

# 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 Aktienwerb .....	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-Theorie</i> .....	68
4. Neoinstitutionalistische Finanzierungstheorien .....	71
a) <i>Pecking-Order-Finanzierungstheorie</i> .....	71
b) <i>Agency-Kosten</i> des Eigenkapitals .....	72
c) <i>Agency-Kosten</i> des Fremdkapitals .....	73
aa) Definition und Entstehung .....	73
bb) Relevanz der Kapitalstruktur .....	74
cc) Begrenzung von <i>Agency-Kosten</i> 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 Inisichgeschäften .....	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 Reser- ven .....	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 Aktienwerb .....	204
c) Pfandnahme eigener Aktien .....	205
3. Anwendbarkeit der Art. 659 ff. OR auf Maßnahmen der finanziellen Un- terstützung 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 Aktienwerb 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) Anwachsende 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

b) Konkrete indirekte Vorteile bei Maßnahmen der finanziellen Unterstützung .....	289
4. Erforderlichkeit der Bildung einer Sonderreserve .....	290
IV. Rechtsschutz im Konzern .....	294
1. Konzernpublizität und Sonderprüfung .....	294
2. Vertretungsrechtliche Rechtsfolgen .....	296
3. Haftung im Konzern .....	297
a) Haftung aus Auftragsverhältnis .....	297
b) Haftung aus Konzernvertrauen .....	298
c) Haftung aus faktischer Organschaft .....	299
d) Durchgriffshaftung .....	300
B. Im deutschen Recht .....	302
I. Konzerndefinition und Konzerneingangsschutz .....	302
II. Finanzielle Unterstützung im faktischen Konzern .....	304
1. Konzernprivileg und Nachteilsausgleich gemäß §§ 311 ff. AktG .....	304
2. Geltung der §§ 57, 62 AktG im faktischen Konzern .....	306
a) Ausnahmsweise Geltung bei Darlehen und Sicherheiten zugunsten der herrschenden Gesellschaft? .....	307
b) Auswirkungen von § 57 Abs. 1 S. 3 AktG auf die Auslegung der §§ 311 ff. AktG .....	308
aa) Auswirkung auf die Konkretisierung der Anforderungen an die Solvenz des herrschenden Unternehmens .....	308
bb) Auswirkung auf die Bemessung des Nachteilsausgleichs .....	309
3. Geltung von § 71a Abs. 1 AktG im faktischen Konzern .....	310
III. Finanzielle Unterstützung im Vertragskonzern .....	311
IV. Rechtsschutz im Konzern .....	313
1. Konzernpublizität und Sonderprüfung .....	313
2. Haftung im Konzern .....	314
a) Haftung im faktischen Konzern .....	314
b) Haftung im Vertragskonzern .....	314
c) Subsidiäre Haftungsnormen .....	315
aa) Durchgriffshaftung .....	316
bb) Haftung gemäß § 826 BGB .....	317
C. Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse .....	319
§ 8 Finanzielle Unterstützung bei börsenkotierten Gesellschaften .....	322
A. Im schweizerischen Recht .....	323
I. Informations- und Offenlegungspflichten .....	323
1. Ad-hoc-Publizität .....	324
2. Mitteilungen über Beteiligungen .....	324
3. Management-Transaktionen .....	326
II. Insiderrechtliche Verbote .....	326
III. Angebotspflicht .....	328

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