

Band 115

Schweizer Schriften zum Finanzmarktrecht

Herausgegeben von

Prof. Dr. Dieter Zobl

Prof. Dr. Mario Giovanoli

Prof. Dr. Rolf H. Weber

Prof. Dr. Rolf Sethe

Stephan Weibel

Financial Assistance bei LBO-Transaktionen

**Eine Gläubigerschutzanalyse
unter Berücksichtigung postakquisitorischer
Umstrukturierungen**

Schulthess § 2013

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	III
Inhaltsübersicht	V
Inhaltsverzeichnis	VII
Abkürzungsverzeichnis	XVII
Literaturverzeichnis	XXI
Materialienverzeichnis	XLIX
Erster Teil. Einführung	1
§ 1 Zielsetzung und Gang der Untersuchung	1
I. Zielsetzung der Arbeit	2
II. Gang der Untersuchung	4
§ 2 Leveraged Buyout	6
I. Charakteristika eines Leveraged Buyout	6
II. Begriffliches	7
III. Gründe für einen Leveraged Buyout	8
A. Verkäufer	8
B. Käufer	10
C. Zielgesellschaft	10
IV. Einsatz von Fremdkapital	11
A. Vorteile des Fremdkapitals	12
1. Durchführung grosser Transaktionen	12
2. Eigenkapitalrendite	12
3. Steuerliche Privilegierung	13
a) Ertrags- und Einkommenssteuern	13
b) Kapital- und Vermögenssteuern	14
c) Verrechnungssteuer und Stempelabgabe	14
4. Risikobegrenzung	15
5. Unternehmenswertsteigerung	15
6. Managementbeteiligung	16
B. Risiken des Fremdkapitals	17
V. Zahlt sich die Zielgesellschaft selbst?	18
§ 3 Transaktionsstruktur	19
I. Akquisitionsstruktur	19
A. Gründung der Akquisitionsgesellschaft	19

1.	Organisation	20
2.	Steuern	20
3.	Haftungsabgrenzung	21
B.	Asset Deal vs. Share Deal	22
1.	Vorteile des Asset Deals	22
2.	Nachteile des Asset Deals	23
C.	Besonderheiten internationaler Akquisitionsstrukturen	24
D.	Indirekte Teilliquidation	25
II.	Finanzierungsstruktur	26
A.	Finanzierungsfreiheit	26
1.	Fehlende Vorgaben zum Eigenkapital/Fremdkapital-Verhältnis	26
a)	Gesellschaftsrecht	26
b)	Steuerrecht	27
2.	Massgebliche Determinanten	28
B.	Fremdkapital	29
1.	Vorrangiges Fremdkapital	29
2.	Nachrangiges Fremdkapital	30
3.	Hybride Fremdfinanzierungsformen	31
a)	Nachrangige Aktionärsdarlehen	31
b)	Darlehen mit Eigenkapitalansprüchen	32
c)	Verkäuferdarlehen	33
d)	Revolvierende Kreditlinien	34
e)	Bilanzielle Würdigung der hybriden Fremdfinanzierungsformen	34
C.	Eigenkapital	35
D.	Finanzierung der Akquisitionsgesellschaft	35
E.	Finanzierungsverträge	36
1.	Senior Credit Facility Agreement	36
2.	Mezzanine Credit Facility Agreement	37
3.	Intercreditor Agreement	38
4.	Sicherheitenverträge	39
F.	Investitionsverträge	39
§ 4	Financial Assistance durch die Zielgesellschaft	40
I.	Die Rolle der Zielgesellschaft	40
II.	Begriff der Financial Assistance	43
III.	Form der Financial Assistance	45
A.	Sicherheitenbestellung	45
1.	Art der Sicherheiten	47
a)	Realsicherheiten	47
b)	Personalsicherheiten	48
2.	Zeitlicher Ablauf der Sicherheitenbestellung	49
B.	Postakquisitorische Umstrukturierungen?	51
C.	Financial Assistance aus Sicht des Steuerrechts	52

§ 5	LBO und Gläubigerschutz	53
I.	Konzernierung der Zielgesellschaft	55
II.	Haftungsprivileg vs. Gläubigerschutz	56
Zweiter Teil. Financial Assistance beim LBO und Gläubigerschutz		61
§ 6	Gläubigerschutzinstrumente	61
I.	Vorbemerkungen	61
II.	Marktbasierter Gläubigerschutz	62
A.	Vertragsschutz	62
B.	Publizitätsvorschriften	63
C.	Ratings	64
III.	Legitimation von Gläubigerschutznormen	65
A.	Fehlende Vertragsbeziehungen	65
B.	Schutz vor Marktmacht und Marktversagen	66
C.	Ergebnis	67
IV.	Gesetzlicher Gläubigerschutz	67
1.	Ausgestaltung des gesetzlichen Gläubigerschutzes	67
2.	Kritik an der Kapitalerhaltungsdiskussion	68
a)	Das Gespenst des LBO	68
b)	Ausplünderung oder Desinvestition	69
c)	Berücksichtigung volkswirtschaftlicher Effekte von LBOs	69
d)	Einzelwirtschaftliche Entwicklung als Gläubigerschutzmassnahme	71
3.	Ergebnis	72
§ 7	Rechts-, Sitten- und Zweckwidrigkeit	73
I.	Rechts- und Sittenwidrigkeit	73
A.	Existenzbedrohende Leistungsinäquivalenz	74
B.	Planmässiger Entzug von Gesellschaftsvermögen	75
C.	Übermässige Bindung	77
D.	Qualifizierte Gläubigerbenachteiligung	79
E.	Ergebnis	80
II.	Zweckwidrigkeit	80
1.	Endzweck und statutarischer Zweck	80
2.	Finanzierungszweck im Besonderen	83
3.	Interessenkollisionen	85
§ 8	Verdeckte Gewinnausschüttung	87
I.	Rechtsslage	88
A.	Leistung an den Aktionär	89
B.	Missverhältnis zur Gegenleistung	89
1.	Nach geltendem Recht	89
2.	Aktienrechtsrevision	90
C.	Berücksichtigung der wirtschaftlichen Lage der Gesellschaft	91
1.	Nach geltendem Recht	91

2.	Aktienrechtsrevision	92
D.	Bösgläubigkeit	93
1.	Nach geltendem Recht	93
2.	Aktienrechtsrevision	93
E.	Rechtsfolgen bei Verletzung von Art. 678 Abs. 2 OR	94
II.	Financial Assistance beim LBO im Licht von Art. 678 Abs. 2 OR	94
A.	Financial Assistance beim LBO als Leistung an den Aktionär	94
1.	Financial Assistance als geldwerter Vorteil	95
2.	Bilanzielle Sichtweise von LBO-Kreditsicherungen	96
a)	Die bilanzielle Erfassung der LBO-Kreditsicherung	96
b)	Problematik	97
3.	Ergebnis	98
B.	Missverhältnis der Financial Assistance beim LBO	98
1.	Kritik am objektiven Drittvergleich	98
2.	Interzessionsgebühren als adäquate Gegenleistung?	99
a)	Irrelevanz banküblicher Kommissionen	100
aa)	Fehlende Risikostreuung	100
bb)	Abweichender wirtschaftlicher Hintergrund	101
cc)	Abweichende Faktoren der Risikokalkulation	102
b)	Abweichende Konzeption von LBO-Transaktionen	102
aa)	Absicherung gegen das eigene Konkursrisiko	102
bb)	Umgehungsgeschäft	103
c)	Mangelnde Praxistauglichkeit	104
d)	Ergebnis	105
3.	Andere Gegenleistungen	106
a)	Regressanspruch gegen die Akquisitionsgesellschaft	106
b)	Indirekte Gegenleistungen	108
aa)	Effizienteres Management	108
bb)	Einsparungen	108
cc)	Stärkung der Akquisitionsgesellschaft als Muttergesellschaft	109
dd)	Wirtschaftliche Vorteile	109
ee)	Zusätzliche Kreditlinien	110
ff)	Ergebnis	110
C.	Schlussfolgerung und Kritik	111
1.	Schützenswerte Interessen	111
a)	Aktionäre	112
b)	Bisherige Fremdkapitalgeber	113
aa)	Anleiensgläubiger	114
bb)	Hausbank/Cash Pooling	115
cc)	Ergebnis	117
c)	Kunden und Lieferanten	117
d)	Arbeitnehmer	119
2.	Berücksichtigung anderer Interessen	120

a)	Interessenausgleich	120
b)	Position des Fremdkapitalgebers insbesondere	120
3.	Ergebnis	122
III.	Lösungsansätze der Praxis	123
A.	Statutarische Finanzierungsklausel	123
B.	Ausschüttungsbeschluss	125
1.	Financial Assistance als Ausschüttung	125
2.	Kritik	126
a)	Untaugliche Konzeption	126
b)	Wertbestimmung der Ausschüttung	127
c)	Bilanzierung bei Annahme einer Ausschüttung	129
aa)	Aktivseite	129
bb)	Passivseite	129
C.	Schlussfolgerung	133
IV.	Eigener Lösungsansatz	135
A.	Noch einmal: zur Gläubigergefährdung	135
B.	Der Solvenzttest	138
1.	Das Design eines Solvenztests für die Zwecke von Art. 678 Abs. 2 OR	141
a)	Finanzstatus	141
b)	Finanzplanung	141
c)	Kapitalbedarfsplanung	143
2.	Durchführung durch den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft	144
a)	Verwendung vorbestehender Berechnungen als Basis	145
b)	Prüfung durch einen besonders befähigten Revisor?	147
3.	Effizienz des Solvenztests	148
4.	Richterliche Überprüfung der Risikoeinschätzung	150
5.	Analogie zur Unterkapitalisierungsdiskussion	150
6.	Bösgläubigkeit bei Financial Assistance	151
C.	Kritik an Solvenztests	152
D.	Schlussfolgerungen	154
V.	Ergebnis	155
1.	Vergleich zum Steuerrecht	155
2.	Vergleich zum Bilanzrecht	156
3.	Vergleich zu europäischen Entwicklungen	156
4.	Referenz zur Verantwortung des Verwaltungsrates	157
§ 9	Einlagerückgewähr	158
I.	Grundzüge der Kapitalerhaltung	158
A.	Das Grundkapital	158
B.	Das Grundkapital und LBO-Kreditsicherungen	159
C.	Rechtsfolgen bei Verletzung von Art. 680 Abs. 2 OR	161
II.	Der Zeitpunkt der verbotenen Einlagerückgewähr	161
A.	Bilanzielle Sichtweise	161

B.	Kritik an der bilanziellen Sichtweise von Art. 680 Abs. 2 OR	163
1.	Vermögensverschlechterung bzw. Verwertung als Rückzahlung	163
a)	Der Vermögensabfluss als Rückzahlung	163
b)	Rückzahlung an den Aktionär	164
c)	Ergebnis	165
2.	Abweichung zu Art. 678 Abs. 2 OR	165
3.	Abweichung zum Konkursrecht	166
4.	Organhaftung	167
a)	Problematik	167
b)	Notwendigkeit von Verwertungsbeschränkungen	168
c)	Funktionsweise und rechtliche Wirkung	169
d)	Wirtschaftliche Bewertung	169
5.	Ergebnis	171
C.	Wirtschaftliche Sichtweise	171
1.	Problematik	172
a)	Im Allgemeinen	172
b)	Bei LBO-Transaktionen im Besonderen	172
c)	Reservenbildung/Passivierung als Alternative?	173
2.	Ergebnis	174
D.	Schlussfolgerung	174
III.	Lösungsansatz: Zweistufige Prüfung	175
A.	Vorliegen einer Leistung	176
B.	Vermögensverminderung	176
1.	Bewertung der Sicherheitenbestellung	176
2.	Keine Bewertung von Rückgriffsansprüchen	180
IV.	Schlussfolgerung	182
§ 10	Erwerb eigener Aktien	184
I.	Gesetzliche Regelung	184
A.	Geltendes Recht	184
B.	Aktienrechtsreform	184
II.	Schutzzweck der Norm	185
III.	Anwendbarkeit auf LBOs	185
§ 11	Verantwortung des Verwaltungsrates	189
I.	Die Pflichten des Verwaltungsrates	189
II.	Klumpenrisiko	190
§ 12	Financial Assistance im Konkursfall	193
I.	Konkursrecht als Gläubigerschutzrecht	193
II.	Paulianische Anfechtung der Financial Assistance	196
A.	Zweck und Wirkung der paulianischen Anfechtung	196
B.	Paulianische Anfechtung von LBO-Transaktionen	198
1.	Fallbeispiele	198

2.	Schenkungsanfechtung	199
a)	Voraussetzungen	199
b)	Zum Missverhältnis im Besonderen	201
3.	Überschuldungsanfechtung	204
4.	Absichtsanfechtung	205
C.	Schlussfolgerung	208

§ 13 Financial Assistance als Strafdelikt 209

I.	Ungetreue Geschäftsbesorgung	209
A.	Objektiver Tatbestand	209
B.	Subjektiver Tatbestand	211
II.	Betreibungs- und Konkursdelikte	211
A.	Gläubigerschädigung durch Vermögensverminderung	212
1.	Objektiver Tatbestand	212
2.	Subjektiver Tatbestand	213
B.	Misswirtschaft	213
1.	Objektiver Tatbestand	213
2.	Subjektiver Tatbestand	215

Dritter Teil. Postakquisitorische Umstrukturierungen 217

§ 14 Problemstellung 217

I.	Bisherige Diskussion und Kritik	217
II.	Postakquisitorische Umstrukturierungen	218
III.	Debt Pushdown	219
A.	Ausgangslage	219
B.	Antriebsfaktoren für einen Debt Pushdown	221
1.	Steueroptimierung	221
a)	Abzugsfähigkeit des Finanzierungsaufwandes	222
b)	Steuerliche Vorteile des Debt Pushdown	223
c)	Schuldzinsenabzug nach dem Debt Pushdown	224
2.	Vermeidung einer strukturellen Subordination	225
a)	Die strukturelle Subordination der Bank	225
b)	Lösungsansätze zur Beseitigung der strukturellen Subordination	228
aa)	Vertragliche Regelung	228
bb)	Umfassende Sicherheitenbestellung	229
cc)	Refinanzierung der Zielgesellschaft	230
dd)	Ergebnis	231
C.	Auswirkungen postakquisitorischer Umstrukturierungen auf die LBO-Kreditsicherung	232
IV.	Debt Pushdown als Financial Assistance	233
A.	Vorbemerkungen	233
B.	Funktionale Gleichbehandlung	234
1.	Auswirkungen bei der Zielgesellschaft	234
2.	Zeitliche Komponente	235

3.	Funktioneller Konnex	236
C.	Ergebnis	237
§ 15	Debt Pushdown Mechanismen	237
I.	Substanzentnahme	238
A.	Funktionsweise und Wirkung	239
1.	Sonderdividende	239
2.	Kapitalherabsetzung	240
3.	Erwerb eigener Aktien	241
B.	Umsetzungsprobleme	242
1.	Indirekte Teilliquidation	242
a)	Sonderdividende	242
b)	Kapitalherabsetzung	243
c)	Erwerb eigener Aktien	243
2.	Mangelndes ausschüttbares Eigenkapital	244
a)	Sonderdividende	244
b)	Kapitalherabsetzung	246
c)	Erwerb eigener Aktien	246
d)	Gewährung von Darlehen als Alternative?	247
3.	Ausschüttungsbesteuerung	248
a)	Sonderdividenden	248
aa)	Ausschüttbare Reserven im Allgemeinen	248
bb)	Reserven aus Kapitaleinlagen	249
b)	Kapitalherabsetzung	250
c)	Erwerb eigener Aktien	250
4.	Schlussfolgerung	250
II.	Anschlussfusion	251
A.	Funktionsweise und Wirkung	251
1.	Upstream Merger	252
2.	Downstream-Merger	252
3.	Ergebnis	252
B.	Umsetzungsprobleme	253
1.	Behandlung des Fusionsverlusts	253
2.	Anschlussfusion als Steuerumgehung	255
a)	Die geltende Steuerpraxis	255
b)	Kritik an der geltenden Steuerpraxis	256
aa)	Übliche Strukturierung	256
bb)	Nicht-steuerliche Vorteile	257
cc)	Ermöglichung sinnvoller Transaktionen	257
dd)	Ergebnis	258
3.	Anschlussfusion als indirekte Teilliquidation	259
III.	Schuldübernahme-Modell	259
A.	Funktionsweise und Wirkung	260

1.	Verwendung von Aktiven der Akquisitionsgesellschaft	261
a)	Bestehende Forderung	261
b)	Verkauf von Umlauf- oder Anlagevermögen	261
c)	Verkauf von Anteilen der Zielgesellschaft	261
2.	Verwendung der Eigenkapitalfinanzierung	262
3.	Kaskadenakquisition	262
B.	Umsetzungsprobleme	263
1.	Verwendung von Aktiven der Akquisitionsgesellschaft	263
2.	Verwendung der Eigenkapitalfinanzierung	264
3.	Kaskadenakquisition	265
IV.	Ergebnis	266
A.	Debt Pushdown durch postakquisitorische Umstrukturierungen	266
B.	Direkte Goodwill-Aktivierung als Alternative?	266
§ 16	Postakquisitorische Umstrukturierungen als Financial Assistance	268
I.	Marktbasierter Gläubigerschutz	268
A.	Privatautonomer Schutz	268
B.	Grenzen des privatautonomen Schutzes	270
II.	Kapitalschutz	271
A.	Substanzentnahme	271
1.	Verdeckte Gewinnausschüttung	271
a)	Sonderdividende	271
aa)	Dividendenausschüttung im Allgemeinen	271
bb)	Sonderdividenden als ungerechtfertigte Dividenden?	272
b)	Kapitalherabsetzungen	275
c)	Ergebnis	277
2.	Einlagerückgewähr	278
a)	Die Einschränkungen von Art. 680 Abs. 2 OR	278
b)	Übermäßige Substanzentnahme als Kapitaleinlagerückgewähr?	278
B.	Anschlussfusion	280
1.	Verdeckte Gewinnausschüttung	280
a)	Fusion als Leistung an einen Aktionär oder eine diesem nahestehende Person	280
b)	Gläubigerschutz durch das Fusionsgesetz	282
aa)	Publizität	282
bb)	Sicherstellung	283
cc)	Haftung	284
dd)	Vergleich des Gläubigerschutzniveaus	284
c)	Ergebnis	286
2.	Einlagerückgewähr	286
a)	Kapitalschutz durch das Fusionsgesetz	286
aa)	Keine Kapitalerhöhung bei der übernehmenden Gesellschaft	286
bb)	Sanierungsfusion	287
b)	Die bilanziellen Wirkungen einer LBO-Anschlussfusion	288

aa)	Upstream-Fusion	288
bb)	Downstream-Fusion	290
c)	Anwendbarkeit von Art. 680 Abs. 2 OR auf Anschlussfusionen?	291
d)	Ergebnis	293
C.	Schuldübernahme-Modell	293
I.	Verdeckte Gewinnausschüttung	293
a)	Schuldübernahme-Modell als Leistung an den Aktionär	293
aa)	Rechtliche Beurteilung des Passivtauschs	293
bb)	Rechtliche Beurteilung des Grundgeschäfts	295
b)	Missverhältnis zwischen Leistung und Gegenleistung	298
aa)	Verwendung von Aktiven der Akquisitionsgesellschaft	298
bb)	Verwendung der Eigenkapitalfinanzierung	300
cc)	Kaskadenakquisition	305
c)	Ergebnis	308
II.	Einlagerückgewähr	308
a)	Verwendung von Aktiven der Akquisitionsgesellschaft	308
b)	Verwendung der Eigenkapitalfinanzierung	309
c)	Kaskadenakquisition	311
d)	Ergebnis	312
III.	Rechts-, Sitten- und Zweckwidrigkeit	312
A.	Zweck der postakquisitorischen Umstrukturierung	313
B.	Mechanismen der postakquisitorischen Umstrukturierung	315
1.	Substanzentnahme	315
2.	Anschlussfusion	318
3.	Schuldübernahme-Modell	319
IV.	Verantwortung der Organe	320
V.	Konkursrecht	322
A.	Auswirkungen der postakquisitorischen Umstrukturierung	322
B.	Mechanismen der postakquisitorischen Umstrukturierung	324
1.	Substanzentnahme	324
2.	Anschlussfusion	325
3.	Schuldübernahme-Modell	326
VI.	Strafrecht	327
A.	Ungetreue Geschäftsbesorgung	327
B.	Betriebs- und Konkursdelikte	328
§ 17	Zusammenfassung der Ergebnisse	329
I.	Leveraged Buyout und Financial Assistance	329
II.	Financial Assistance beim LBO und Gläubigerschutz	330
III.	Postakquisitorische Umstrukturierungen	332
IV.	Fazit	333