Übertragung auf Sicherungsgeschäfte | 106 |
| 2.1.2.2.5. Gleichlauf von Rückstellungsbildung und Vollwertigkeitskriterium | 113 |
| 2.1.2.2.5.1. Rückstellungsbildung nach den Kriterien der Vollwertigkeit | 114 |
| 2.1.2.2.5.2. Vollwertigkeit nach den Kriterien der Rückstellungsbildung | 114 |
| 2.1.2.2.5.3. Zwischenergebnis | 116 |
| 2.1.2.2.6. Übertragung der gefundenen Ergebnisse auf die bestehenden Betrachtungsweisen | 117 |
| 2.1.2.2.6.1. Folgen einer streng bilanziellen Betrachtungsweise | 117 |
| 2.1.2.2.6.2. Folgen einer differenzierenden bilanziellen Betrachtungsweise | 118 |
| 2.1.2.2.6.3. Folgen einer fingierten bilanziellen Betrachtungsweise | 119 |
| 2.1.2.2.6.4. Zwischenergebnis | 120 |
| 2.1.2.2.7. Stellungnahme | 121 |
| 2.1.2.2.7.1. Zur streng bilanziellen Betrachtungsweise | 122 |

| | |
|--|-----|
| 2.1.2.2.7.2. Zur differenzierenden bilanziellen Betrachtungsweise | 125 |
| 2.1.2.2.7.3. Zur fingierten bilanziellen Betrachtungsweise | 134 |
| 2.1.2.2.7.4. Lösungsansatz | 136 |
| 2.1.2.3. Zusammenfassung der gefundenen Ergebnisse | 145 |
| 2.2. Kapitalerhaltungsrechtliche Bewertung einer Upstream- Sicherheit bei einer GmbH im Rahmen eines Leveraged Buy- outs | 147 |
| 2.2.1. Kapitalerhaltungsrechtliche Zulässigkeit von Upstream- Sicherheiten einer GmbH im Rahmen eines Leveraged Buy-outs | 147 |
| 2.2.1.1. Keine Fiktion der Wertlosigkeit | 148 |
| 2.2.1.2. Vollwertigkeitsprüfung basierend auf dem Wert der Gesellschaftsanteile | 150 |
| 2.2.1.3. Vollwertigkeitsprüfung basierend auf der Unternehmensplanung | 152 |
| 2.2.1.4. Folge bei teilweisem Verneinen der Vollwertigkeit | 157 |
| 2.2.2. Rückgriffsmöglichkeit auf den Investor bei Verstoß nach § 31 Abs. 1 GmbHG | 162 |
| 2.2.2.1. Der Investor als mittelbarer Gesellschafter | 163 |
| 2.2.2.2. Unmittelbare Leistung an die Erwerbsgesellschaft | 165 |
| 2.2.3. Auswirkungen konzernrechtlicher Vorschriften auf die kapitalerhaltungsrechtliche Bewertung | 170 |
| 2.2.3.1. Rechtliche Einordnung | 171 |
| 2.2.3.1.1. Vertrags- und faktischer Konzern nach § 18 Abs. 1 AktG | 171 |
| 2.2.3.1.2. Konzernrechtlicher Unternehmensbegriff | 172 |
| 2.2.3.2. Der faktische GmbH-Konzern | 175 |
| 2.2.3.3. Der GmbH-Vertragskonzern, §§ 291 ff. AktG analog | 176 |
| 2.2.3.3.1. Entsprechende Anwendbarkeit aktienkonzernrechtlicher Vorschriften | 176 |
| 2.2.3.3.2. Auswirkungen auf § 30 Abs. 1 GmbHG | 177 |
| 2.2.3.3.3. Ergebnis | 186 |

| | |
|---|-----|
| 2.3. Kapitalerhaltungsrechtliche Zulässigkeit eines Sicherungsgeschäfts bei einer AG | 187 |
| 2.3.1. Kapitalerhaltungsrechtliche Zulässigkeit eines Sicherungsgeschäfts bei einer AG nach § 57 Abs. 1, Abs. 3 AktG | 187 |
| 2.3.2. Bewertung der Zulässigkeit von Upstream-Sicherheiten bei einer AG im Rahmen eines Leveraged Buy-outs | 191 |
| 2.3.2.1. Das Verbot der <i>financial assistance</i> , § 71a Abs. 1 AktG | 191 |
| 2.3.2.1.1. Der Tatbestand der finanziellen Unterstützung | 191 |
| 2.3.2.1.2. Keine Legitimation bei vollwertigem Gegenleistungs- oder Rückzahlungsanspruch | 193 |
| 2.3.2.1.3. Rechtsfolge | 194 |
| 2.3.2.2. Bewertung der Upstream-Sicherheit einer AG im Kontext eines LBO unter Berücksichtigung des Zusammentreffens von § 71a Abs. 1 AktG und § 57 Abs. 1, Abs. 3 AktG | 199 |
| 2.3.3. Auswirkungen konzernrechtlicher Vorschriften auf die kapitalerhaltungsrechtliche Bewertung | 200 |
| 2.3.3.1. Der faktische AG-Konzern, §§ 311 ff. AktG | 201 |
| 2.3.3.1.1. Auswirkungen auf die Bewertung nach § 57 AktG | 201 |
| 2.3.3.1.2. Auswirkungen auf das Verbot der <i>financial assistance</i> , § 71a Abs. 1 AktG | 204 |
| 2.3.3.2. Der Vertragskonzern, §§ 291 ff. AktG | 209 |
| 3. Vereinbarkeit des Merger Buy-outs mit den rechtsformspezifischen Kapitalerhaltungsvorschriften | 211 |
| 3.1. Rechtliche Rahmenbedingungen einer Verschmelzung | 211 |
| 3.2. Kapitalerhaltungsschutz beim Merger Buy-out nach § 30 Abs. 1 GmbHG, §§ 57 Abs. 1, Abs. 3, 71a Abs. 1 | 214 |
| 3.2.1. Anwendbarkeit der Kapitalerhaltungsvorschriften neben dem UmwG | 217 |
| 3.2.1.1. Keine Verdrängung gläubigerschützender Vorschriften außerhalb des UmwG | 217 |

| | |
|---|-----|
| 3.2.1.2. Keine Verdrängung des rechtsformspezifischen Kapitalerhaltungsrechts durch die Vorschriften des UmwG | 219 |
| 3.2.1.3. Keine Verdrängung des rechtsformspezifischen Kapitalerhaltungsrechts im Falle des Upstream-/Downstream-Mergers | 221 |
| 3.2.1.4. Zwischenergebnis | 226 |
| 3.2.2. Vereinbarkeit des Downstream-Mergers mit der allgemeinen Kapitalerhaltung nach § 30 Abs. 1 GmbHG, § 57 Abs. 1, Abs. 3 AktG | 227 |
| 3.2.2.1. Meinungsstand | 227 |
| 3.2.2.1.1. Bejahung des Verstoßes gegen die Kapitalerhaltung | 227 |
| 3.2.2.1.2. Gegenstimmen | 230 |
| 3.2.2.2. Stellungnahme | 232 |
| 3.2.2.2.1. Auszahlung | 233 |
| 3.2.2.2.1.1. Minderung des Gesellschaftsvermögens | 234 |
| 3.2.2.2.1.2. Vermögensvorteil für den Gesellschafter | 235 |
| 3.2.2.2.1.3. Vergleich mit einer Liquidation | 241 |
| 3.2.2.2.1.4. Zusammenfassung der gefundenen Ergebnisse | 246 |
| 3.2.2.2.1.5. Übertragung auf die Konstellation eines Merger Buy-outs | 247 |
| 3.2.2.2.2. Verstoß gegen die Kapitalerhaltung | 249 |
| 3.2.2.2.2.1. Verstoß einer GmbH, § 30 Abs. 1 GmbH | 249 |
| 3.2.2.2.2.2. Verstoß einer Aktiengesellschaft, § 57 AktG | 264 |
| 3.2.2.2.2.3. Erstattungsansprüche bei Verstoß, § 31 Abs. 1 GmbHG, § 62 Abs. 1 AktG | 264 |
| 3.2.2.3. Ergebnis | 266 |

| | |
|---|-----|
| 3.2.3. Vereinbarkeit des Upstream-Mergers mit der allgemeinen Kapitalerhaltung nach § 30 Abs. 1 GmbHG, § 57 Abs. 1, Abs. 3 AktG | 267 |
| 3.2.3.1. Meinungsstand | 267 |
| 3.2.3.2. Stellungnahme | 268 |
| 3.2.3.3. Sonderfall: Tochtergesellschaft mit negativem Vermögen | 276 |
| 3.2.4. Vereinbarkeit eines Merger Buy-outs mit dem Verbot der <i>financial assistance</i> , § 71a Abs. 1 AktG | 277 |
| 3.2.4.1. Meinungsstand | 277 |
| 3.2.4.2. Stellungnahme | 279 |
| 3.2.5. Auswirkungen konzernrechtlicher Vorschriften auf die kapitalerhaltungsrechtliche Bewertung des Merger Buy-outs | 282 |
| 3.2.5.1. Der Vertragskonzern | 282 |
| 3.2.5.2. Der faktische Konzern | 283 |
| 4. Der Merger Buy-out in Kombination mit der Stellung von Upstream-Sicherheiten | 284 |
| 4.1. Sicherheitenbestellung vor Verschmelzung | 284 |
| 4.1.1. Die Upstream-Sicherheit vor Verschmelzung im Lichte von § 30 Abs. 1 GmbHG, §§ 57 Abs. 1, Abs. 3, 71a Abs. 1 AktG | 284 |
| 4.1.2. Verschmelzung nach Upstream-Sicherheit im Lichte von § 30 Abs. 1 GmbHG, §§ 57 Abs. 1, Abs. 3, 71a Abs. 1 AktG | 288 |
| 4.2. Verschmelzung vor Sicherheitenbestellung | 293 |
| 4.2.1. Die Verschmelzung vor Upstream-Sicherheit im Lichte von § 30 Abs. 1 GmbHG, §§ 57 Abs. 1, Abs. 3, 71a Abs. 1 AktG | 293 |
| 4.2.2. Das Sicherungsgeschäft nach Verschmelzung im Lichte von § 30 Abs. 1 GmbHG, §§ 57 Abs. 1, Abs. 3, 71a Abs. 1 AktG | 293 |
| 4.2.2.1. Kapitalerhaltungsrechtliche Zulässigkeit des Sicherungsgeschäfts nach § 30 Abs. 1 GmbHG, § 57 Abs. 1, Abs. 3 AktG | 294 |
| 4.2.2.2. Vereinbarkeit des Sicherungsgeschäfts mit § 71a Abs. 1 AktG | 294 |
| 4.2.2.2.1. Bewertung im Falle eines Upstream-Mergers | 295 |

Inhaltsverzeichnis

| | |
|--|-----|
| 4.2.2.2. Bewertung im Falle eines Downstream-Mergers | 296 |
| 4.2.2.3. Zwischenergebnis | 298 |
| 4.3. Zusammenfassung | 298 |
| 4.3.1. Zielgesellschaft in der Rechtsform einer GmbH | 298 |
| 4.3.2. Zielgesellschaft in der Rechtsform einer AG | 299 |
| 4.3.3. Gestaltungsmöglichkeit zur Haftungsvermeidung | 300 |
| 5. Zusammenfassung in Thesen | 303 |
| Literaturverzeichnis | 321 |

Abkürzungsverzeichnis

| | |
|---------|--|
| a. A. | <i>andere Ansicht</i> |
| a. F. | <i>alte Fassung</i> |
| Abs. | <i>Absatz</i> |
| AG | <i>Aktiengesellschaft</i> |
| AktG | <i>Aktiengesetz</i> |
| Alt. | <i>Alternative</i> |
| AnfG | <i>Anfechtungsgesetz</i> |
| Anhg. | <i>Anhang</i> |
| Art. | <i>Artikel</i> |
| Aufl. | <i>Auflage</i> |
| BAG | <i>Bundesarbeitsgericht</i> |
| BB | <i>Betriebs-Berater</i> |
| BeckRS | <i>Beck-Rechtsprechung</i> |
| BFH | <i>Bundesfinanzhof</i> |
| BGB | <i>Bürgerliches Gesetzbuch</i> |
| BGH | <i>Bundesgerichtshof</i> |
| BilMoG | <i>Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz</i> |
| bspw. | <i>beispielsweise</i> |
| BT-Drs. | <i>Bundestagsdrucksache</i> |
| bzw. | <i>beziehungsweise</i> |
| DB | <i>Der Betrieb</i> |
| ders. | <i>derselbe</i> |
| dies. | <i>dieselben</i> |
| DStR | <i>Deutsches Steuerrecht</i> |
| DStZ | <i>Deutsche Steuer-Zeitung</i> |
| DZWIR | <i>Zeitschrift für Wirtschafts- und Insolvenzrecht</i> |
| ebd. | <i>ebenda</i> |
| EG | <i>Europäische Gemeinschaft</i> |
| Einl. | <i>Einleitung</i> |
| EStG | <i>Einkommensteuergesetz</i> |
| EU | <i>Europäische Union</i> |

Abkürzungsverzeichnis

| | |
|----------|--|
| EWG | <i>Europäische Wirtschaftsgemeinschaft</i> |
| f. | <i>folgende</i> |
| ff. | <i>fortfolgende</i> |
| Fn. | <i>Fußnote</i> |
| FS | <i>Festschrift</i> |
| gem. | <i>gemäß</i> |
| GmbH | <i>Gesellschaft mit beschränkter Haftung</i> |
| GmbHG | <i>Gesetz betreffend die Gesellschaft mit beschränkter Haftung</i> |
| GmbHR | <i>GmbH-Rundschau</i> |
| GWR | <i>Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht</i> |
| h. L. | <i>herrschende Lehre</i> |
| h. M. | <i>herrschende Meinung</i> |
| HGB | <i>Handelsgesetzbuch</i> |
| Hs. | <i>Halbsatz</i> |
| i.E. | <i>im Ergebnis</i> |
| i. S. d. | <i>im Sinne des</i> |
| i. S. e. | <i>im Sinne einer</i> |
| i. V. m. | <i>in Verbindung mit</i> |
| IDW | <i>Institut der Wirtschaftsprüfer</i> |
| IFRS | <i>International Financial Reporting Standards</i> |
| InsO | <i>Insolvenzordnung</i> |
| JZ | <i>Juristen Zeitung</i> |
| KG | <i>Kommanditgesellschaft</i> |
| Komm | <i>Kommentar</i> |
| KTS | <i>Zeitschrift für Insolvenzrecht</i> |
| LBO | <i>Leveraged Buy-out</i> |
| LG | <i>Landgericht</i> |
| m. w. N. | <i>mit weiteren Nachweisen</i> |
| MoMiG | <i>Gesetz zur Modernisierung des GmbH-Rechts und zur Bekämpfung von Missbräuchen</i> |
| Mrd. | <i>Milliarden</i> |
| NJW | <i>Neue Juristische Wochenschrift</i> |
| Nr. | <i>Nummer</i> |
| NZ | <i>Österreichische Notariats-Zeitung</i> |
| NZG | <i>Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht</i> |
| NZI | <i>Neue Zeitschrift für Insolvenz- und Sanierungsrecht</i> |

| | |
|-------|--|
| öAktG | <i>österreichisches Aktiengesetz</i> |
| OLG | <i>Oberlandesgericht</i> |
| RegE | <i>Gesetzesentwurf der Bundesregierung</i> |
| Rn. | <i>Randnummer</i> |
| Rspr. | <i>Rechtsprechung</i> |
| S. | <i>Seite</i> |
| s. o. | <i>siehe oben</i> |
| sog. | <i>sogenannte</i> |
| SPD | <i>Sozialdemokratische Partei Deutschlands</i> |
| StuB | <i>Unternehmenssteuern und Bilanzen</i> |
| UmwG | <i>Umwandlungsgesetz</i> |
| Urt. | <i>Urteil</i> |
| v. | <i>vom</i> |
| Var. | <i>Variante</i> |
| vgl. | <i>vergleiche</i> |
| WM | <i>Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht</i> |
| Vor. | <i>Vorbemerkung</i> |
| WuB | <i>Entscheidungsanmerkungen zum Wirtschafts- und Bankrecht</i> |
| ZGR | <i>Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht</i> |
| ZHR | <i>Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht</i> |
| ZInsO | <i>Zeitschrift für das gesamte Insolvenz- und Sanierungsrecht</i> |
| ZIP | <i>Zeitschrift für Wirtschaftsrecht</i> |

1. Einführung

Unternehmenskäufe und -übernahmen sind täglich Brot. Im Jahr 2017 kam es allein in Deutschland zu insgesamt 735 Unternehmenstransaktionen, Tendenz steigend.¹ Bedingt durch die Globalisierung, treten hierbei vermehrt strategische Investoren, regelmäßig in Gestalt einer sogenannten „Private Equity-Gesellschaft“, aus dem amerikanischen, asiatischen und europäischen Raum am deutschen Markt auf. Bei einer Private Equity handelt es sich um außerbörsliches Beteiligungskapital, in Deutschland zu meist als GmbH & Co KG organisiert.² 2017 basierte rund ein Drittel der Unternehmenstransaktionen in Deutschland auf Private Equity. Als Zielgesellschaft eines Unternehmenskaufs, regelmäßig als „Target“ bezeichnet, kommen längst nicht nur große Unternehmen in Betracht. Vermehrt wird über den Erwerb mittelständischer Unternehmen versucht, Fuß am deutschen Markt zu fassen.³ Im Jahr 2017 lag das aufgebrauchte Investitionsvolumen für „Buy-outs“ am deutschen Beteiligungsmarkt bei 8,94 Mrd. €, steigerte sich somit zum Vorjahr um 3,92 Mrd. € und machte einen Anteil von 79 % des gesamten Investitionsvolumens aus.⁴ Im Jahr 1996 lag der Gesamtwert vergleichsweise noch bei 1,7 Mrd. €.⁵ Die Private Equity-Fonds als institutionelle Anleger sind interessiert an einer möglichst hohen Eigenkapitalrendite. Die Chance auf maximalen Ertrag ergibt sich, wenn der Finanzinvestor die Zielgesellschaft mit möglichst wenig Eigenkapitaleinsatz und hohem Anteil an Fremdkapital erwerben kann. Schafft er es, dass die entstandenen Akquisitionsverbindlichkeiten inklusive Zinslast aus der Ertragskraft der Zielgesellschaft bedient werden, so kann eine verhältnismäßig große Rendite auf das eingesetzte Eigenkapital erzielt werden. Dies wird auch als „Leveraged-Effekt“ bezeichnet, wodurch sich für einen Unternehmenskauf, dessen Finanzierung sich durch eine hohe

1 Ernst & Young, German Privat Equity Deal Survey 2017HY2: [https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-german-private-equity-deal-survey-2017-hy-2/\\$File/ey-german-private-equity-deal-survey-2017-hy-2.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-german-private-equity-deal-survey-2017-hy-2/$File/ey-german-private-equity-deal-survey-2017-hy-2.pdf).

2 Eidenmüller in ZHR 2007, 644, 649.

3 Roedl & Partner, Mergers & Acquisitions: <https://www.roedl.de/themen/unternehmenskauf-in-deutschland/>.

4 Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften: BVK-Statistiken Deutschland: <https://www.bvkap.de/markt/bvk-statistiken-deutschland>.

5 Eidenmüller in ZHR 2007, 644, 652.

1. Einführung

Fremdkapitalquote auszeichnet, der Begriff „Leveraged-Buy-out“, oder kurz „LBO“, eingebürgert hat. Der Fremdkapitalanteil macht bei einem LBO typischerweise 60–70 % der Gesamtfinanzierungssumme aus.⁶ Strategisches Ziel des Investors ist es, dass die Zielgesellschaft den Erwerb aus eigener Kraft finanziert. Die Höhe der Rendite für den Investor hängt im Regelfall davon ab, ob es das Target schafft, einen ausreichend hohen Cashflow zu erwirtschaften, aus dem die Akquisitionsverbindlichkeiten bedient werden können und zusätzlich eine Rendite entspringt.⁷ Zusätzliche Liquidität kann mittels Veräußerung von Vermögenswerten oder Gestaltungen wie dem „sale and lease back“ erreicht werden.⁸ Nebenbei sinkt das durch den Investor eingegangene Risiko, je niedriger die Eigenkapitalquote angesetzt wird. Es handelt sich bei dieser Strategie im Rahmen eines Unternehmenskaufs keineswegs um ein Phänomen, welches erst in den letzten Jahren zu beobachten ist. Schon ab 1970 lassen sich vermehrt Unternehmenskäufe in den USA finden, deren Finanzierungsstrategie auf einer fremdkapitalbasierten Akquisition beruhen.⁹ So hatte der Private Equity-Fonds *KKR* das Unternehmen *RJR Nabisco* im Jahre 1989 für eine Summe von 25 Mrd. US-Dollar aufgekauft. Aus eigener Kraft brachte *KKR* jedoch lediglich 1,3 Mrd. US-Dollar auf. 23,7 Mrd. US-Dollar des Kaufpreises waren fremdfinanziert.¹⁰ Auch auf dem deutschen Markt sind Private Equity-Fonds seit Mitte der 90er-Jahre zunehmend vertreten.¹¹ Dort sorgte 2001 die Übernahme der *Henkel-Chemie* durch US-Investoren für 1,325 Mrd. Euro für Aufsehen. Dem Eigenkapitalbeitrag von 450 Mio. Euro stand ein Fremdkapitalanteil von 875 Mio. Euro gegenüber.¹² Im Jahre 2007 wurde, wiederum durch den Private Equity-Fonds *KKR*, das US-Energieunternehmen *TXU-Energy* im Wege eines LBO zum Spitzenpreis von 45 Mrd. US-Dollar aufgekauft.¹³ Infolge der globalen Finanzkrise 2008 wurde es zunehmend schwerer, Fremdkapitalgeber zu finden, die bereit waren, große Unternehmenskäufe zu finanzieren. Der LBO wurde unattraktiv.

6 Schrell/Kirchner in BB 2003, 1451, 1452; Diem/Jahn, Akquisitionsfinanzierungen, § 1 Rn. 5.

7 Freitag in WM 2017, 1633, 1635; Schrell/Kirchner in BB 2003, 1451, 1452.

8 Tcherveniachki, Kapitalgesellschaften und Private Equity Fonds, S. 50.

9 Diem/Jahn, Akquisitionsfinanzierungen, § 1 Rn. 7.

10 Tcherveniachki, Kapitalgesellschaften und Private Equity Fonds, S. 49.

11 Diem/Jahn, Akquisitionsfinanzierungen, § 1 Rn. 9.

12 Krieger in Mitbestimmung 2006, 62.

13 Sorge: Das größte Private-Equity Debakel aller Zeiten: <http://www.manager-magazin.de/unternehmen/energie/versorger-energy-future-holdings-txu-zerbricht-an-private-equity-a-966950.html>.

Entsprechend sank die Zahl kreditfinanzierter Unternehmenskäufe in der Folgezeit.¹⁴ Mit der in den letzten Jahren einhergehenden Entwicklung eines anhaltenden Niedrigzinsumfelds, welches eine hohe Liquidität und niedrige Refinanzierungszinsen bedingt, ist der LBO für Investoren wieder besonders attraktiv.¹⁵

Dieses Vorgehen institutioneller Anleger, insbesondere der Private Equity-Fonds, wird seit jeher in der Öffentlichkeit kontrovers diskutiert und unterliegt unterschiedlichsten Wahrnehmungen. Im Bundestagswahlkampf 2005 verglich der damalige SPD-Parteivorsitzende Franz Müntefering das Auftreten von institutionellen Investoren mit einem „Heuschreckenschwarm“.¹⁶ Ein leitender Manager des US-Reifenkonzerns *Goodyear* bezeichnete dieses Vorgehen sogar als eine Idee, welche in der Hölle durch den Teufel selbst geschaffen wurde.¹⁷ Auch der Begriff der „Eigenkapitalräuber“¹⁸ wurde in diesem Kontext genutzt. Dieses negative Bild über Private Equity-Fonds führt der *Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung* demgegenüber auf mangelndes ökonomisches Verständnis zurück. Im Vergleich zu anderweitig finanzierten Unternehmen seien die Auswirkungen von Private Equity-Engagements vermehrt positiv zu bewerten.¹⁹ Aus Sicht des ehemaligen EU-Kommissars Charlie McCreevy sind Private Equities für die Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit der europäischen Industrie von großer Bedeutung, mehr noch als mitgliedstaatliche Regierungen.²⁰ Das Bundesfinanzministerium bewertete 2007 die Funktion von Private Equity-Fonds in einer Volkswirtschaft im Ausgangspunkt als positiv.²¹ Auch im angloamerikanischen Raum hat die Erkenntnis, dass mit einer fremdfinanzierten Unternehmensübernahme positiv zu bewertende Chancen verbunden sind, dazu geführt, dass im Kontext hierzu stehende gesetzliche Regelungen erheblich gelockert oder sogar abgeschafft worden sind.²²

14 Gran in NJW 2008, 1409, 1414.

15 Diem/Jahn, Akquisitionsfinanzierungen, Vorwort S. 5.

16 Müntefering: „Gegen diese Form von Kapitalismus kämpfen wir“, Bild am Sonntag v. 17.04.2005, zitiert nach: <https://de.wikipedia.org/wiki/Heuschreckendebatte>.

17 Helyar/Burrough, *Barbarians at the Gate*, S. 141.

18 Schneider in AG 2006, 577, 578 f.

19 Sachverständigenrat, Jahresgutachten 2005/06, S. 463 ff.

20 Schneider in NZG 2007, 888.

21 Eidenmüller in ZHR 2007, 644, 645.

22 Lutter/Drygala in: Kölner Komm. AktG, § 71a Rn. 15 m. w. N.

1. Einführung

Vieles spricht dafür, dass diese Betrachtungsweisen, können sie unterschiedlicher kaum sein, zu einem Großteil aus Verallgemeinerung resultieren. Nicht jeder Investor verfolgt im Anschluss an den Erwerb dasselbe Geschäftsmodell. Einige Investoren verfolgen das Ziel, durch Restrukturierung eine langfristige Ertragssteigerung des Unternehmens zu sichern, um einen späteren Veräußerungsgewinn einzufahren.²³ Andere Investoren sind vielmehr daran interessiert, möglichst viel Eigenkapital aus der Zielgesellschaft abzuführen, welches zuvor beispielsweise durch Auflösung stiller Reserven oder „sale and lease back“-Verfahren angehoben wird, sog. „cash in and run out“.²⁴ Die Auszahlung des so geschaffenen Eigenkapitals, auch als „Rekapitalisierung“²⁵ bezeichnet, erfolgt typischerweise mittels Gewinnausschüttung oder verdeckt im Rahmen von Beratungs- und Dienstleistungsverträgen zwischen dem Investor und der Zielgesellschaft.²⁶ Den Gestaltungsmöglichkeiten sind keine Grenzen gesetzt, was sich schon an den hierfür genutzten Termini wie beispielsweise „management/advisory fee“, „transaction fee“, „abort fee“ oder „monitoring fee“ zeigt.²⁷ Gleichfalls überzeugt die Annahme nicht, dass das Ziel, ein Unternehmen mit möglichst wenig Einsatz an Eigenmitteln zu erwerben, per se verwerflich ist, denn insbesondere wird sich ein späterer Veräußerungsgewinn für den Investor nur realisieren, wenn es infolge der Restrukturierung tatsächlich zu einer Wertsteigerung des Unternehmens gekommen ist. Andernfalls ist es nur schwer vorstellbar, dass sich ein Käufer findet, der bereit wäre, für ein geplündertes Unternehmen einen gewinnbringenden Kaufpreis zu zahlen.²⁸ Darüber hinaus legen vorhandene empirische Erkenntnisse den Schluss nahe, dass Private Equity-basierte Buy-outs tatsächlich überwiegend positive betriebliche- und volkswirtschaftliche Wirkungen entfalten können.²⁹ Gerade die negative Bewertung des hohen Fremdkapitalanteils im Rahmen der Akquisition ist aus ökonomischer und rechtspolitischer Sicht nicht gerechtfertigt.³⁰

Jedenfalls ist es nicht Ziel der vorliegenden Untersuchung, diese auf zweiter Stufe erfolgenden Handlungen und Rekapitalisierungsmaßnahmen des Investors auf ihre rechtliche Zulässigkeit oder ökonomische Trag-

23 Schneider in NZG 2007, 888, 889.

24 Krieger in Mitbestimmung 2006, 62, 64; Seibert in: FS Schwark, S. 261, 269.

25 Eidenmüller in ZHR 2007, 644, 678.

26 Seibert in: FS Schwark, S. 261, 268.

27 Vgl. hierzu Eidenmüller in ZHR 2007, 644, 650, 680.

28 Seibert in: FS Schwark S. 261, 270.

29 Eidenmüller in ZHR 2007, 644, 653, 683 m. w. N.

30 Eidenmüller in ZHR 2007, 644, 657, 658 m. w. N.

weite hin zu bewerten, sondern festzustellen, inwieweit auf erster Stufe der fremdfinanzierte Unternehmenserwerb mit den Vorschriften der gesellschaftsrechtlichen Kapitalerhaltung vereinbar ist. Angemerkt werden sollte jedoch, dass das deutsche Gesellschafts- und Insolvenzrecht eine Vielzahl an Schutzmechanismen vorsieht, die Rekapitalisierungsmaßnahmen entgegenstehen können.³¹

Wie jedoch vollzieht sich der fremdfinanzierte Unternehmenserwerb regelmäßig in der Praxis?³² Um das Vorhaben zu realisieren, wird durch den Investor zunächst ein sog. Akquisitionsvehikel geschaffen.³³ Hierbei handelt es sich regelmäßig um eine Kapitalgesellschaft, gelegentlich auch um eine GmbH & Co KG, deren einziger Zweck in dem Erwerb der Anteile an der Zielgesellschaft ohne Ausübung eines eigenen operativen Geschäfts besteht, sog. „Holdinggesellschaft“, „HoldCo“ oder „NewCo“.³⁴ Das Akquisitionsvehikel wird nach dem Anteilerwerb zur Muttergesellschaft, die ursprüngliche Zielgesellschaft zu deren Tochtergesellschaft. Um den erwähnten „Leveraged-Effekt“ zu erzielen, wird das Akquisitionsvehikel mit einer, im Verhältnis zum Fremdkapital, geringen Eigenkapitalquote ausgestattet. Plakativ setzt sich das Vermögen der Holdinggesellschaft nach der Akquisition zusammen aus den Beteiligungen an dem Target und einem niedrigen Eigenkapitalanteil, dem ein hoher Anteil an Fremdkapital in Form von Verbindlichkeiten gegenübersteht. Ziel ist es, dass das Akquisitionsvehikel die Akquisitionsverbindlichkeiten mit freien Mitteln der Zielgesellschaft, die insbesondere ihrem freien Cashflow entspringen, bedient.³⁵

Betrachtet man die Finanzverfassung der Erwerbsgesellschaft, so liegt die Frage nahe, woher sie das Fremdkapital bezieht. In Betracht kämen von den Private Equity-Investoren gestellte Gesellschafterdarlehen. Die Stellung von Gesellschafterdarlehen wird der Investor in der Praxis jedoch vermeiden. Die wesentliche Ratio in dem Zwischenschalten eines Akquisitionsvehikels liegt in der Minimierung des Haftungsrisikos. Der Investor

31 Vgl. hierzu Eidenmüller in ZHR 2007, 644, 678 ff., der die Kapitalerhaltungsvorschriften in diesem Kontext als „schwächstes Glied“ in der Reihe der Gläubigerschutzvorschriften ausmacht.

32 Vgl. zum weitestgehend identischen Vorgehen beim Management Buy-out („MBO“) Wittkowski in GmbHR 1990, 544, 545.

33 Diem/Jahn, Akquisitionsfinanzierungen, § 1 Rn. 10; Flessner in NZG 2006, 641, 646.

34 Seibert in: FS Schwark, S. 261, 266; Schrell/Kirchner in BB 2003, 1451, 1452; Diem/Jahn, Akquisitionsfinanzierungen, § 1 Rn. 10.

35 Diem/Jahn, Akquisitionsfinanzierungen, § 1 Rn. 6.

1. Einführung

möchte seinen Kapitaleinsatz gerade auf das bereitgestellte Eigenkapital begrenzen.³⁶ Zwar wurde das in Bezug auf Gesellschafterdarlehen lang forcierte „Eigenkapitalersatzrecht“ unlängst durch den Gesetzgeber abgewiegt.³⁷ Aufgrund der Nachrangigkeit der Gesellschafterdarlehen in der Insolvenz, § 39 Abs. 1 Nr. 5 InsO, und der Gefahr von Insolvenzanfechtungen, § 135 InsO, ist diese Form der Fremdkapitalausstattung beim geplanten LBO im Hinblick auf eine Risikobeschränkung für den Investor jedoch weiterhin unattraktiv. Dementsprechend wird die Erwerbsgesellschaft Fremdkapital aus dritter Hand, typischerweise durch Aufnahme von Darlehen, generieren. Da das Fremdkapital bei einem LBO von erheblichem Umfang ist, gibt regelmäßig nicht eine Bank den Kredit aus, sondern ein ganzes Konsortium tritt kreditgebend auf, sog. „Syndicated loan“.³⁸ In den letzten Jahren finden sich jedoch auch vermehrt private Kreditanbieter, sog. „Private Debt Funds“³⁹, die in den Wettbewerb mit den klassischen Fremdkapitalgebern treten. Dies hat dazu geführt, dass mittlerweile Banken und die Kreditfonds gemeinsam Akquisitionsfinanzierungen unterstützen.⁴⁰

Ein Fremdkapitalgeber wird sich jedoch nur dazu veranlasst sehen, dem Akquisitionsvehikel finanzielle Mittel von solch erheblichem Umfang zur Verfügung zu stellen, wenn er möglichst weitgehend abgesichert wird. Zwar entspricht es gängiger Praxis, eine umfassende eigene Prüfung des Unternehmenserwerbs in Bezug auf die Eignung der Zielgesellschaft für eine Akquisitionsfinanzierung vorzunehmen. Regelmäßig wird der Kreditgeber eine eigene Due Diligence an der Zielgesellschaft durchführen, um die Angemessenheit des Kaufpreises festzustellen. Im Fokus der eingehenden Untersuchung steht die Erwartungshaltung des Investors, dass während der Laufzeit der Kreditierung ein ausreichend hoher Cashflow durch die Zielgesellschaft zur Zinstilgung erwirtschaftet wird.⁴¹ Die Finanzierungsmittel werden gerade auf Basis der Cashflow-Erwartung vergeben. Das aufgestellte Cashflow-Modell wird zusätzlich Stress-Szenarien ausgesetzt, um die Tragfähigkeit der Unternehmensplanung zu testen.⁴² Jedoch kann die Aussicht auf eine entsprechende Ertragskraft der Zielgesellschaft für den Kreditgeber nicht ausreichend sein. Denn als Gläubiger des Akqui-

36 Diem/Jahn, Akquisitionsfinanzierungen, § 1 Rn. 18.

37 RegE BT-Drucks. 16/6140, S. 42.

38 Diem/Jahn, Akquisitionsfinanzierungen, § 1 Rn. 4.

39 Diem/Jahn, Akquisitionsfinanzierungen, Vorwort S. 5.

40 Diem/Jahn, Akquisitionsfinanzierungen, Vorwort S. 5.

41 Diem/Jahn, Akquisitionsfinanzierungen, § 2 Rn. 9 ff.

42 Schrell/Kirchner in BB 2003, 1451, 1452.

sitionsvehikels hat der Fremdkapitalgeber keinen unmittelbaren Zugriff auf das Vermögen, insbesondere den Cashflow, der Zielgesellschaft. Die Zielgesellschaft steht ihm grundsätzlich nicht als Schuldner gegenüber. Er unterliegt insoweit einem strukturellen Nachrang gegenüber den Gläubigern der Zielgesellschaft.⁴³ Entsprechend besteht ein Interesse an einer umfangreichen Besicherung.⁴⁴ Selbst wenn hinter dem Akquisitionsvehikel ein finanzkräftiger Investor steht, so ist dieser gerade darum bemüht, seine Eigenhaftung so weit wie möglich zu begrenzen. Das Akquisitionsvehikel wird schließlich mit dem Zweck geschaffen, das Risiko des Investors auf das eingebrachte Eigenkapital zu begrenzen.⁴⁵ Folglich wird der Investor für die Darlehen auch keine Sicherheiten stellen.⁴⁶ Die einzigen Vermögenswerte, auf die der Fremdkapitalgeber zur Befriedigung zugreifen kann, sind die vom Akquisitionsvehikel gehaltenen Beteiligungen an der Zielgesellschaft. Der Fremdkapitalgeber wird sich diese verpfänden lassen.⁴⁷ Die gehaltenen Beteiligungen alleine werden jedoch dem Fremdkapitalgeber wenig Sicherheit bieten. Fällt die Zielgesellschaft in die Insolvenz, so wird die Holdinggesellschaft die Darlehen nicht mehr bedienen können. Dann ist aber auch eine Verwertung der Anteile an der Zielgesellschaft durch den Fremdkapitalgeber wirtschaftlich sinnlos, denn es lässt sich aus diesen Anteilen nur noch der Betrag realisieren, der nach der Befriedigung der Gläubiger der Tochtergesellschaft aus deren Vermögen verbleibt. Faktisch werden die Anteile dann wertlos sein.⁴⁸ Aber auch vor einer Insolvenz hat der Fremdkapitalgeber keinen Einfluss darauf, ob die Zielgesellschaft und somit entsprechend ihre Anteile in ihrem Wert beständig bleiben oder beispielsweise ihre wesentlichen Vermögenswerte nicht Dritten als Sicherheiten zur Verfügung gestellt werden.⁴⁹ Der Fremdkapitalgeber wird die Kreditausreichung also regelmäßig davon abhängig machen, dass er zusätzliche Sicherheiten erhält. Da, wie aufgezeigt, weder der Investor noch das Akquisitionsvehikel gewillt bzw. in der Lage sind,

43 Diem/Jahn, Akquisitionsfinanzierungen, § 6 Rn. 9.

44 Diem/Jahn, Akquisitionsfinanzierungen, § 41 Rn. 1.

45 Diem/Jahn, Akquisitionsfinanzierungen, § 1 Rn. 18.

46 Ingenhoven in: Rechtshandbuch Private-Equity, § 12 S. 258; Diem/Jahn, Akquisitionsfinanzierungen, § 1 Rn. 13.

47 Diem/Jahn, Akquisitionsfinanzierungen, § 6 Rn. 8, daneben werden von der Erwerbsgesellschaft auch noch etwaige Gewährleistungsansprüche aus dem Unternehmenskaufvertrag und Ansprüche gegen die Ersteller der Due Diligence-Berichte zur Sicherheit abgetreten.

48 Schrell/Kirchner in BB 2003, 1451, 1452.

49 Seibert in: FS Schwark, S. 261, 266.

1. Einführung

dem Fremdkapitalgeber solche Sicherheiten zu stellen, wird das Vermögen der Zielgesellschaft herangezogen. So gibt es verschiedene Gestaltungsmöglichkeiten im Rahmen der Akquisitionsfinanzierung den strukturellen Nachrang des Fremdkapitalgebers gegenüber der Zielgesellschaft zu überwinden. Zum einen kann es zu einer Besicherung der an die Erwerbsgesellschaft valuierten Darlehen mittels Aktiva der Zielgesellschaft kommen. Die Zielgesellschaft stellt dann aus ihrem Vermögen Sicherheiten zugunsten des Fremdkapitalgebers, damit das Akquisitionsvehikel mithilfe der besicherten Darlehen wiederum die Beteiligungen am Target erwerben kann. Solch eine Sicherheitenbestellung durch die Gesellschaft, mittels derer eine Verbindlichkeit eines Gesellschafters gegenüber einem Dritten besichert werden soll, wird auch als „Upstream-Sicherheit“ bezeichnet.⁵⁰ Eine weitere Möglichkeit besteht darin, dass die Erwerbsgesellschaft das Darlehen nicht aus dritter Hand, sondern direkt von der Zielgesellschaft erhält. Je nach der finanziellen Lage der Zielgesellschaft bedarf es hierfür üblicherweise einer eigenen Darlehensaufnahme durch das Target bei einem Dritten. Auf eine Darlehensausgabe an die Zielgesellschaft als Schuldnerin eines Rückzahlungsanspruchs wird sich der Fremdkapitalgeber regelmäßig eher einlassen, als wenn ihm das Akquisitionsvehikel als Schuldner gegenübersteht. Im Sinne einer Brückenfinanzierung wird das Darlehen an das Akquisitionsvehikel schlichtweg weitergereicht.⁵¹ Eine weitere, in der Praxis häufig Anwendung findende Gestaltungsmöglichkeit ist der sog. „Merger Buy-out“.⁵² Unter Einsatz des Umwandlungsrechts wird das Akquisitionsvehikel post-akquisitorisch mit der Zielgesellschaft verschmolzen, mit der Folge, dass es nur noch eine Gesellschaft gibt, welche das fusionierte Vermögen beider Ausgangsgesellschaften trägt, während der Investor die Anteile an dieser Gesellschaft hält.⁵³ Dieser Vorgang lässt sich auch als „debt-push-down“⁵⁴ bezeichnen, denn im Falle des LBO hat die Verschmelzung einzig zur Folge, dass die Akquisitionsverbindlichkeiten mit dem Vermögen der Zielgesellschaft vereinigt werden, die Kreditschulden also auf das Target „heruntergedrückt“ werden. Hierdurch erhält der Fremdkapitalgeber ab Eintragung der Verschmelzung unmittelbaren Zugriff auf das Vermögen der Zielgesellschaft. Das Verschmelzungs-

50 Komo in GmbHR 2010, 230, 231.

51 Söhner in ZIP 2011, 2085, 2086.

52 Tillmann in NZG 2008, 401, 405.

53 Aus Vereinfachungsgründen soll von einer 100 %-Beteiligung ausgegangen werden.

54 Kuntz in: Gehrlein/Born/Simon GmbHG, § 30 Rn. 52; Krieger in Mitbestimmung 2006, 62, 63.