

Beiträge zum Europäischen Wirtschaftsrecht

---

Band 70

**Die Grenzen der finanziellen Unterstützung  
des Aktienerwerbs in der Schweiz  
und in Deutschland**

**Eine rechtsvergleichende Untersuchung  
der gesellschafts- und zivilrechtlichen Beschränkungen  
der Heranziehung des Vermögens der Aktiengesellschaft  
zur Akquisitionsfinanzierung**

Von

**Jens Jendrsczok**



**Duncker & Humblot · Berlin**

JENS JENDRSCZOK

Die Grenzen der finanziellen Unterstützung  
des Aktienerwerbs in der Schweiz  
und in Deutschland

# Beiträge zum Europäischen Wirtschaftsrecht

Begründet von Professor Dr. Wolfgang Blomeyer † und  
Professor Dr. Karl Albrecht Schachtschneider

Band 70

# Die Grenzen der finanziellen Unterstützung des Aktienerwerbs in der Schweiz und in Deutschland

Eine rechtsvergleichende Untersuchung  
der gesellschafts- und zivilrechtlichen Beschränkungen  
der Heranziehung des Vermögens der Aktiengesellschaft  
zur Akquisitionsfinanzierung

Von

Jens Jendrsczok



Duncker & Humblot · Berlin

Die Rechtswissenschaftliche Fakultät der Universität Zürich  
hat diese Arbeit im Jahr 2016 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

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

Alle Rechte vorbehalten  
© 2017 Duncker & Humblot GmbH, Berlin  
Satz: Konrad Triltsch GmbH, Ochsenfurt  
Druck: buchbücher.de gmbh, Birkach  
Printed in Germany

ISSN 0947-2452  
ISBN 978-3-428-15240-7 (Print)  
ISBN 978-3-428-55240-5 (E-Book)  
ISBN 978-3-428-85240-6 (Print & E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier  
entsprechend ISO 9706 ☼

Internet: <http://www.duncker-humblot.de>

## Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde von der Rechtswissenschaftlichen Fakultät der Universität Zürich am 5. Oktober 2016 als Dissertation angenommen.

Hierfür danken möchte ich an erster Stelle meinem Doktorvater, Herrn Professor Dr. Rolf Sethe. Er hat das Vorhaben von Beginn an mit offenem Ohr und stets geduldig unterstützt.

Herrn Professor Dr. Hans Caspar von der Crone danke ich für die Erstellung des Zweitgutachtens.

Frau Dr. Karina Otte hat mir dankenswerterweise während meiner Tätigkeit am Universitätsklinikum Freiburg die nötige zeitliche Flexibilität eingeräumt, um diese Dissertation verfassen zu können.

Meine Mutter, Frau Helga Jendrsczok, hat die Durchsicht der Dissertation auf orthographische und grammatikalische Korrektheit übernommen. Hierfür und für die Unterstützung meines gesamten Ausbildungswegs gilt ihr mein besonderer Dank.

Stuttgart, im März 2017

*Jens Jendrsczok*



# Inhaltsübersicht

<b>Einleitung</b> .....	19
-------------------------	----

## *Erster Teil*

### **Grundlagen** 29

§ 1 Definition des Begriffs der finanziellen Unterstützung .....	29
§ 2 Erscheinungsformen der finanziellen Unterstützung .....	35
§ 3 Regelungsgeschichte des Verbots der finanziellen Unterstützung .....	49
§ 4 Rechtspolitische Aspekte eines Verbots der finanziellen Unterstützung .....	58

## *Zweiter Teil*

### **Die Grenzen der finanziellen Unterstützung des Aktienerwerbs nach deutschem und schweizerischem Recht** 90

§ 5 Begrenzung von Maßnahmen der finanziellen Unterstützung durch die Kompetenzordnung und die Schranken des Organhandelns .....	90
§ 6 Begrenzung von Maßnahmen der finanziellen Unterstützung durch die Vorschriften des Kapitalschutzes .....	174
§ 7 Finanzielle Unterstützung im Konzern .....	270
§ 8 Finanzielle Unterstützung bei börsenkotierten Gesellschaften .....	322
§ 9 Finanzielle Unterstützung und Umstrukturierungen .....	347

## *Dritter Teil*

### **Vergleichende Überlegungen und Würdigung** 370

§ 10 Rechtsvergleichende Überlegungen .....	371
§ 11 Zusammenfassende Würdigung .....	422

<b>Literaturverzeichnis</b> .....	431
-----------------------------------	-----

<b>Stichwortverzeichnis</b> .....	452
-----------------------------------	-----





# Inhaltsverzeichnis

<b>Einleitung</b> .....	19
A. Einführung .....	19
B. Problemstellung .....	24
C. Eingrenzung .....	25
D. Gang der Untersuchung .....	27

## *Erster Teil*

### **Grundlagen** .....

§ 1 Definition des Begriffs der finanziellen Unterstützung .....	29
A. Die Verwendung des Begriffs der finanziellen Unterstützung .....	29
B. Definition des Begriffs der finanziellen Unterstützung .....	30
I. Erwerb von Gesellschaftsanteilen durch Dritte .....	31
II. Finanzielle Zuwendung durch die Gesellschaft an Dritte .....	32
III. Finale Verknüpfung zwischen Zuwendung und Erwerb .....	33
IV. Zusammenfassende Definition .....	33
§ 2 Erscheinungsformen der finanziellen Unterstützung .....	35
A. Leveraged Buyouts (LBOs) und Management Buyouts (MBOs) .....	35
I. Terminologie und Einteilung in Unterformen .....	35
II. Der <i>Leverage</i> -Effekt und Maßnahmen der finanziellen Unterstützung .....	36
III. Rechtliche Gestaltungen von LBOs und MBOs .....	39
1. Konzernierung der Zielgesellschaft .....	40
2. Verschmelzung von Ziel- und Erwerbsgesellschaft (merger buy-out) .....	42
3. Weitere Gestaltungen .....	43
IV. Entwicklung und praktische Bedeutung von LBOs .....	44
1. UK und USA .....	44
2. Deutschland .....	45
3. Schweiz .....	45
B. Sonstige praktisch relevante Erscheinungsformen .....	46
I. <i>Cash Pooling</i> .....	47
II. Fiduziarischer Aktienerwerb .....	47
III. <i>Break-fee</i> -Vereinbarungen .....	48
IV. Hin- und Herzahlen .....	48

§ 3	Regelungsgeschichte des Verbots der finanziellen Unterstützung	49
A.	Vereinigtes Königreich von Großbritannien und Nordirland	49
B.	Italien	52
C.	Europäische Union	53
D.	Deutschland	55
E.	Schweiz	56
§ 4	Rechtspolitische Aspekte eines Verbots der finanziellen Unterstützung	58
A.	Die rechtspolitische Diskussion über LBOs	58
B.	Ökonomische Auswirkungen von Maßnahmen der finanziellen Unterstützung	61
I.	Erleichterung von Kontrollbildung und -wechsel	61
II.	Veränderung der Kapitalstruktur der Gesellschaft	64
1.	Der Begriff der Kapitalstruktur der Gesellschaft	64
2.	Auswirkung von Maßnahmen der finanziellen Unterstützung auf die Kapitalstruktur der Gesellschaft	65
3.	Die optimale Kapitalstruktur unter dem Aspekt der Wertmaximierung	66
a)	Klassische Finanzierungstheorien	66
b)	Das Irrelevanztheorem nach <i>Modigliani/Miller</i>	67
c)	<i>Static-Trade-Off</i> -Theorie	68
4.	Neoinstitutionalistische Finanzierungstheorien	71
a)	<i>Pecking-Order</i> -Finanzierungstheorie	71
b)	<i>Agency</i> -Kosten des Eigenkapitals	72
c)	<i>Agency</i> -Kosten des Fremdkapitals	73
aa)	Definition und Entstehung	73
bb)	Relevanz der Kapitalstruktur	74
cc)	Begrenzung von <i>Agency</i> -Kosten des Fremdkapitals	75
(1)	Die These von der Selbstregulierung der Kapitalstruktur durch den Markt	76
(2)	Gesellschaftsrechtliche Regulierung der Kapitalstruktur	80
5.	Schlussfolgerungen	81
III.	Der empirische Befund zu LBOs	83
IV.	Ergebnis	84
C.	Rechtspolitische Einzelaspekte der finanziellen Unterstützung	85
I.	Nutzen	85
II.	Gefahren	86
1.	Gläubigerbenachteiligung	86
2.	Benachteiligung von Minderheitsaktionären	87
3.	Kursmanipulation und Übernahmerelevanz	87
4.	Systemische und ordnungspolitische Aspekte	88

*Zweiter Teil*

**Die Grenzen der finanziellen Unterstützung  
des Aktienerwerbs nach deutschem  
und schweizerischem Recht**

	90
§ 5 Begrenzung von Maßnahmen der finanziellen Unterstützung durch die Kompetenzordnung und die Schranken des Organhandelns .....	90
A. Im schweizerischen Recht .....	90
I. Kompetenz für Maßnahmen der finanziellen Unterstützung .....	90
1. Grundsätzliche Kompetenz .....	90
2. Kompetenzattraktion durch die Generalversammlung .....	91
3. Kompetenzdelegation und Konsultation der Generalversammlung .....	94
II. Beschränkungen der Vertretung der Gesellschaft .....	95
1. Umfang der Vertretungsmacht .....	96
a) Endzweck und statutarischer Zweck .....	96
b) Bedeutung für den Umfang der Vertretungsmacht des Verwaltungsrats	97
aa) Umfassung durch Endzweck .....	97
bb) Umfassung durch statutarischen Zweck .....	98
2. Umfang der Vertretungsbefugnis .....	100
a) Ausdrückliche Beschränkungen der Vertretungsbefugnis .....	100
b) Stillschweigende Beschränkungen der Vertretungsbefugnis .....	101
c) Beschränkungen bei Inschlaggeschäften .....	102
3. Rechtsfolgen der Überschreitung von Vertretungsbeschränkungen .....	104
a) Bei Überschreiten der Vertretungsmacht .....	104
b) Bei Überschreiten der Vertretungsbefugnis .....	105
aa) Gutgläubigkeit des Dritten .....	105
bb) Bösgläubigkeit des Dritten .....	110
III. Grundsätzliche Verhaltenspflichten der handelnden Organe .....	110
1. Organbegriff .....	111
2. Pflichtverletzung .....	111
a) Verletzung der Sorgfaltspflicht .....	112
aa) Eingehung eines Klumpenrisikos .....	112
bb) Materielle Unterkapitalisierung .....	117
cc) Überprüfbarkeit nach dem Maßstab der <i>business judgement rule</i> .....	120
b) Verletzung der Treuepflicht .....	121
c) Verletzung der Gleichbehandlungspflicht .....	124
3. Rechtsschutz und Rechtsfolgen .....	126
IV. Unsittlichkeit .....	130
B. Im deutschen Recht .....	132
I. Kompetenz für Maßnahmen der finanziellen Unterstützung .....	132
1. Grundsätzliche Zuständigkeit .....	132
2. Kompetenzdelegation an Hauptversammlung und Aufsichtsrat .....	134

II. Beschränkungen der Vertretung der Gesellschaft	135
1. Umfang der Vertretungsmacht des Vorstands	135
a) Beschränkung durch Zustimmungserfordernis der Hauptversammlung	137
b) Beschränkung bei zwingender Vertretung der Gesellschaft durch den Aufsichtsrat gemäß § 112 AktG	138
2. Umfang der Vertretungsbefugnis	138
a) Beschränkungen durch die Bestimmungen in der Satzung	138
b) Beschränkung durch Zustimmungserfordernis des Aufsichtsrats	140
aa) Bei Geschäften von grundlegender Bedeutung	140
bb) Bei Kreditgewährung an Vorstand und leitende Angestellte	142
c) Beschränkung durch Zustimmungserfordernis der Hauptversammlung gemäß „Holzmüller/Gelatine“-Doktrin	145
3. Rechtsfolge bei Überschreiten der Vertretungsbeschränkungen	147
a) Überschreiten der Vertretungsmacht	147
b) Überschreiten der Vertretungsbefugnis	148
c) Missbrauch der Vertretungsmacht	149
III. Grundsätzliche Pflichten der handelnden Organe	151
1. Pflichten des Vorstands	152
a) Sorgfaltspflicht bei der Beachtung zwingender Vorschriften	152
b) Sorgfaltspflichten des Vorstands im engeren Sinne	153
aa) Finanzierungsverantwortung	153
bb) Vermeidung von Klumpenrisiken	154
cc) Exkulpation nach der BJR bei unternehmerischen Entscheidungen	155
c) Treuepflichten des Vorstands	157
d) Rechtsschutz und Rechtsfolgen	158
2. Pflichten des Vorstands aus Insolvenzverursachungshaftung	160
3. Pflichtverletzungen des Aufsichtsrats	163
4. Gleichbehandlungspflicht der Organe	164
IV. Sittenwidrigkeit von Maßnahmen der finanziellen Unterstützung	167
C. Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse	168
§ 6 Begrenzung von Maßnahmen der finanziellen Unterstützung durch die Vorschriften des Kapitalschutzes	174
A. Im schweizerischen Recht	174
I. Überblick über das System des Kapitalschutzes und der geschützten Reserven	174
II. Verstoß gegen das Verbot der Einlagenrückgewähr	176
1. Der Tatbestand des Art. 680 Abs. 2 OR	176
a) Darlehen an Aktionäre	177
b) Sicherungsgeschäfte im Interesse von Aktionären	180
c) Sonstige Maßnahmen der finanziellen Unterstützung	182
2. Heilung der verbotenen Einlagenrückgewähr	183
3. Rechtsfolgen und Rechtsschutz	183

III. Verstoß gegen das Verbot der verdeckten Gewinnausschüttung . . . . .	186
1. Verstoß gegen die Vorschriften zur offenen Gewinnausschüttung . . . . .	186
2. Tatbestand der verdeckten Gewinnausschüttung . . . . .	187
a) Darlehen an Aktionäre . . . . .	192
b) Sicherungsgeschäfte im Interesse des Aktionärs . . . . .	194
c) Sonstige Maßnahmen der finanziellen Unterstützung . . . . .	197
3. Zustimmung zu verdeckten Gewinnausschüttungen . . . . .	197
4. Rechtsfolgen und Rechtsschutz . . . . .	200
IV. Verstoß gegen die Begrenzung des Erwerbs eigener Aktien . . . . .	202
1. Unmittelbarer Erwerb eigener Aktien gemäß Art. 659 Abs. 1 OR durch Maßnahmen der finanziellen Unterstützung . . . . .	202
2. Anwendbarkeit der Art. 659 ff. OR auf einzelne Gestaltungen mit Bezug zu finanzieller Unterstützung . . . . .	203
a) Sicherungsgeschäfte zur Finanzierung des Erwerbs . . . . .	203
b) Fiduziarischer Aktienerwerb . . . . .	204
c) Pfandnahme eigener Aktien . . . . .	205
3. Anwendbarkeit der Art. 659 ff. OR auf Maßnahmen der finanziellen Unter- stützung unter dem Gesichtspunkt der Gesetzesumgehung . . . . .	206
a) Die Doktrin von der Gesetzesumgehung . . . . .	207
b) Normzwecke der Art. 659 ff. OR . . . . .	208
c) Verletzung von Normzwecken der Art. 659 ff. OR . . . . .	209
aa) Durch Sicherungsgeschäfte zu Erwerbszwecken . . . . .	209
bb) Durch fiduziarischen Aktienerwerb und Pfandnahme . . . . .	212
cc) Generell durch Maßnahmen der finanziellen Unterstützung . . . . .	214
d) Anwendbarkeit der Vorschriften über Form und Durchführung des Er- werbs . . . . .	215
4. Rechtsfolgen und Rechtsschutz . . . . .	218
B. Im deutschen Recht . . . . .	219
I. Überblick über das System des Kapitalschutzes . . . . .	219
II. Verstoß gegen das Verbot der Einlagenrückgewähr (§ 57 Abs. 1 S. 1 und Abs. 3 AktG) . . . . .	219
1. Der Tatbestand der Einlagenrückgewähr . . . . .	219
a) Darlehen an Aktionäre . . . . .	221
aa) Rechtslage vor Inkrafttreten des MoMiG . . . . .	221
bb) Rechtslage nach Inkrafttreten des MoMiG . . . . .	222
b) Sicherheitenbestellung zugunsten von Aktionären . . . . .	225
c) Sonstige Maßnahmen der finanziellen Unterstützung . . . . .	226
2. Rechtsfolgen und Rechtsschutz . . . . .	227
III. Verstoß gegen das Verbot der Umgehung des Erwerbs eigener Aktien (§ 71a Abs. 1 AktG) . . . . .	229
1. Regelungszweck des § 71a Abs. 1 AktG . . . . .	230
a) Umgehungsschutz zu §§ 71 ff. AktG . . . . .	230

b) Schutz der Kapitalaufbringung .....	230
c) Schutz der Kompetenzordnung der Aktiengesellschaft .....	231
d) Kapitalmarktrechtliche Regelungszwecke .....	232
e) Kapitalschutzzweck eigener Art .....	233
2. Der Tatbestand des § 71a Abs. 1 AktG .....	238
a) Erwerb von Aktien .....	238
b) Finanzierungsgeschäft .....	240
aa) Darlehen, Sicherungsgeschäfte und Vorschüsse .....	240
bb) Die These eines offenen Tatbestands mit Regelbeispielen .....	242
cc) Besondere Gestaltungen .....	246
(1) <i>Break-fee</i> -Vereinbarungen .....	246
(2) Hin- und Herzahlen .....	246
(3) Zustimmung zu einer befreienden Schuldübernahme .....	247
(4) Anwachsene Verschmelzung .....	250
c) Funktionszusammenhang zwischen Erwerb von Aktien und finanzieller Unterstützung .....	252
aa) Zeitlicher Zusammenhang zwischen Finanzierung und Erwerb ..	252
bb) Anforderungen an den Funktionszusammenhang .....	253
d) Verbotsausnahmen .....	255
3. Rechtsfolgen und Rechtsschutz .....	257
IV. Begrenzung des Erwerbs eigener Aktien (§ 71 ff. AktG) .....	260
1. Anwendbarkeit der §§ 71 ff. AktG vor Einführung des § 71a Abs. 1 AktG	261
2. Anwendbarkeit nach allgemeiner Umgehungsdogmatik .....	261
V. Verhältnis von § 71a Abs. 1 AktG zu § 57 Abs. 1 S. 1 und Abs. 3 AktG ..	263
C. Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse .....	265
§ 7 Finanzielle Unterstützung im Konzern .....	270
A. Im schweizerischen Recht .....	270
I. Konzerndefinition und Konzerneingangsschutz .....	270
II. Besonderheiten bei Zweck und Organhandeln .....	272
1. Zweckklauseln im Konzern .....	272
2. Grenzen der Kompetenzattraktion durch die herrschende Gesellschaft ..	275
3. Interessenkonflikte der handelnden Organe .....	276
a) Die Lösung der Rechtsprechung .....	277
b) Die Diskussion in der Lehre .....	279
c) Eigene Stellungnahme .....	282
III. Besonderheiten des Kapitalschutzes im Konzern .....	284
1. Verschärfung des Verbots der Einlagenrückgewähr? .....	284
2. Lockerung des Reservenschutzes durch eine Finanzierungsklausel .....	285
3. Bestimmung der Drittbedingungen bei Finanzgeschäften im Konzern ohne Finanzierungsklausel .....	287
a) Berücksichtigung konkreter indirekter Konzernvorteile .....	288





IV. Verhaltenspflichten der Organe bei öffentlichem Kaufangebot	331
1. Gleichbehandlungspflicht	332
2. Beschränkungen von Abwehrmaßnahmen	332
a) Verbot wesentlicher Veränderungen	332
b) Offensichtliche Verletzung des Gesellschaftsrechts	334
c) <i>Break-fee</i> -Vereinbarungen	335
V. Verbot der Marktmanipulation	335
B. Im deutschen Recht	336
I. Informations- und Offenlegungspflichten	337
1. Ad-hoc-Publizität	337
2. Directors' Dealings	338
3. Stimmrechtsmitteilung	339
II. Insiderrechtliche Verbote	340
III. Angebotspflicht	341
IV. Verhaltenspflichten des Vorstands bei einem Übernahmeangebot	341
V. Verbot der Marktmanipulation	343
C. Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse	344
§ 9 Finanzielle Unterstützung und Umstrukturierungen	347
A. Im schweizerischen Recht	348
I. Finanzielle Unterstützung und Verschmelzung mit der Zielgesellschaft	348
1. Schutz der Minderheitsaktionäre nach dem FusG	348
2. Schutz der Gläubiger	349
a) Durch Vorschriften des FusG	349
b) Durch die Kapitalschutzvorschriften	351
3. Fusionserleichterungen	352
a) Bei Fusionen zwischen kleineren und mittleren Unternehmen	352
b) Bei Verschmelzung auf die Erwerbsgesellschaft ( <i>upstream merger</i> )	353
II. Rechtsformwechsel und Vermögensübertragung	354
B. Im deutschen Recht	355
I. Finanzielle Unterstützung und Verschmelzung der Erwerbsgesellschaft auf die Zielgesellschaft ( <i>downstream merger</i> )	355
1. Schutz der Minderheitsaktionäre	356
2. Schutz der Gläubiger	357
a) Durch die Vorschriften des UmwG	357
b) Durch § 57 Abs. 1 S. 1, Abs. 3 AktG	359
c) Anwendbarkeit von § 71a Abs. 1 AktG	362
II. Finanzielle Unterstützung und Verschmelzung auf die Erwerbsgesellschaft ( <i>upstream merger</i> )	364
1. Anwendbare Schutzmechanismen des UmwG	364
2. Anwendbarkeit der §§ 57, 71a Abs. 1 AktG	365
III. Finanzielle Unterstützung und Rechtsformwechsel	366
C. Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse	367

*Dritter Teil*

<b>Vergleichende Überlegungen und Würdigung</b>	370
§ 10 Rechtsvergleichende Überlegungen	371
A. Schutz der Gläubiger bei Maßnahmen der finanziellen Unterstützung	371
I. Schutz vor Vermögensverschiebung an (künftige) Aktionäre	372
1. In der unverbundenen Gesellschaft	372
a) Umfang der Vermögensbindung	372
b) Kriterien für die Angemessenheitsbewertung	374
c) Schutz vor Umgehung der Regelungen zum Erwerb eigener Aktien	377
d) Rechtsfolgen	380
e) Rechtsschutz	382
2. Im Konzern	384
a) Besonderheiten der Konzerninnenfinanzierung	384
b) Sicherungsgeschäfte	390
3. Bei Umstrukturierungen	395
II. Schutz durch rechtliche Begrenzung der Vermögensverwendung	399
III. Schutz durch Information der Gläubiger	405
1. Information über beherrschenden Einfluss	405
2. Rechnungslegung	407
B. Schutz der Minderheitsaktionäre	407
I. Im Konzern	407
1. Begrenzung der Zulässigkeit der Konzerninnenfinanzierung	408
2. Angemessenheit der Finanzierungsbedingungen	411
II. Bei Umstrukturierungen	417
C. Schutz des Kapitalmarkts	418
D. Systemische und ordnungspolitische Aspekte	419
§ 11 Zusammenfassende Würdigung	422
<b>Literaturverzeichnis</b>	431
<b>Stichwortverzeichnis</b>	452



# Einleitung

„I joined Barclays Bank in 1929 the year in which section [45] of the Companies Act [1929] came into force. Ever since that time it has been a plague for those operating in the banking field.“

*Lord Frederic Seebohm*<sup>1</sup>

## A. Einführung

Seit den neunziger Jahren des letzten Jahrhunderts ist auch in kontinentaleuropäischen Ländern wie der Schweiz und Deutschland – wie schon zuvor im anglo-amerikanischen Raum<sup>2</sup> – eine vermehrte Übernahmetätigkeit von Finanzinvestoren (insbesondere so genannter *Private-Equity*-Fonds) zu beobachten, die zur Finanzierung der Übernahme von Unternehmen auf die Finanzierungstechnik des *leveraged buyouts* (LBO) zurückgreifen. Bei dieser wird ein möglichst hoher Anteil der vom Erwerber für die Übernahme benötigten Mittel nicht durch Eigenkapital, sondern durch Fremdkapital finanziert, also insbesondere durch Kredite. Diese verstärkte Verwendung von Fremdkapital führt zu einer durchaus erwünschten risikoerhöhenden Hebelwirkung, die im Falle einer erfolgreichen Transaktion die Rendite auf das eingesetzte Kapital der Investoren erhöht. Umgekehrt vergrößert sie allerdings auch die Verluste im Falle eines Misserfolgs<sup>3</sup>.

Anschaulich gemacht werden kann diese Finanzierungstechnik des LBO am Beispiel der in der Literatur<sup>4</sup> gut dokumentierten Übernahme der Geberit-Gruppe, einem schweizerischen Hersteller von Sanitärtechnik, durch einen Finanzinvestor<sup>5</sup> im Jahr 1997: Der Finanzinvestor gründete zunächst zwei Zweckgesellschaften in

---

<sup>1</sup> Hansard, HL, vol. 418, col. 973, zit. nach *Lowry/Reisberg*, S. 325. *Section 45* des *Companies Act 1929* enthielt erstmals im englischen Recht die Vorschriften zum Verbot der *financial assistance*, also zum Verbot der finanziellen Unterstützung des Anteilserwerbs.

<sup>2</sup> s. dazu die Darstellung bei *Baskin/Miranti*, S. 286 ff.; *Kaplan/Strömberg*, S. 125 f.

<sup>3</sup> Zu *financial leverage* und seinen ökonomischen Implikationen siehe unten unter § 2 A. II.

<sup>4</sup> *Tschäni/Diem/Wolf*, M&A-Transaktionen 2013, S. 213 f.; *Bohrer*, S. 224 ff.; *Zimmerli*, S. 180 ff. Weitere Fallbeispiele finden sich etwa bei *Kußmaul/Pfirmann/Tcherveniachki*, S. 2533 ff.; *Seibt*, S. 284 ff.; *Fridrich*, S. 20 ff.; *Saueremann*, S. 161 ff.

<sup>5</sup> In diesem Fall der britischen *Private-Equity*-Firma Doughty Hanson plc.

Form einer Doppelholding<sup>6</sup>, die vom Finanzinvestor mit insgesamt CHF 300 Mio. Eigenkapital ausgestattet wurden. Mit Hilfe eines langfristigen Bankkredits im Umfang von CHF 720 Mio. und einer kurzfristigen *Mezzanine*-Finanzierung im Umfang von CHF 275 Mio. sowie einem weiteren kurzfristigen Überbrückungsbankkredit in Höhe von CHF 593,2 Mio. wurde der Kaufpreis für die Holdinggesellschaft der Gruppe, der Geberit Holding AG, einschließlich der Transaktionskosten in Höhe von insgesamt CHF 1.833,2 Mrd. finanziert. Nach der vollständigen Übernahme wurde die *Mezzanine*-Finanzierung durch die Ausgabe hochverzinslicher Anleihen durch die Geberit Holding AG refinanziert; der Überbrückungskredit wurde durch den Verkauf von Aktiva der Geberit Holding AG abgelöst. Durch eine Abfolge von Fusionen wurden schließlich die Zweckgesellschaften mit der Geberit Holding AG – und damit auch die Vermögensmassen der beteiligten Gesellschaften – vereint. Bereits im Jahr 1999 konnte der Finanzinvestor die so umstrukturierte Geberit-Gruppe an die Börse führen; bei diesem Börsengang wurde die Gesellschaft mit CHF 2,16 Mrd. bewertet.

Im Ergebnis setzte der Finanzinvestor folglich nur Eigenkapital in Höhe von 15,9 Prozent des Gesamtkaufpreises ein und finanzierte den Erwerb zu 84,1 Prozent mit Fremdkapital. Durch die Fusionen haftete letztlich die übernommene Gesellschaft für die eingegangenen Verbindlichkeiten, während sich die Haftung des Finanzinvestors auf das eingesetzte Eigenkapital beschränkte. Der Unternehmenswert konnte binnen zweier Jahre um bis zu CHF 869,9 Mio.<sup>7</sup> und somit um etwa 67 Prozent<sup>8</sup> gesteigert werden. Bezogen auf das eingesetzte Eigenkapital in Höhe von CHF 300 Mio. konnte jedoch eine Wertsteigerung von bis zu 288 Prozent erzielt werden, die erzielte Rendite des Finanzinvestors betrug aufgrund der hohen Fremdfinanzierung folglich ein Mehrfaches der tatsächlich erzielten Steigerung des Unternehmenswerts.

Anhand dieses Beispiels wird deutlich, dass Finanzinvestoren bei einer solchen Übernahme durch LBO ein natürliches Interesse daran haben, das eigene Investitionsrisiko durch möglichst geringen Einsatz von Eigenkapital zu minimieren und zugleich die Renditechancen durch maximalen Einsatz von Fremdkapital zu steigern. Um dies zu erreichen, nutzen sie eine Reihe von Finanzierungstechniken, die darauf zielen, das Vermögen der übernommenen Gesellschaft (die auch als Zielgesellschaft bezeichnet wird) zur Übernahmefinanzierung heranzuziehen: So wird etwa angestrebt, einen möglichst hohen Anteil der zur Finanzierung benötigten

---

<sup>6</sup> Die Geberit International SA, eine Gesellschaft luxemburgischen Rechts, und als deren Tochtergesellschaft die Geberit Beteiligungs AG.

<sup>7</sup> Dies ist der reine Differenzbetrag zwischen Kaufpreis und Weiterveräußerungserlös aus Börsengang und Abspaltung von Unternehmensteilen, von dem noch zur Ermittlung des tatsächlichen Gewinns die – im Detail nicht bekannten – Kosten und Zinsen abgezogen werden müssten.

<sup>8</sup> Bezogen auf den Erwerbspreis von CHF 1.295 Mrd., ohne die unmittelbar nach Erwerb zur Ablösung des kurzfristigen Überbrückungskredits veräußerten Aktiva in Höhe von CHF 592,2 Mio.

Kredite der Zielgesellschaft aufzubürden, die Bonität der Zielgesellschaft zur Senkung der Finanzierungskosten zu nutzen oder die Übernahmekredite mit den liquiden Mitteln der übernommenen Gesellschaft unmittelbar nach der Übernahme zu tilgen. Um möglichst günstige Konditionen für die Übernahmefinanzierung zu erhalten, werden zudem regelmäßig Vermögenswerte der Zielgesellschaft zur Besicherung der Kredite eingesetzt.

Sowohl die Überwälzung der Übernahmefinanzierung auf die übernommene Gesellschaft als auch die Nutzung der Vermögenswerte der zu übernehmenden Gesellschaft zur Besicherung wirkt jedoch eine Vielzahl gesellschafts- und kapitalmarktrechtlicher Fragen hinsichtlich der Zulässigkeit und Grenzen einer solchen Heranziehung des Gesellschaftsvermögens zur Übernahmefinanzierung auf, die für das schweizerische Recht bisher von Rechtsprechung und Lehre nur unzureichend geklärt scheinen<sup>9</sup>.

Zugleich hat die vermehrte Übernahmetätigkeit in Deutschland seit den neunziger Jahren eine Vorschrift des deutschen Aktienrechts in den Blickpunkt gerückt, die zuvor ein Schattendasein fristete und wenig praktische Relevanz zu haben schien: Nach § 71a<sup>10</sup> Abs. 1 des deutschen Aktiengesetzes (AktG) ist jede Form der finanziellen Unterstützung Dritter durch die Gesellschaft beim Erwerb ihrer Aktien kategorisch untersagt. Dieses Verbot der finanziellen Unterstützung beruht auf Art. 23 der Zweiten Gesellschaftsrechtlichen Richtlinie von 1976 (sog. „Kapitalrichtlinie“)<sup>11</sup>, eine auf Betreiben der britischen Delegation, in deren Rechtsordnung dieses Verbot der finanziellen Unterstützung schon lange etabliert war<sup>12</sup>, eingeführte Norm. Nach redaktionellen und inhaltlichen Anpassungen ist dieses Verbot in der aktuellen Fassung der Kapitalrichtlinie in Art. 25 normiert<sup>13</sup>. Nach seiner Umsetzung in nationales Recht im Jahre 1978 fand dieses Verbot zunächst in Deutschland in Wissenschaft und Praxis wenig Beachtung<sup>14</sup>. Erst im Zuge des erstmaligen Auftretens

---

<sup>9</sup> *Vogel/Heiz/Müller/Ladner*, Abs. 8 (What are the key unresolved issues in Switzerland?). Ähnlich bereits die Beurteilung von *Zobl*, Sicherungsgeschäfte, S. 184.

<sup>10</sup> Bei mit Buchstaben versehenen Normen des deutschen Rechts wie § 71a AktG wird in dieser Untersuchung zwischen Ziffer und Buchstaben keine Leerstelle eingefügt. Bei schweizerischen Normen werden ebenfalls keine Leerstellen eingefügt.

<sup>11</sup> Zweite Richtlinie des Rates vom 13. Dezember 1976 zur Koordinierung der Schutzbestimmungen, die in den Mitgliedstaaten den Gesellschaften im Sinne des Art. 58 Abs. 2 des Vertrages im Interesse der Gesellschafter sowie Dritter für die Gründung der Aktiengesellschaft sowie für die Erhaltung und Änderung ihres Kapitals vorgeschrieben sind, um diese Bestimmungen gleichwertig zu gestalten (77/91/EWG), Abl EG 1977 vom 31. Januar 1977 L 26/1 ff. („Kapitalrichtlinie“).

<sup>12</sup> Zur Regelungsgeschichte der Norm siehe unten unter § 3.

<sup>13</sup> Richtlinie 2012/30/EU, Abl EU 2012 vom 25. 10. 2012 L 315/74 ff.

<sup>14</sup> Siehe dazu die Darstellungen bei *Fleischer*, Finanzielle Unterstützung, S. 494 f.; *Schroeder*, S. 7 ff. In der Gesetzesbegründung wurde die Norm nicht als materiell bedeutsame Änderung eingeordnet, s. RegBegr BT-Drucksache 8/1678, S. 10.