

Martin Tasma

Leveraged Buyout und Gläubigerschutz

Mohr Siebeck

Inhaltsverzeichnis

Einleitung	1
----------------------	---

1. Kapitel

Der Leveraged Buyout durch Private Equity-Fonds

11

A. <i>Der Leveraged Buyout</i>	11
I. Begriffsbestimmung	11
II. Ökonomische Konzepte zur Erklärung des Leveraging	18
1. Konzepte zur Erklärung von Unternehmensübernahmen	19
2. Konzepte zur Erklärung des Leveraging	25
a) Die klassische Lehre	26
aa) <i>Free cash flow</i> -Theorie	26
bb) Umverteilungspotenziale zulasten der <i>share-</i> <i>und stakeholder</i>	28
b) Alternative Erklärungsansätze	29
aa) Lösung des Trittbrettfahrerproblems bei Unternehmensübernahmen	29
bb) Die Eigenkapitalposition als <i>call</i> -Option	31
cc) Ausnutzung von Ineffizienzen am Markt für Fremdkapital	33
dd) Begrenzung des Ausfallrisikos und Erhöhung des Diversifizierungspotenzials	34
III. Die Transaktionsstruktur eines Leveraged Buyout	35
1. Der strukturelle Nachrang der Gesellschaftergläubiger	38
2. Unterstützungshandlungen zur Überwindung des Nachrangs	40
3. Verzahnung von Akquisitions- und Finanzierungsprozess	44
B. <i>Der Leveraged Buyout durch Private Equity-Fonds</i>	46
I. Begriffsbestimmung: Private Equity	46

II. Anreizrelevante Aspekte der Investitionsstruktur von Private Equity	49
III. Der Leveraged Buyout durch Private Equity-Fonds als Summe von Einzeltransaktionen	51
1. Aufnahme von Anlagekapital	52
2. Aufnahme von Fremdkapital	53
3. Kreditrisikotransfer durch Kreditinstitute	56

2. Kapitel

Das besondere Ausfallrisiko beim Leveraged Buyout einer AG oder GmbH

59

A. Das allgemeine Ausfallrisiko im Schuldverhältnis	60
B. Das besondere Ausfallrisiko der Gläubiger von AG und GmbH	65
C. Das Ausfallrisiko der Altgläubiger beim Leveraged Buyout einer AG oder GmbH	72
I. Maßnahmen mit Gläubigerbezug	72
II. Einordnung in den agency-theoretischen Bezugsrahmen	78
1. Haftungsprivileg und Externalisierung zugunsten der Erwerbsgesellschaft?	80
2. Haftungsprivileg und Externalisierung zugunsten der Fondsgesellschaft	81
III. Das gläubigergefährdende Moment des Leveraged Buyout	84

3. Kapitel

Das angemessene Gläubigerschutzniveau beim Leveraged Buyout

87

A. Notwendigkeit weiterer Untersuchungen	87
B. Ökonomisch-abstrakter Problemzugriff	91
I. Die allgemeine Gläubigerschutzdebatte und das angemessene Schutzniveau	92
II. Rechtsethischer Problemzugriff	95
1. Das Argument der Risikobeherrschung	96
2. Das Argument der Vorteilsziehung	98

3. Defizite	99
III. Ökonomischer Problemzugriff	102
1. Die Grenzen des konkreten Zugriffs unter Fortführung der Gedanken Scibts	102
2. Der abstrakte Zugriff	107
a) Die ökonomische Rechtfertigung des Haftungsprivilegs	107
b) Die Förderung der unternehmerischen Initiative als Ausgangspunkt	109
aa) Gewinnziel als positiver Ertragswert der Unternehmung	111
bb) Mehrung des Gesellschafts-, nicht des Gesellschaftervermögens	112
cc) Gläubigerschutz durch Gewinnerzielung im Gesellschaftsvermögen	115
dd) Zur Angemessenheit einer Bindung an das Gewinnziel	116
c) Übertragung auf den Untersuchungsgegenstand	118
C. Zusammenfassung	122

4. Kapitel

Das aktuelle Gläubigerschutzniveau

123

A. Marktlicher, insbesondere reflexhafter Gläubigerschutz	123
I. Ausstrahlungswirkung privatautonomer Arrangements Dritter	127
II. Einzeltransaktionen, Marktgegenseite und reflexhafte Schutzwirkung	131
1. Konsensprinzip und reflexhafter Gläubigerschutz	131
2. Die Vergabe des Akquisitionskredits als externer Solvenzttest	134
a) Die Unbeständigkeit marktlichen Reflexschutzes	137
b) Kreditrisikotransfer, Risikonachfrage und Steuerungsdefizite	140
3. Zwischenergebnis	143
III. Reputationsbasiertheit angrenzender Märkte und Risikoverhalten	144
IV. Zusammenfassung	146

<i>B. Gläubigerschutz durch Gesetzes- und Richterrecht</i>	147
I. Kapitalschutz	148
1. Kapitalerhaltung bei der als GmbH verfassten Zielgesellschaft	157
a) Grundstruktur des Auszahlungsverbots aus § 30 Abs. 1 GmbHG	157
b) Kapitalerhaltung und Leveraged Buyout	165
aa) Konkretisierung der Ausnahmetatbestände in § 30 Abs. 1 S. 2 GmbHG	168
bb) Rechtsanwendungsprobleme auf Tatbestands- und Rechtsfolgenebene	169
c) Zeitpunkt der Auszahlung	170
aa) Das Problem des Auszahlungszeitpunkts im Sicherheitenmodell	172
bb) Gewichtung der bislang ausgetauschten Argumente	179
(1.) Maßgeblichkeit bilanzrechtlicher Ansatzregeln	179
(2.) Bruch mit dem sachen- und insolvenzrechtlichen Prioritätsprinzip	182
(3.) Besicherung als Minus zur Darlehensgewährung	186
(4.) Vermögensminderung versus Vermögensgefährdung	188
(a) Das Gesellschaftsvermögen als exklusiver Haftungsfonds	189
(b) Liquiditätsorientierte Kapitalerhaltung	190
(c) Auszahlungsverbot als wertmäßige Bestands- garantie des Nennkapitals	191
(d) Gewichtung im Hinblick auf Sinn und Zweck der Kapitalerhaltung	192
(aa) Die Funktion der Kapitalerhaltung im System des Festkapitals	192
(bb) Ableitungen	195
(cc) Bewertung der im Schrifttum bemühten Abgrenzungskriterien	199
(5.) Unumkehrbarkeit der Durchbrechung	203
(6.) Gestreckter Sachverhalt und Gläubigerinteresse	205
(7.) Unkalkulierbare Haftungsrisiken	207
(8.) Zwischenergebnis	210
cc) Neue Impulse durch Inkrafttreten des MoMiG?	211
dd) Unbeachtete Vorgaben durch System und Normzweck	215
(1.) Stufenverhältnis und Eingriffsintensität	215
(2.) Vorgaben durch das kapitalerhaltungsrechtliche Haftungsgefüge	218
(3.) Harmonisierung von Auszahlungsverbot und Untreuestrafbarkeit	221
cc) Resümee	224

d) Das Tatbestandsmerkmal der drohenden Inanspruchnahme im Sicherheitenmodell	224
aa) Wahrscheinlichkeitsgrad der Inanspruchnahme	225
bb) Gerichtliche Prüfungsdichte	230
cc) Prognosehorizont	234
dd) Darlegungs- und Beweislastverteilung	236
e) Vollwertigkeitserfordernis und Ertragsaussichten im Darlehensmodell	238
aa) Allgemeine Anforderungen des Vollwertigkeitserfordernisses	239
bb) Berücksichtigungsfähigkeit der Ertragsaussichten der Zielgesellschaft	246
f) Anteilsveräußerer, Erwerbs- und Fondsgesellschaft und als Leistungsempfänger	251
g) Rückerstattungs- und Ersatzanspruch	255
h) Wirkung verbotener Auszahlungen gegenüber finanzierenden Kreditinstituten	256
i) Zwischenergebnis	261
j) Alternative Modelle und Substitute der Kapitalerhaltung	262
aa) Vertragsmodell und Konzernrecht	263
(1.) Teleologische Reduktion des § 30 Abs. 1 S. 2 Mod. 1 GmbHG	266
(2.) Kein Weisungsrecht ohne Vollwertigkeit des Verlustübernahmeanspruchs?	273
bb) Verschmelzungsmodelle und Umwandlungsrecht	278
cc) Umwandlungsmodell und Umwandlungsrecht	282
2. Kapitalschutz bei der als AG verfassten Zielgesellschaft	282
a) Annäherung der Anforderungen von Vermögensbindung und Kapitalerhaltung	285
b) Keine Absenkung des Gläubigerschutzniveaus im faktischen Konzern	289
c) Das gelockerte Verbot der finanziellen Unterstützung des Aktienerwerbs	295
aa) Geltung von § 71a AktG bei faktischer Konzernierung der Zielgesellschaft	297
bb) Verortung des Normzwecks von § 71a AktG im MoMiG	302
d) Alternative Modelle und Substitute der Vermögensbindung	305
II. Insolvenzverursachungshaftung	308
1. Unterstützungshandlungen als Zahlung	314
a) Besicherung des Akquisitionskredits und Zahlungsbegriff	315

b) Alternative Unterstützungshandlungen als Zahlungen? . . .	319
2. Zurechenbare Herbeiführung der Zahlungsunfähigkeit der Zielgesellschaft	320
a) Zurechnungszusammenhang und Wahrscheinlichkeitsgrad der Zahlungsunfähigkeit	322
aa) Erste Positionen im Schrifttum	322
bb) Absicherung des <i>Knof'schen</i> Ansatzes durch systematische Erwägungen	326
(1.) Bezüge zu Kapitalschutz und Insolvenzrecht	327
(2.) Gerichtliche Prüfungsdichte und Haftungs- anforderungen	330
b) Variabler Prognosehorizont	332
c) Sekundäre Beweislast der Geschäftsführer der Zielgesellschaft	333
3. Resümee	334
III. Insolvenzanfechtung	335
1. Nebeneinander von Insolvenzanfechtung und Kapitalschutz	342
2. Filterung erfolgreicher Finanzierungsmaßnahmen durch § 129 InsO	346
3. Unterstützungshandlungen als unentgeltliche Leistungen gem. § 134 Abs. 1 InsO?	348
a) Erwerbsgesellschaft und finanzierendes Kreditinstitut als Leistungsempfänger	350
b) Unentgeltlichkeit des Zuwendungsempfangs	354
4. Vorsatzanfechtung von Unterstützungshandlungen gem. § 133 Abs. 1 InsO	357
a) Gläubigerbenachteiligungsvorsatz und Wahrscheinlich- keitsgrad der Insolvenz	358
aa) Keine Gläubigerbenachteiligung ohne erhöhte Insolvenzwahrscheinlichkeit	358
bb) Auf ein Neues: Das Maß der überwiegenden Wahrscheinlichkeit	361
b) Positive Kenntnis bei Erwerbsgesellschaft und finanzierendem Kreditinstitut	365
c) Hemmung der Gläubigerschutzwirkung durch Beweislastverteilung?	366
5. Beweislastumkehr gem. § 133 Abs. 2 InsO und <i>mittelbare</i> Vorsatzanfechtung	372
6. Mittelbare Anfechtung gem. § 145 Abs. 2 Nr. 1 InsO im Darlehensmodell	376
7. Resümee	377

IV. Existenzvernichtungshaftung	379
1. Die Diskussion im Anschluss an Bremer Vulkan und KBV	381
2. Spezialinstrument statt universaler Wunderwaffe: Die Trihotel-Entscheidung	387
a) Das neue Haftungskonzept	387
b) Sittenwidrigkeit, Stufenverhältnis und marktliche Schutzmechanismen	391
V. Ableitung eines allgemeinen gesetzlichen Gläubigerschutzniveaus	398
1. Schnittmenge der gesetzlichen Schutzmechanismen	399
2. Haftungsandrohung, Verhaltensanreize und Solvenzprognose	403
3. Rückgriff auf die Methode der insolvenzrechtlichen Fortführungsprognose	405

5. Kapitel

Etablierung des angemessenen Gläubigerschutzniveaus *de lege ferenda?*

413

A. Auseinanderfallen von Zielprojektion und status quo	413
I. Zur Differenz zwischen Zielprojektion und aktueller Gläubigerschutzkonstruktion	414
II. Schnittmengen	417
B. Die erfüllte Forderung nach zukunftsgerichteten, solvenzbezogenen Ausschüttungssperren	419
C. Wider die Umsetzung des Modells der reformierten Kapitalrichtlinie	422
D. Der zweistufige, bipolare und saldierte Solvenzttest: Regelungsoption oder erstbeste Lösung?	426
I. Grundstruktur	427
1. Erste Stufe: Zahlungsfähigkeitsprognose	427
2. Zweite Stufe: Rentabilitätsprognose	430
3. Rentabilitätsmessung anhand zukünftiger Zahlungsströme	431
II. Einzelfragen der Ausgestaltung	438
III. Transaktionskosten, Umstellungskosten und Pfadabhängigkeit	440

<i>E. Zusammenfassung</i>	443
-------------------------------------	-----

6. Kapitel

Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse in Thesen

445

Literaturverzeichnis	449
Sachregister	475