

MARTIN TASMA

Leveraged Buyout und Gläubigerschutz

*Schriften zum
Unternehmens- und Kapitalmarktrecht*

Mohr Siebeck

Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht

herausgegeben von den Direktoren
des Instituts für Unternehmens- und Kapitalmarktrecht
der Bucerius Law School in Hamburg

Jörn Axel Kämmerer, Karsten Schmidt und Rüdiger Veil



Martin Tasma

Leveraged Buyout und Gläubigerschutz

Mohr Siebeck

Martin Tasma, geboren 1979; Studium der Rechtswissenschaft in Münster und Zaragoza, Spanien; 2011 Promotion, Bucerius Law School, Hamburg; seit 2012 als Rechtsanwalt in Berlin und Frankfurt/Main tätig.

ISBN 978-3-16-151896-6 / eISBN 978-3-16-158803-7 unveränderte eBook-Ausgabe 2019
ISSN 2193-7273 (Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht)

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliographie; detaillierte bibliographische Daten sind im Internet über <http://dnb.dnb.de> abrufbar.

© 2012 Mohr Siebeck Tübingen.

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Das Buch wurde von Gulde-Druck in Tübingen gesetzt, auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt und von der Buchbinderei Spinner in Ottersweier gebunden.

Für Katharina

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Herbsttrimester 2010 von der Bucerus Law School als Dissertation angenommen. Die mündliche Prüfung fand am 11. November 2011 statt. Gesetzgebung, Rechtsprechung und Literatur wurden bis Juli 2010 berücksichtigt.

Herzlicher Dank gilt an erster Stelle meinem hochgeschätzten Doktorvater Herrn Prof. Dr. Rüdiger *Veil*. Er hat diese Arbeit durch wertvolle Ratschläge zum Zuschnitt der Untersuchung ganz wesentlich geprägt und zudem mein Bewusstsein dafür geweckt, wie dogmatische Untersuchungen um konzeptionelle Gedanken ergänzt werden können. Frau Prof. Dr. Birgit *Weitemeyer* danke ich für die zügige Erstellung des Zweitgutachtens. Für die Aufnahme der Arbeit in die Reihe »Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht« danke ich zudem Herrn Prof. Dr. Dres. h.c. Karsten *Schmidt* sowie Herrn Prof. Dr. Jörn Axel *Kämmerer*.

Sodann danke ich den Herren Dr. Ulf *Schauenburg*, LL.M. (LSE) und Dr. Tim *Schlösser*, LL.M. (Harvard). Sie haben die umfangreiche Arbeit korrekturelesen und in zahlreichen Diskussionen manchen Gedanken angestoßen.

Meine Eltern Angelika Margarete und Hans *Tasma* haben diese Arbeit ermöglicht, indem Sie meine Ausbildung gefördert, mich gefordert und zugleich stets ermutigt haben, an mich zu glauben. Dafür bin Ihnen dankbarer, als ich es ausdrücken kann.

Gewidmet ist diese Arbeit Frau Dr. Katharina *Waschmann*. Sie hat mir bedingungslos Rückhalt gegeben. Ihretwegen habe ich die Durststrecken auf dem Weg zur Promotion gemeistert.

Berlin, 31. Dezember 2011

Martin Tasma

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 <i>agency</i> -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 Seibts	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

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
ee) 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 Vollwertigkeits- erfordernisses	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 <i>status quo</i>	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

Einleitung

I. Die Verdienste des Haftungsprivilegs sind in Rechtswissenschaft und Ökonomik unbestritten. In § 13 Abs. 2 GmbHG und § 1 Abs. 1 S. 2 AktG normiert, fördert es die Bereitschaft zur Umsetzung erfolgsversprechender Unternehmungen, auch wenn für den Fall ihres Scheiterns empfindliche Verluste zu erwarten sind. Der durchschnittliche persönlich haftende Unternehmer würde solche Projekte nicht in Angriff nehmen, wenn er angesichts der zu erwartenden Verluste um die eigene finanzielle Existenz oder gar diejenige seiner Familie fürchten müsste. Das Haftungsprivileg nimmt ihm diese Furcht, indem es das Verlustrisiko des Unternehmers auf seine Einlage begrenzt. Es setzt somit Anreize zu effizientem und insofern wohlfahrtsförderndem Ressourceneinsatz. Gleichwohl neutralisiert das Haftungsprivileg das Risiko des Scheiterns der Unternehmung nicht. Muss die Gesellschaft Insolvenz anmelden, so werden die Verluste zulasten derjenigen Parteien sozialisiert, die ein Interesse an ihrem Fortbestand haben. Zu dieser Gruppe zählen insbesondere die Gläubiger der Gesellschaft. Aus ihrem Blickwinkel ist mit dem Haftungsprivileg ein nicht unerhebliches Gefahrenpotenzial verbunden. So hat es der beschränkt auf seine Einlage haftende Unternehmer in der Hand, sein Nutzenniveau auf Kosten der Gesellschaftsgläubiger zu steigern. Eine Möglichkeit dafür stellen Vermögensverschiebungen von der Gesellschaft in das Privatvermögen des Unternehmers dar. Während dieser die Gewinne der Unternehmung weiterhin voll vereinnahmen kann, treffen die Verluste die Gesellschaftsgläubiger früher, da sie auf die in das Privatvermögen des Unternehmers abgeflossenen Vermögenswerte nicht mehr zugreifen können. Das Haftungsprivileg beinhaltet insofern eine asymmetrische Verlusttragungs- und Gewinnteilungsregel, die für den beschränkt haftenden Gesellschafter Raum zur Bereicherung auf Kosten der Gesellschaftsgläubiger schafft.

An diesem Punkt setzen die Regeln zum Gläubigerschutz an. Als Gegenspieler des Haftungsprivilegs sind sie der Austarierung der Interessen von Gesellschaftern und Gesellschaftsgläubigern verpflichtet. Das rechtswissenschaftliche wie das ökonomische Interesse gilt im Wesentlichen zwei Problemkreisen:

Zunächst stellt sich die Frage, wie eine angemessene Risikoverteilung zwischen Gesellschaftern und Gesellschaftsgläubigern aussehen soll. Gemessen an der Bedeutung dieses Problems ist die Anzahl der mit ihm befassten Untersuchungen überschaubar geblieben. Die bislang gewonnenen Erkenntnisse bewe-

gen sich noch auf hohem Abstraktionsniveau. Weitestgehend anerkannt ist die Forderung, die Gesellschaftsgläubiger dürften kein unangemessenes Risiko der Nichterfüllung ihrer Forderungen tragen. Jedenfalls müsse sichergestellt sein, dass ein Forderungsausfall der Gesellschaftsgläubiger deutlich unwahrscheinlicher ist als ein Verlust des Eigenkapitals auf Gesellschafterseite.

Den zweiten Problembereich im Zusammenhang des Gläubigerschutzes eröffnet die Frage, wie ein gesetzlicher Mechanismus konzipiert sein muss, mittels dessen die angestrebte Risikoverteilung sichergestellt werden kann. Hierzulande konzentrierten sich die gesetzgeberischen Bemühungen im Hinblick auf Ausschüttungssachverhalte lange auf den bilanziellen Gläubigerschutz im Wege der Garantie eines festen Nennkapitals. Auch auf europäischer Ebene wurde das Konzept des Festkapitals gewogen, für gut befunden und schließlich in der Zweiten gesellschaftsrechtlichen Richtlinie für Aktiengesellschaften verbindlich vorgeschrieben. Dieses System steht seit gut einem Jahrzehnt unter erheblichem Reformdruck. Dies gilt zunächst für den aktienrechtlichen Gläubigerschutz im Wege der Vermögensbindung. Ursprünglich auf europäischer Ebene mit Blick auf die Aktiengesellschaft angestoßen, hat diese Diskussion schnell auch die GmbH-rechtlichen Kapitalschutzregeln erfasst. Neben mangelnder Effektivität wird insbesondere die Inflexibilität eines bilanzorientierten Festkapitalsystems kritisiert. Dieses behindere eine effiziente Unternehmensfinanzierung, indem es Kapital auch dann binde, wenn dieses anderweitig ökonomisch sinnvoller eingesetzt werden könnte. Außerdem sei dem bilanziell orientierten System durch den allgemein festzustellenden Trend zur kapitalmarktorientierten Rechnungslegung das Fundament entzogen. Die parallele Aufstellung einer am Zweck des Gläubigerschutzes durch Information orientierten Bilanz verursache Kosten, die den Nutzen eines bilanzorientierten Gläubigerschutzes überstiegen. Als Regelungsalternative wird mit der Übernahme des angelsächsischen Systems der Ausschüttungskontrolle im Wege eines sog. Solvenztests ein »*legal transplant*« befürwortet. Vermögensverschiebungen sollen danach nicht mehr an einer auf den Zeitpunkt der Ausschüttung aufzustellenden Zwischenbilanz gemessen werden, sondern an der zukünftigen Schuldendeckungsfähigkeit der Gesellschaft, die durch zukunftsgerichtete und zahlungsstromorientierte Berechnungen zu ermitteln sei. Die Diskussion um die Vorzugswürdigkeit eines der beiden Systeme wird bis heute leidenschaftlich geführt. Mittlerweile hat sie transatlantische Züge angenommen und ist kaum noch zu überschauen. Neben ihrer Internationalität zeichnet sich die von Rechts- wie Wirtschaftswissenschaftlern gleichermaßen geführte Diskussion insbesondere durch ihre Interdisziplinarität aus.

Nicht minder kontrovers als diese Fragen zum Gläubigerschutz wurden zuletzt die Aktivitäten von Finanzinvestoren diskutiert. Ebenso wie die Debatte um den Gläubigerschutz wird diese Diskussion international und fachübergreifend geführt. Anders als die Gläubigerschutzdebatte hat sie jedoch die Beteili-

gung einer breiteren Öffentlichkeit erfahren. Im Fokus der Diskussion steht insbesondere das von Finanzinvestoren entwickelte und primär von Private Equity-Fonds angewandte Konzept des Leveraged Buyout. Damit wird die Finanzierung des Erwerbs einer Kontrollmehrheit an einem Unternehmen mit geringem Eigenkapitaleinsatz beschrieben. Der Großteil der Kaufpreisfinanzierung wird durch das übernommene Unternehmen selbst, die Zielgesellschaft, gewährleistet. Private Equity-Fonds veräußern die auf diese Art und Weise erworbenen Unternehmen mittelfristig wieder. Zweck dieser Vorgehensweise ist die Erzielung einer Rendite auf das zur Kaufpreisfinanzierung eingesetzte Eigenkapital, welche die für konservative Kapitalanlagen zu erwartende Rendite deutlich übersteigt. An eben dieser Stelle setzt die Diskussion an. Ausgangspunkt ist die Frage, wie die hohen Renditen der Eigenkapitalgeber eines Leveraged Buyout zustande kommen. Fürsprecher des Finanzierungskonzepts verweisen darauf, dass die Erhöhung der Fremdkapitalquote unter anderem eine Steigerung der Rentabilität der Zielgesellschaft bewirke. Mit der Rentabilität steige der Wert der Zielgesellschaft, der sich schließlich in der erhöhten Kapitalrendite der Unternehmenskäufer niederschlage. Ferner werde in der Zielgesellschaft unrentabel gebundenes Kapital freigesetzt und mit der Finanzierung des Unternehmenserwerbs einer produktiveren Verwendung zugeführt. Kritischere Stimmen führen hohe Kapitalrenditen der Unternehmenskäufer hingegen auf Umverteilungseffekte zurück. Nach der Umverteilungstheorie eröffnet die Einbindung der Zielgesellschaft in die Finanzierung des Unternehmenserwerbs keine Wertschöpfungspotenziale. Erhöhte Renditeerwartungen der Unternehmenskäufer seien vielmehr das Ergebnis eines durch die Fremdfinanzierung des Unternehmenskaufs *erzwungenen* Werttransfers von den *stakeholders* der Zielgesellschaft auf die Unternehmenskäufer. Mit der Einbindung der Zielgesellschaft in die Kaufpreisfinanzierung steige zwangsläufig das Risiko ihrer Insolvenz. Dies gehe zulasten der Minderheitsgesellschafter, der Arbeitnehmer und des Staates. So verliere eine Minderheitsbeteiligung mit steigender Verschuldung der Zielgesellschaft und zunehmender Insolvenzgefahr an Wert. Arbeitnehmer sähen sich mit einem höheren Risiko des Arbeitsplatzverlustes konfrontiert. Werttransfers zulasten des Staates werden schließlich auf die gesteigerte steuerliche Abzugsfähigkeit von Fremdkapitalzinsen zurückgeführt. In erster Linie ginge die Erhöhung der Eigenkapitalrendite unter Einbindung der Zielgesellschaft in die Kaufpreisfinanzierung jedoch zulasten der Gläubiger der Zielgesellschaft. Denn mit einer erhöhten Neuverschuldung steige das Risiko, dass die von der Zielgesellschaft generierten Erträge die bestehenden Verbindlichkeiten nicht mehr decken und die Gesellschaftsgläubiger mit ihren Forderungen ganz oder teilweise ausfallen.

Es zeigt sich, dass sich die Debatte um den Gläubigerschutz und die Kontroverse um das Konzept des Leveraged Buyout teilweise überschneiden. Ebenso wie im Rahmen der allgemeinen Gläubigerschutzdebatte findet man sich beim

Leveraged Buyout mit widerstreitenden Interessen von Eigen- und Fremdkapitalgebern konfrontiert. Erneut stellt sich die Frage, wie die Interessen gegeneinander abzuwägen sind und mit welchen Mitteln ein für angemessenen befunder Interessenausgleich durchgesetzt werden kann. Welche Rolle spielen etwa die altgedienten Regeln des Kapitalschutzes und inwiefern verlangt gerade das Konzept des Leveraged Buyout danach, die widerstreitenden Parteiinteressen künftig unter Rückgriff auf ein Solvenztestregime zum Ausgleich zu bringen? Die vorliegende Arbeit soll eben diese Schnittmenge beider Problembereiche abdecken. Im Folgenden sind daher drei Hauptfragen zu beantworten: Wie werden die widerstreitenden Interessen der Investoren und der Gläubiger der Zielgesellschaft momentan austariert? Ist der erzielte Ausgleich angemessen? Soweit diese Frage zu verneinen ist, stellt sich sodann die Anschlussfrage, wie das Recht einen angemessenen Ausgleich herstellen kann.

Untersuchungsbedarf besteht unter verschiedenen Gesichtspunkten. Hinsichtlich des momentan erzielten Interessenausgleichs folgt dieser aus teilweise grundlegenden Veränderungen auf fast allen Rechtsgebieten, die das gesetzliche Gläubigerschutzniveau im Falle des Leveraged Buyout prägen. Zunächst haben die Regeln zum Kapitalschutz im Vergleich zu der im Anschluss an das Novemberurteil des Bundesgerichtshofs aus dem Jahre 2003 reklamierten Rechtslage mit Inkrafttreten des MoMiG am 1. November 2008 erhebliche Änderungen erfahren. Mit den Neuregelungen in § 30 Abs. 1 S. 2 GmbHG, § 57 Abs. 1 S. 3 AktG sind neue Anforderungen an Austauschgeschäfte zwischen AG bzw. GmbH verbunden, die bislang erst in wenigen Abhandlungen zum Leveraged Buyout berücksichtigt sind. Dasselbe gilt für die Neuregelung in § 71a Abs. 1 S. 3 AktG. Jenseits des Kapitalschutzes ist insbesondere die Frage ungeklärt, ob und unter welchen Voraussetzungen Unterstützungshandlungen seitens der Zielgesellschaft die ebenfalls durch das MoMiG eingeführte, nunmehr in § 64 S. 3 GmbHG, § 92 Abs. 2 S. 3 AktG geregelte Insolvenzverursachungshaftung auslösen. Nach dem Urteil des Bundesgerichtshofs in der Sache Trihotel stellt sich zudem die Frage, wie sich die dogmatische Neuverortung der Existenzvernichtungshaftung im allgemeinen Deliktsrecht auf das Verhältnis zwischen Unternehmenskäufer und Gesellschaftsgläubigern ausgewirkt hat. Ferner berücksichtigen die mit dem Leveraged Buyout befassten Arbeiten bislang nicht die im gesellschaftsrechtlichen Schrifttum zu vermerkende Tendenz, Ausschüttungssachverhalte im Verhältnis zwischen Gesellschaft und Gesellschaftern verstärkt auch vor dem Hintergrund der Regeln der Insolvenzanfechtung zu bewerten. Jenseits dieser Fülle an Einzelfragen besteht schließlich das Problem, dass viele Arbeiten nur einzelne Gläubigerschutzmechanismen fokussieren, ohne das Zusammenspiel der gesetzlichen Instrumente zu würdigen. Angesichts der gesellschaftsrechtlichen Binsenweisheit, dass die verschiedenen Schutzinstrumente wie kommunizierende Röhren funktionieren, bedarf es einer breiter angelegten Untersuchung.

Schließlich erscheint es unbefriedigend, dass die im Rahmen der allgemeinen Gläubigerschutzdebatte geförderten Erkenntnisse zum Zusammenspiel von gesetzlichen Gläubigerschutzinstrumenten und marktlichen Koordinationskräften in Untersuchungen zum Leveraged Buyout bislang nur vereinzelt Berücksichtigung gefunden haben. So kann die Angemessenheit des gesetzlichen Gläubigerschutzniveaus kaum gewürdigt werden, ohne dass man die gesetzlichen Regularien vor dem Hintergrund der marktlichen Kräfte betrachtet. Nur die vom Markt nicht ausgesteuerten, gläubigergefährdenden Transaktionen sind potenziell pathologische Fälle, die es im Wege des gesetzlichen Gläubigerschutzes zu regeln gelten könnte. Der Untersuchungsbedarf im Hinblick auf die *Bewertung* des momentan erzielten Interessenausgleichs erklärt sich vor diesem Hintergrund von alleine: Es steht zu erwarten, dass mit einer veränderten Rechtslage auch eine Neujustierung des Gläubigerschutzniveaus einhergeht, die bislang noch nicht ausreichend gewürdigt werden konnte. Aus eben diesem Grund könnten auch etwaige, bereits unterbreitete Regelungsalternativen neu zu bewerten sein. Schließlich ist die geänderte Rechtslage beim Entwurf neuer Regelungsvorschläge zu berücksichtigen.

Angesichts dieses bereits großzügig angelegten Zuschnitts der Untersuchung bedarf es einer Eingrenzung. Zum einen ist der untersuchte Sachverhalt auf Leveraged Buyouts zu beschränken, die von Private Equity-Fonds durchgeführt werden. Insofern ist eine Abgrenzung gegenüber vergleichbaren Transaktionen durch strategische Investoren auf der einen und Hedgefonds auf der anderen Seite angezeigt. Diese Notwendigkeit ergibt sich zunächst aus dem Umstand, dass die vorstehend genannten Käufergruppen mittlerweile, entgegen der in der Vergangenheit geübten Praxis, zur Finanzierung von Unternehmenskäufen in erheblichem Maße auf das Vermögen und die Erträge des zu erwerbenden Unternehmens zurückgreifen. So gehört es heute zur Strategie vieler – grundsätzlich strategisch orientierter – Unternehmen, Unternehmensbeteiligungen sowohl zum Zweck externen Wachstums als auch zur reinen Kapitalanlage einzugehen. Nicht selten bedienen sich sog. *corporate venturers* zur Finanzierung solcher Transaktionen der Finanzkraft des zu erwerbenden Unternehmens. Ebenso wird eine Angleichung der Aktivitäten von Private Equity- und aktivistischen Hedgefonds festgestellt. Während Letztere sich bislang unter anderem darin von Private Equity-Fonds unterschieden, dass sie nur kurzfristige Beteiligungen zur Erzielung schneller Gewinne eingingen und keine aktive, mitgliederschaftlich begründete Einflussnahme auf die Geschicke des zu erwerbenden Unternehmens nahmen, investieren sog. Equity-Hedgefonds mittlerweile auch in Eigenkapitalpositionen von Private Equity-initiierten Leveraged Buyouts. Die Ausklammerung von Leveraged Buyouts durch strategische Investoren und Hedgefonds ist vor diesem Hintergrund notwendig, weil neben den gesetzlichen Gläubigerschutzmechanismen auch die Koordinationskräfte des Marktes in die Untersuchung miteinbezogen werden sollen.

Diese hängen maßgeblich vom rechtstatsächlichen Umfeld ab, in dem ein Leveraged Buyout stattfindet. Trotz der festzustellenden Konvergenz des Finanzierungsverhaltens von Private Equity-Fonds, strategischen Investoren und Hedgefonds bestehen im Hinblick auf die anzutreffenden Rahmenbedingungen teilweise noch erhebliche Unterschiede. Beispielhaft hervorzuheben sind die unterschiedlichen Motive der verschiedenen Akteure und die divergierenden Formen der Kapitalbeschaffung. Insbesondere die Aufnahme von Fremdkapital ist ein maßgeblicher Weg, über den sich eine marktliche Schutzwirkung reflexhaft zugunsten der Gläubiger der Zielgesellschaft entfalten kann.

Eine zweite Einschränkung muss im Hinblick auf die zu untersuchenden Gläubigerschutzvorschriften gemacht werden. Die Untersuchung kann lediglich Vorschriften zum *unmittelbaren* Gläubigerschutz berücksichtigen. *Mittelbar* gläubigerschützende Vorschriften, die nicht primär auf den Schutz der Gesellschaftsgläubiger abzielen, sondern lediglich reflexhaft eine Schutzwirkung erzeugen, müssen ausgeklammert bleiben. Beispielhaft sind insofern die Bestimmungen zum regulatorischen Eigenkapital finanzierender Kreditinstitute zu nennen. Obwohl diese deutlichen Einfluss auf das Kreditvergabeverhalten der finanzierenden Kreditinstitute haben und insofern eine mittelbare Schutzwirkung zugunsten der Gläubiger der Zielgesellschaft erzeugen sollten, würde ihre Berücksichtigung den Rahmen der anstehenden Untersuchung sprengen.

II. Der Gedankengang der Arbeit ist durch die drei, soeben im Hinblick auf den Untersuchungsgegenstand formulierten Hauptfragen geprägt:

1. Wie werden die widerstreitenden Interessen von Investoren und Gläubigern momentan austariert?
2. Ist der erzielte Ausgleich angemessen?
3. Wie kann ein angemessener Ausgleich hergestellt werden?

Jede dieser Fragen wirft eine Reihe von Folgefragen auf. Dieser Umstand lenkt die anzustellenden Überlegungen in die eingeschlagenen Bahnen. So zwingt die *erste* Hauptfrage nach dem momentan erzielten Ausgleich zwischen Investoren- und Gläubigerinteressen zunächst zu einer eingehenden Analyse des Koordinationsproblems, das dem Konflikt von Investoren- und Gläubigerinteressen zugrundeliegt. Ist dieses ausgemacht, drängt sich die Frage auf, ob und mit welchem Erfolg sich Investoren und Gläubiger privatautonom um die Lösung des Problems bemühen. Sollte man in diesem Zusammenhang zu der Erkenntnis gelangen, dass einzelne Gläubigergruppen zur Wahrnehmung der eigenen Interessen nicht in der Lage sind, so wird die Untersuchung zu erweitern sein: Werden anpassungsunfähige Gläubiger der Zielgesellschaft eventuell durch das Verhalten anderer Privatrechtssubjekte – *mittelbar* – geschützt? Erst wenn die marktlich erzeugten Koordinationskräfte vollumfänglich erforscht

sind, hat die Untersuchung gesetzliche Mechanismen in den Blick zu nehmen. Es gilt Vorgaben herauszuarbeiten, die das identifizierte Koordinationsproblem adressieren. Im Anschluss daran kann unter Berücksichtigung der Erkenntnisse zu Umfang und Grenzen marktlicher Koordinationskräfte versucht werden, eine Antwort auf die erste Hauptfrage nach dem derzeit erzielten Interessenausgleich zu geben.

Eine Antwort auf die *zweite* Hauptfrage nach der Bewertung dieses Ausgleichs bedingt ebenso einige Vorarbeiten. Zunächst stellt sich die Frage, welches Gläubigerschutzniveau überhaupt angemessen sein soll. Eine Bewertung des Regulierungsniveaus ist ohne Zielvorgabe unmöglich. Ist diese Frage beantwortet, so ist eine Abgleichung des status quo mit der Zielvorgabe notwendig. Erst die zu ermittelnde Differenz beider Größen erlaubt eine Aussage über die Angemessenheit des erreichten Ausgleichs der widerstreitenden Parteiinteressen.

Nur wenn die Angemessenheit des geltenden Gläubigerschutzniveaus zu verneinen ist, stellt sich überhaupt die *dritte* Hauptfrage, auf welchem Wege ein angemessener Interessenausgleich erzielt werden kann. Insofern müsste man sich zunächst fragen, welche Regelungsalternativen bislang im Schrifttum erörtert werden und wie diese zu bewerten sind. Nur wenn diese Regelungsalternativen keine hinreichende Grundlage für die Etablierung eines angemessenen Schutzniveaus bieten, ist ein eigener Regelungsvorschlag zu unterbreiten.

III. Die Untersuchung gliedert sich in sechs Kapitel. Das erste Kapitel dient der Schaffung einiger Grundlagen, die für die in den folgenden Kapiteln anstehenden Arbeitsschritte unerlässlich sind. Zur weiteren Konkretisierung des Untersuchungsgegenstands steht zunächst eine Definition des Begriffs »Leveraged Buyout« an (1. Kapitel, lit. A. Ziff. I.). Angesichts der anstehenden rechtlichen Untersuchung des Finanzierungsmodells ist eine Auseinandersetzung mit den in der Praxis anzutreffenden Finanzierungsstrukturen notwendig (lit. A. Ziff. III.).

Die Untersuchung der im ökonomischen Schrifttum unterbreiteten Konzepte zur Erklärung des Leveraging (lit. A. Ziff. II.) dient zunächst dem besseren Verständnis der Motivation der Unternehmenskäufer zur Einbindung der Zielgesellschaft in die Kaufpreisfinanzierung. Geht man davon aus, dass die makroökonomischen Auswirkungen von Leveraged Buyouts bei der Bestimmung eines angemessenen Interessenausgleichs zwischen Investoren und Gläubigern der Zielgesellschaft eine Rolle spielen, so verspricht die mikroökonomische Betrachtung dieser Finanzierungstechnik auch im Hinblick auf die im dritten Kapitel anzustellende Untersuchung einen Erkenntnisgewinn. Will man neben den gesetzlichen Gläubigerschutzmechanismen auch die marktlichen Koordinationskräfte in den Blick nehmen und zudem das im Fall des Leveraged Buyout bestehende Koordinationsproblem offenlegen, so ist eine eingehende

Untersuchung des rechtstatsächlichen Umfelds angezeigt, in dem Leveraged Buyouts durch Private Equity-Fonds stattfinden (lit. B.). Dabei sind zunächst diejenigen Umstände in den Blick zu nehmen, über welche sich die verschiedenen Motive der beteiligten Parteien definieren (lit. B. Ziff. II.). Der darauf folgende Arbeitsschritt erfolgt mit Blick auf die später (4. Kapitel, lit. A. Ziff. II.) aufzustellende These, dass die Existenz verschiedener Marktgegensenden eine reflexhafte Gläubigerschutzwirkung erzeugt: Es gilt herauszuarbeiten, dass die Durchführung eines Leveraged Buyout vom Zustandekommen vorgelagerter Einzeltransaktionen abhängt, wozu es wiederum der Zustimmung von Parteien bedarf, denen grundsätzlich an der Erhaltung der Solvenz der Zielgesellschaft gelegen ist (1. Kapitel, lit. B. Ziff. III.). Auf Grundlage des so gelegten Fundaments gilt es sodann im zweiten Kapitel der Arbeit das Koordinationsproblem herauszuarbeiten, das Anlass zu Gedanken zum Gläubigerschutz beim Leveraged Buyout gibt. Die insofern anzustellende Untersuchung bildet den Ausgangspunkt aller weiteren Arbeitsschritte. Ohne die Identifikation des zugrundeliegenden Koordinationsproblems ließe sich weder ein angemessener Interessenausgleich skizzieren, noch könnte man die relevanten marktlichen und gesetzlichen Gläubigerschutzmechanismen identifizieren. Schließlich muss auch ein eigenständig erarbeiteter Vorschlag zur Gläubigerschutzregulierung das bestehende Koordinationsproblem vor Augen haben, um es treffgenau adressieren zu können. Das Problem ist in drei Schritten zu destillieren: Zunächst gilt es sich vor Augen zu führen, dass Gläubiger in jedem Schuldverhältnis der Gefahr ausgesetzt sind, mit ihrer Forderung ganz oder teilweise auszufallen (2. Kapitel, lit. A.). Vor dem Hintergrund dieses allgemeinen Ausfallrisikos ist sodann das Ausfallrisiko der Gläubiger von AG und GmbH näher zu beleuchten (lit. B.). In einem letzten Schritt ist schließlich die strukturelle Identität des besonderen Ausfallrisikos der Gläubiger von AG und GmbH auf der einen und den Gläubigern einer als AG oder GmbH verfassten Zielgesellschaft im Rahmen des Leveraged Buyout auf der anderen Seite herauszuarbeiten (lit. C.). Hier liegt ein erster Schwerpunkt der Arbeit.

Im dritten Kapitel soll ein angemessenes Gläubigerschutzniveau skizziert werden. Zunächst wird aufgezeigt, dass der aktuelle Erkenntnisstand diesbezüglich unbefriedigend ist (3. Kapitel, lit. A.). In diesem Arbeitsschritt sind zugleich die Vorgaben für die weitere Untersuchung zu gewinnen. Darauf folgt die Erarbeitung eines eigenen Ansatzes (B.). Hier liegt ein zweiter Schwerpunkt der Arbeit. Unter Bezugnahme auf die Ergebnisse des zweiten Kapitels wird zu zeigen sein, dass Überlegungen zu einem angemessenen Gläubigerschutzniveau beim Leveraged Buyout auf den bereits im Rahmen der allgemeinen Gläubigerschutzdebatte geförderten Erkenntnissen aufbauen können (lit. B. Ziff. I.). Insofern sind rechtsethische und rechtsökonomische Leitlinien herauszuarbeiten (lit. B. Ziff. II. und III.). Schließlich wird im Wege eines abstrakten, rechtsökonomischen Zugriffs eine Aussage zu treffen sein, welche Gewichtung der Inter-

essen von beschränkt auf ihre Einlage haftenden Eigenkapitalgebern auf der einen und Fremdkapitalgebern auf der anderen Seite angemessen ist (lit. B. Ziff. III. 2. lit b). Diese Aussage wird dann auf den Untersuchungsgegenstand des Leveraged Buyout übertragen (lit. B. Ziff. III. 2. lit c).

Das Herzstück der Arbeit bildet das vierte Kapitel. In ihm gilt es das aktuelle Gläubigerschutzniveau als Summe der marktlich und gesetzlich erzeugten Koordinationskräfte zu bestimmen. Insofern wird zweistufig vorzugehen sein. Zunächst soll herausgearbeitet werden, wie die Marktakteure durch ihr Verhalten zur Lösung des im zweiten Kapitel identifizierten Koordinationsproblems beitragen (4. Kapitel, lit. A.). Dazu wird zunächst untersucht, inwiefern die Gläubiger der Zielgesellschaft sich selbst vor dem Ausfall mit ihren Forderungen schützen können (lit. A. Ziff. I.). In einem nächsten Schritt wird sodann zu analysieren sein, ob solche Gläubiger, die zum Selbstschutz nicht in der Lage sind, reflexhaft durch das Verhalten der übrigen Gläubiger und der sonstigen Transaktionsbeteiligten geschützt werden (lit. A. Ziff. II.). Hier liegt ein weiterer Schwerpunkt der Arbeit. Im Zentrum der Untersuchung steht die Überlegung, dass die Existenz einer Marktgegenseite bei der Vergabe von Akquisitionskrediten als externer, marktlich garantierter Solvenzttest funktionieren kann (lit. A. Ziff. II. 2.). Darauf folgt die ausführliche Untersuchung der im Falle des Leveraged Buyout relevanten Mechanismen hoheitlichen – d. h. durch Gesetzes- und Richterrecht vermittelten – Gläubigerschutzes. Das Hauptaugenmerk liegt dabei auf den Regeln des Kapitalschutzes (lit. B. Ziff. I.). Aus Gründen der Wirtschaftlichkeit bietet es sich hier an, zunächst die Rechtslage nach dem GmbHG herauszuarbeiten (lit. B. Ziff. I. 2.) und auf die aktienrechtlichen Vorgaben nur noch insoweit einzugehen, wie sie sich von den GmbH-rechtlichen Anforderungen unterscheiden (lit. B. Ziff. I. 3.). Zunächst wird in den Blick genommen, welche Anforderungen bei Realisierung des Darlehens- oder Sicherheitenmodells gelten. Die rechtliche Vereinbarkeit alternativer Gestaltungsformen wird sodann gesondert geprüft (lit. B. Ziff. I. 2. lit. j)). Darauf folgen Untersuchungen zu den Instituten der Insolvenzverursachungshaftung (lit. B. Ziff. II.), zur Insolvenzanfechtung (lit. B. Ziff. III.) und zur Existenzvernichtungshaftung (lit. B. Ziff. IV.). Zur abschließenden Ermittlung des gesetzlich etablierten Gläubigerschutzniveaus ist die Schnittmenge der verschiedenen Mechanismen zu ermitteln (lit. B. Ziff. V. 1.). Aus dieser können dann Verhaltensanforderungen abgeleitet werden (lit. B. Ziff. V. 2., 3.).

Im fünften Kapitel steht schließlich die Abgleichung des status quo mit der im dritten Kapitel projizierten Zielvorgabe an (5. Kapitel, lit. A.). Daraufhin sind die bislang vorgebrachten Regelungsvorschläge zu bewerten (lit. B. und C.). Sodann ist ein eigener Vorschlag zu unterbreiten (lit. D.). In diesem Zusammenhang sind die Grundstrukturen einer systemkonsistenten Ausschüttungssperre zu skizzieren (lit. F. Ziff. III.) und einige Einzelfragen zu klären (lit. F. Ziff. IV.). Es folgen kritische Überlegungen zum unterbreiteten Lösungskon-

zept (lit. F. Ziff. V). Die Arbeit schließt im sechsten Kapitel mit der Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse in Thesenform.

Sachregister

- absolute priority rule* 79, 89f.
agency costs 21
alternative Finanzierungsmodelle 42ff., 262ff.
Ausfallrisiko 28, 34, 101
– *agency*-theoretischer Bezugsrahmen 78
– allgemeines Ausfallrisiko 59, 60ff., 69
– besonderes Ausfallrisiko der Gläubiger von AG und GmbH 60, 65ff., 96ff.
– Ausfallrisiko beim Leveraged Buyout einer AG oder GmbH 84ff.
– Haftungsprivileg – *siehe dort*
Auszahlungszeitpunkt 170ff.

bilanzielle Sichtweise 152, 179ff., 211f., 226, 312

capital turnover model 56f., 135, 140
covenants – *siehe financial covenants*

Darlehensmodell 40f., 45, 72, 171, 238ff., 261, 315, 335, 339ff, 348, 350, 355ff., 376, 389, 400f.
– Finanzierungsstruktur 40f.
– Vollwertigkeitserfordernis – *siehe Vollwertigkeitserfordernis*
– Vertragsausnahme 263ff.
dingliche Sicherheiten 76, 182, 201, 203, 316
Diversifizierung 34f., 85
downstream merger 43, 45, 77, 279, 402
drohende Inanspruchnahme – *siehe Kapitalerhaltung/drohende Inanspruchnahme*

Ertragswert 64, 67, 111f.
Existenzvernichtungshaftung 379ff., 447
– Bremer Vulkan-Entscheidung 381ff.
– KBV-Entscheidung 380ff., 387ff.
– Trihotel-Entscheidung 380, 387ff.
– Sittenwidrigkeit 391ff.
– Vorsatz 392f., 395

financial assistance – *siehe Verbot der finanziellen Unterstützung des Aktienerwerbs*
financial covenants 55f., 126f., 130f.
Finanzierungsmodelle 40ff., 44ff.
– alternative Finanzierungsmodelle – *siehe dort*
– Darlehensmodell – *siehe dort*
– Kombinationsmodell – *siehe dort*
– Sicherheitenmodell – *siehe dort*
– Unternehmensvertragsmodell/Vertragsmodell – *siehe Unternehmensvertragsmodell*
– Verschmelzungsmodell – *siehe dort*
– *downstream merger* – *siehe dort*
– *upstream merger* – *siehe dort*
free cash flow-Theorie 26f., 104

gerichtliche Prüfungsdichte 230ff., 245ff., 286, 330ff.
gesetzlicher Gläubigerschutz 147ff.
– Existenzvernichtungshaftung – *siehe dort*
– Insolvenzanfechtung – *siehe dort*
– Insolvenzverursachungshaftung – *siehe dort*
– Kapitalschutz – *siehe dort*
– Kapitalerhaltung – *siehe dort*
– Konzernrecht – *siehe dort*
– Schnittmengen der Gläubigerschutzmechanismen 399ff.
– Steuerungsfunktion 403ff.
– Substitute des Kapitalschutzes 262ff.
– Umwandlungsrecht – *siehe dort*

- Verbot der finanziellen Unterstützung des Aktienerwerbs – *siehe dort*
- Verhaltensanreize 403 ff.
- Vermögensbindung – *siehe dort*
- Zukunftsbezug 2, 91, 111, 118, 122, 153 ff., 235, 250
- Gewinnerzielung – *siehe auch Gewinnziel*
 - im Gesellschaftervermögen 111 ff.
 - im Gesellschaftsvermögen 111 ff.
- Gewinnziel – *siehe auch positiver Ertragswert* 108, 110 ff., 118 ff.

- Haftungsprivileg 1 f., 65 ff., 81 ff., 93 f., 98 f., 107 ff., 415, 440, 445
 - Anreizstruktur 1, 65 ff., 94, 98 f.
 - besonderes Gläubigerrisiko 65 ff., 94
 - Externalisierungspotenzial 65 ff., 109 ff.
 - ökonomische Rechtfertigung 107 ff.
 - speziell im Fall des Leveraged Buyout 72 ff., 81 ff., 101, 118 ff.
 - struktureller Nachrang – *siehe dort*
- Herrschaft und Haftung 96 ff., 101

- Insolvenzanfechtung 185, 335 ff., 400
 - Beweislast 366 ff., 372 ff., 378
 - Leistungsempfänger 350 ff.
 - insolvenzrechtliche Fortführungsprognose – *siehe dort*
 - Mittelbare Anfechtung gem. § 145 Abs. 2 Nr. 1 InsO 376 f., 378
 - unentgeltliche Leistung 354 ff.
 - Gläubigerbenachteiligungsvorsatz 358 ff.
 - Verhältnis zum Kapitalschutz 336 ff., 342 ff.
- Insolvenzrechtliche Fortführungsprognose 156, 405 ff.
- Insolvenzverursachungshaftung 4, 308 ff., 400, 447
 - alternative Unterstützungshandlungen als Zahlung 319
 - Besicherung als Zahlung 315 ff.
 - gerichtliche Prüfungsdichte 330 ff.
 - Prognosehorizont 332 f.
 - sekundäre Beweislast 333 f.
 - Zurechnungszusammenhang 320 ff.
- Insolvenzwahrscheinlichkeit 341, 358 ff., 385 ff., 417 ff., 429, 442
 - Quantifizierbarkeit 228 ff., 429
 - Schwelle 230, 261 f., 362, 385 ff., 399, 406, 411, 447
- Kapitalerhaltung (in der GmbH) 157 ff., 446
 - Auszahlungszeitpunkt 170 ff.
 - Beweislast 236 f.
 - bilanzielle Sichtweise – *siehe dort*
 - Darlegungs- und Beweislast 163 ff.
 - drohende Inanspruchnahme 224 ff.
 - gerichtliche Prüfungsdichte 230 ff., 245 f.
 - insolvenzrechtliche Fortführungsprognose – *siehe dort*
 - Leistungsempfänger 251 ff., 256 ff.
 - Novemberurteil – *siehe dort*
 - Prognosehorizont 234 ff.
 - Sinn und Zweck 187, 189, 192 ff.
- Kapitalmarkteffizienz 24 f., 33
- Kapitalrichtlinie 148, 300 f., 420 ff.
- Kapitalschutz 2, 4, 92, 148 ff.
 - aktienrechtlich – *siehe Vermögensbindung*
 - als situative Ausschüttungssperre 154 ff., 399 ff., 420 f.
 - GmbH-rechtlich – *siehe Kapitalerhaltung*
 - allgemeine Gläubigerschutzdebatte 1 ff., 92 ff., 123 ff., 145, 148 ff., 419 ff.
 - Sinn und Zweck – *siehe Kapitalerhaltung/Sinn und Zweck*
- Kombinationsmodell 43, 45, 78, 262
- Konsensprinzip 131 ff.
- Konzernrecht 263 ff., 289 ff., 446
 - faktischer Konzern 289 ff., 297 ff.
 - und Vermögensbindung 289
 - Vertragskonzern 263 ff., 286, 307
 - Weisungsrecht 273 ff.
- Kreditrisikotransfer 56 f., 140 ff.

- Leistungsempfänger 251 ff., 256 ff., 350 ff.
- Leverage-Effekt 13
- Leveraged Buyout 11 ff.
 - als Summe von Einzeltransaktionen 51 ff.

- Ausfallrisiko – *siehe Ausfallrisiko*
- Definition 11 ff.
- Struktur 11 ff., 35 ff.
- leveraging* 16
- limitation language* 178 f., 184, 208, 217, 310, 368
- Markt für Unternehmenskontrolle 21 f.
- marktlicher Gläubigerschutz 5, 238, 448
 - Ausstrahlungswirkung privatautonomer Arrangements Dritter 127 ff.
 - externer Solvenzttest 134 ff.
 - reflexhafter Gläubigerschutz – *siehe dort*
 - Reputation – *siehe Reputationsargument*
 - Risikotransfer – *siehe Kreditrisikotransfer*
 - Unbeständigkeit 137 ff.
- MoMiG 4, 199, 211 ff., 311, 421
- moral hazard* 63, 71, 84
- MPS-Entscheidung 240, 249, 308
- neue Institutionenökonomik 61
- non recourse*-Finanzierung 15
- Novemberurteil 4, 87, 211
- Optionstheorie 32
- par conditio creditorum* 41 f., 74, 76, 182, 189
- Personalsicherheiten 74 f., 182, 201, 203, 316
- Pfadabhängigkeit 418, 437, 440 f.
- portfolio business model* 56, 135, 140
- Portfoliotheorie 34
- positiver Ertragswert – *siehe auch Gewinnziel* 111 ff.
- präventiver Gläubigerschutz 403 f.
- principal-agent*-Theorie 20 f., 78 ff.
- principal-agent*-Verhältnis 21, 142 f.
- Private Equity, Begriff 46 ff.
- Private Equity-Fonds 3, 5, 33, 49 ff.
 - Anreizstruktur 33, 49 ff.
 - Investitionsstruktur 49 ff.
- Prognosehorizont 225, 234 ff., 286, 332 ff., 369, 374, 406, 428 ff., 436
- rechtsethischer Problemzugriff 95 ff.
- reflexhafter Gläubigerschutz 124 ff., 131 ff.
- Rentabilitätsmessung 431 ff.
- Rentabilitätsprognose 414 f., 430 f.
- repressiver Gläubigerschutz 403
- Reputationsargument 144 f.
- richterrechtlicher Gläubigerschutz 147
- Risiko 63 (*siehe dort* Fn. 21)
 - Risikobeherrschung 96 ff.
 - Risikoexternalisierung 63 ff., 66, 68 ff.
 - Risikonachfrage 66, 140 ff.
 - Risikotransfer – *siehe Kreditrisikotransfer*
 - Risikowahrnehmung 126
 - vergütete Risikoübernahme 125
- sachen- und insolvenzrechtliches
 - Prioritätsprinzip 182 ff., 211
 - sekundäre Beweislast 164 f.
- Sicherheitenmodell 40 ff., 45, 74, 77, 172 ff., 224 ff., 261 f., 315 ff., 335, 353 ff., 357 ff., 378, 401
- Sittenwidrigkeit – *siehe Existenzvernichtungshaftung/Sittenwidrigkeit*
- situative Ausschüttungssperren 149
- Solvenzprognose 403 ff., 136, 154, 334 f., 401
- Solvenzttest 4, 134 ff., 150, 426 ff., 448
 - bipolar 426 ff.
 - Kapitalrichtlinie – *siehe dort*
 - marktlicher 134 ff.
 - mehrwertiger 426 ff.
 - Insolvenzverursachungshaftung – *siehe dort*
 - saldiert 426 ff.
- struktureller Nachrang 38, 40 ff., 202
- Transaktionskosten 107 ff., 125, 192, 216 ff., 431 ff., 438, 438, 440 ff.
- Trihotel-Entscheidung 387 ff.
- Trittbrettfahrerproblem 22, 29
- Umstellungskosten 440 f.
- Umverteilungspotentiale 28, 104
- Umverteilungstheorie 104
- Umwandlungsmodell 43, 45, 77, 282, 306, 402

- Umwandlungsrecht 278 ff.
- Unternehmensvertragsmodell 42 f., 45, 77, 262 ff., 402
- Unterstützungshandlungen zur Überwindung des Nachrangs 40 ff.
- Untreuestrafbarkeit 221 ff.
- upstream merger* 43, 45, 77, 279
- venture capital* 47
- Verbot der finanziellen Unterstützung des Aktienerwerbs 295 ff., 446
- Verlustübernahmeanspruch 273 ff.
- Vermögensbindung (in der Aktiengesellschaft) 282 ff., 446
 - Darlegungs- und Beweislast 286
 - Verbot der finanziellen Unterstützung des Aktienerwerbs – *siehe dort*
 - gerichtliche Prüfungsdichte 286
 - insolvenzrechtliche Fortführungsprognose – *siehe dort*
- MoMiG 284
- Verschmelzungsmodell 43, 45, 77, 262, 278 ff., 306 f., 402
- Vollwertigkeitserfordernis 158, 170, 171 f., 238 ff.
- Weisungsrecht – *siehe Konzernrecht/Weisungsrecht*
- Wertschöpfungstheorie/Wertschöpfungsthese 104
 - relativierte Wertschöpfungsthese 105
- Werttransferhypothese 104
- Werttransfers 3, 28
- Zahlungsfähigkeitsprognose – *siehe Solvenzprognose*
- Zahlungsströme 137, 155, 247, 250, 261, 304, 385, 401, 410, 414, 421 ff., 431 ff.