

III. Unternehmenskauf per Leveraged Buy Out

Executive Summary

- Leveraged Buy Outs (LBO) sind stark fremdfinanzierte Unternehmenskäufe (Net Debt/EBITDA mind. 4,0x) – Target erbringt den Kapitaldienst selbst.
- Praxisübliche Formen eines LBO sind vor allem Merger Buy Out, Debt Push Down und Asset Drop Down.
- Rechtlich problematisch früher: Financial Assistance, wenn das Target den eigenen Kauf durch vorherige oder nachträgliche Ausschüttungen finanziert. Seit 01.11.2008 kein Problem mehr, sofern Beherrschungsvertrag des Erwerbers bzw. der Akquisitionsgesellschaft mit Target besteht.
- Limitation Language als Vertragsregelung bei LBOs, wonach die finanzierende Bank im Insolvenzfall nur in die freien Rücklagen vollstrecken darf – Zweck ist es, das Stamm- bzw. Grundkapital zu schützen.
- Wird Stamm- bzw. Grundkapital vorsätzlich angetastet, kommt zudem zivilrechtliche Existenzvernichtungshaftung der Gesellschafter in Betracht.
- Praxisüblich ist es, den Kredit über eine ausländische Einzweckgesellschaft aufzunehmen und später auf das Target zu verschmelzen – bei solchen internationalen Verschmelzungen gelten spezielle Vorschriften des UmwG.
- Bei hoher Verschuldung und niedrigem EBITDA wird steuerlich oft die Zinsschranke problematisch, falls Netto-Zinsaufwand von mehr als 1 Millionen Euro nicht mehr vollständig vom Gewinn abgezogen werden kann. Lösungen: Zinsaufwand vermeiden, in sonstigen Aufwand wandeln oder variabilisieren.

Literatur: Ballreich, Fallkommentar Umwandlungsrecht, 4. Aufl., 2008; Bender, BB 2005, 1492; Bormann/Urlichs, Sonderheft GmbHR 2008, 37; Freitag, WM 2003, 805; Klein, ZGR 2007, 351; Kuntz, ZIP 2008, 814; Limmer, Handbuch der Unternehmensumwandlung, 3. Aufl., 2007; Neye/Timm, GmbHR 2007, 561; Reiche/Kroschewski, DStR 207, 1330; Scheunemann/Socher, BB 2007, 1144; Schäffler, BB 2006, 1; Semler/Stengel, Umwandelungsgesetz, 2. Aufl., 2007; Simon, NJW-Spezial 2007, 219; Tillmann, NZG 2008, 401; Weitnauer, ZIP 2005, 790

1. Einführung

In den vergangenen Jahren hat sich der Markt für LBO massiv vergrößert. Inhaltlich geht es um den überwiegend (d.h. je nach Zinsniveau mindestens 70 % bis 90 % des Kaufpreises) mittels Kreditfinanzierung realisierten Kauf eines Unternehmens. Dabei macht sich der Erwerber (i.d.R. Private Equity Funds) den sog. „Financial Leverage Effekt“ zunutze. Demnach kann er die Rendite auf das von ihm eingesetzte Eigenkapital maximieren, wenn er überwiegend Fremdkapital für den Kauf nutzt, dessen Verzinsung niedriger sein muss als die Gesamtkapitalrendite. Von zentraler Bedeutung ist insoweit, dass die zu erwerbende Zielgesellschaft die gesamte Tilgungs- und Zinslast trägt und dass die Kapital

gebenden Banken einen möglichst hohen Verschuldungsgrad akzeptieren. Die Vorteile für den Erwerber liegen dann zum einen in einem deutlich geringeren Risiko, da er selbst nicht Darlehensnehmer ist und als Sicherheiten für die Finanzierung meist nur die Anteile an der Zielgesellschaft stellen muss. Zum anderen kann der Erwerber mit relativ geringem Eigenkapital-Einsatz hohe Renditen erwirtschaften und bei einer breiten Streuung seiner Investments eine sowohl risikodiversifizierte als auch attraktive Anlage für seine Investoren bieten.

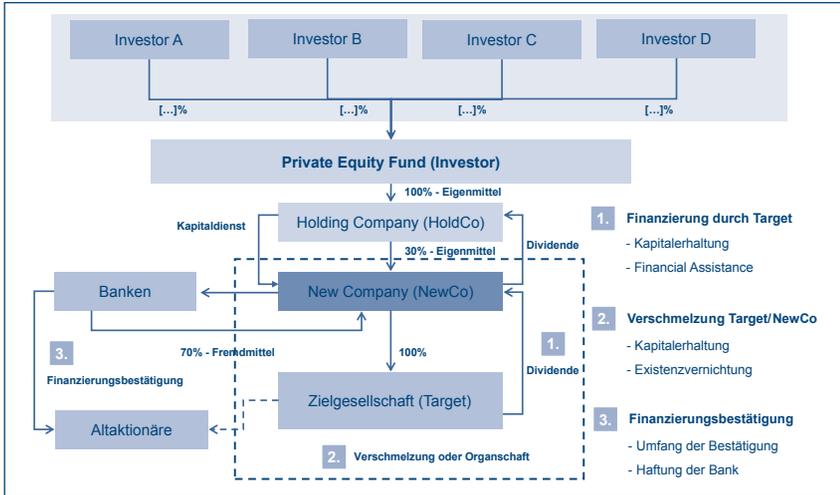


Abb. 14: Schematische Darstellung der Erwerbsstrukturen eines Leveraged Buy Out.

2. Praxisaspekte

Insbesondere in Niedrigzinsphasen sind LBOs en vogue, weil sich dann durch Nutzung von günstigem Fremdkapital besonders hohe Eigenkapital-Renditen erzielen lassen. Weil es dem Investor letztlich maßgebend auf möglichst hohe Ausschüttungen der Zielgesellschaft (Target) ankommt, sind die insoweit möglichen Ausschüttungstechniken bedeutsam. Ferner ist das Profil der Erwerber bzw. der Investoren von Relevanz

Financial Leverage Effekt: Erwirtschaftet ein Unternehmen aus seinem operativen Geschäft eine Gesamtrendite, die höher ist als der Fremdkapitalzinssatz, so kann es seine Rendite auf das Eigenkapital erhöhen, indem es weiteres Fremdkapital aufnimmt. Bei einem geringen Zinssatz für Kredite kann also die Eigenkapitalrendite „gehebelt“ bzw. ein „Leverage“ erzielt werden.

2.1 Formen des Leveraged Buy Out

Bei einem LBO sind je nach Profil der Transaktion und beteiligten Erwerbern verschiedene Ausprägungen zu unterscheiden: So ist ein Management Buy Out (MBO) dadurch gekennzeichnet, dass die Erwerber aus dem bisherigen Management des Unternehmens stammen. Sofern der Kauf zusätzlich mit einem Großteil der Mitarbeiter als neuen Anteilseignern erfolgt, handelt es sich um einen Management and Employee Buy-Out (MEBO). Eine weitere Konstellation ist der Management Buy In (MBI), bei dem das Unternehmen durch externe Manager übernommen wird.

2.2 Finanzierungsstrukturen

Um einen LBO zu verwirklichen, sind verschiedene Strukturierungsmodelle möglich. Die praxisrelevanteste Form ist das mehrstufige Erwerbsmodell mit seinen vier Varianten. Im Grundmodell gründet der Investor zunächst eine Muttergesellschaft (HoldCo), die sich an einer ebenfalls neu zu gründenden Tochtergesellschaft (NewCo) beteiligt. Die NewCo dient zur direkten Beteiligung an der zu erwerbenden Zielgesellschaft und wird dazu von dem Investor über die HoldCo mit dem erforderlichen Eigenkapital (10 % bis maximal 30 % des Kaufpreises) ausgestattet. Je nach individueller Situation bieten sich daraufhin die folgenden vier Varianten an.

2.2.1 Merger Buy Out

Das Umwandlungsmodell (Merger Buy Out) sieht vor, dass die NewCo zunächst das zum Erwerb erforderliche Darlehen aufnimmt und als Sicherheit die Anteile an der Zielgesellschaft verpfändet. Ergänzend kann die NewCo eine Unternehmensanleihe (i.d.R. High Yield Bond mit hoher Verzinsung wegen der erhöhten Risiken) begeben. Nach Kaufvertragsschluss wird in einem zweiten Schritt die Zielgesellschaft auf die NewCo verschmolzen, um das Darlehen vollwertig zu besichern und zudem unter Nutzung der in § 24 UmwG vorgesehenen Wahlrechte eine günstige Bilanzierung der übernommenen Aktiva der Zielgesellschaft zu erreichen. Die somit verschmolzene neue Gesellschaft führt den fremdfinanzierten Kaufpreis nebst Zinsen letztlich aus den künftigen Free

Debt Push Down: Um einen Unternehmenskauf zu finanzieren, nimmt der Käufer den Kredit nicht selbst, sondern über eine eigens gegründete Akquisitionsgesellschaft auf. Als Sicherheit gewährt er der Bank sämtliche Anteile an dem zu erwerbenden Unternehmen. Mit diesem wird die Akquisitionsgesellschaft mitsamt ihren Schulden schließlich verschmolzen, so dass die Verbindlichkeiten bildlich auf das erworbene Unternehmen „heruntergedrückt“ werden. Dieses wird somit Kreditnehmer und muss Zinsen sowie Tilgung erbringen – es finanziert den eigenen Kauf also selbst.

Cash Flows zurück. Problematisch kann dieses Modell in steuerlicher Hinsicht sein, wenn die Zielgesellschaft über erhebliche Immobilienbestände verfügt. Denn aufgrund von § 1 Abs. 3 Nr. 1 GrEStG fällt auch bei der Übertragung von Anteilen an einer GmbH Grunderwerbssteuer an, sofern der Erwerber unmittelbar oder mittelbar mindestens 95 % der Anteile an der Gesellschaft in seiner Hand vereinigt.

2.2.2 Down Stream Merger

Um diesen Nachteil zu vermeiden, wird in praxi bei großen Immobilienbeständen des Targets oft das Debt Push Down Modell in Form des Down Stream Merger angewandt. Wie im Umwandlungsmodell nimmt die NewCo das Darlehen zur Finanzierung des Unternehmenskaufs auf und überträgt die Zins- und Tilgungslast per Verschmelzung auf das Target. Allerdings erfolgt die Verschmelzung in umgekehrter Richtung: Die NewCo wird auf die Zielgesellschaft verschmolzen und damit die Darlehensverpflichtung quasi auf das Target „heruntergedrückt“. Grunderwerbssteuer fällt mangels Übertragung von Immobilien der NewCo nicht an, und die Verbindlichkeiten befinden sich schlussendlich ebenfalls in einer einzigen juristischen Person – der Zielgesellschaft. Diese hat den künftigen Kapitaldienst für ihren Erwerb durch den Investor aus den Free Cash Flows selbst zu erbringen.

2.2.3 Asset Drop Down

Verbreitet ist darüber hinaus der sog. Asset Drop Down: Zunächst erfolgt seitens der NewCo der Kauf der Zielgesellschaft; anschließend wird letztere in eine Personengesellschaft (z.B. GmbH & Co. KG)

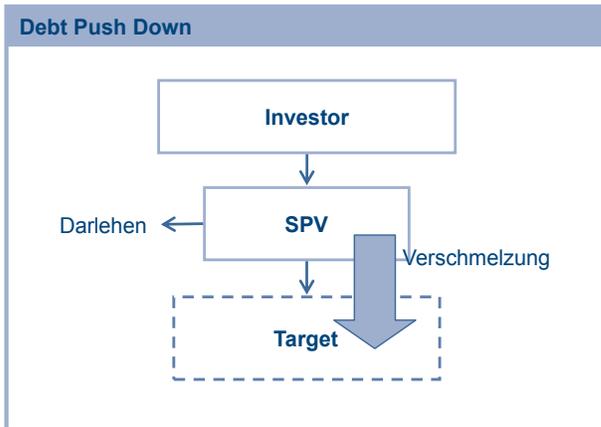


Abb. 15: Beim Debt Push Down werden Schulden des Erwerbshelikers auf Target übertragen.

umgewandelt. Der Vorteil liegt darin, dass die neue Personengesellschaft steuerlich neutral ist und Teile ihres Vermögens auf Tochtergesellschaften ausgliedern kann. Auf diese Weise lassen sich stille Reserven heben; damit entsteht zusätzliches ausschüttbares Vermögen, welches daraufhin der NewCo zwecks Finanzierung der Transaktion zugeführt wird. Daneben wird die Transaktion auch dort aus den Free Cash Flows finanziert.

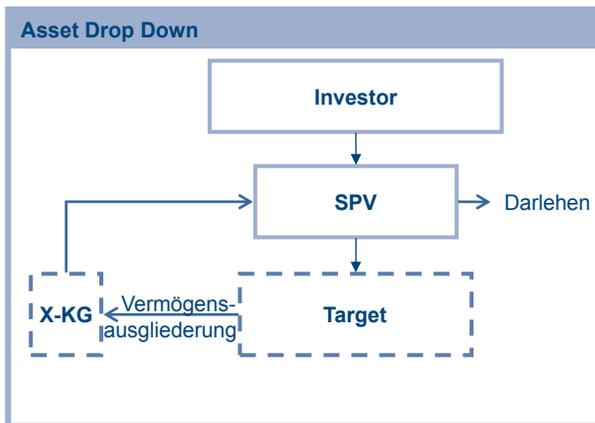


Abb. 16: Asset Drop Down: Vermögensausgliederung führt zu Ausschüttungen des Target.

2.2.4 Jumbo-Dividende

Schließlich besteht je nach steuerlicher und rechtlicher Einzelfallsituation die Möglichkeit, ohne eine Verschmelzung vorzugehen. Die NewCo erwirbt die Anteile an der Zielgesellschaft, diese finanziert in den Folgejahren den eigenen Erwerb durch Dividenden bzw. Gewinnausschüttungen. Praxisüblich ist es, die Zielgesellschaft maximal mit Fremdkapital auszustatten, das aus den Free Cash Flows zurückzuführen ist. Zudem hat die Zielgesellschaft aus ihrem Bilanzge-

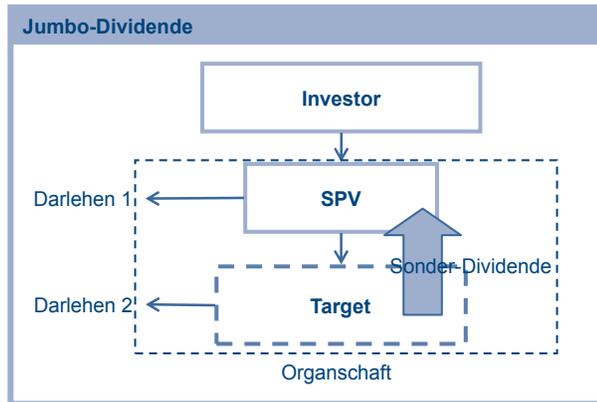


Abb. 17: Target kann eigenen Erwerb nachträglich auch durch Sonderdividenden finanzieren.

winn bzw. der freien Rücklage regelmäßig Sonderausschüttungen an die New-Co zu gewähren.

3. Rechtsfragen

Stark fremdfinanzierte Unternehmenstransaktionen können rechtlich problematisch sein, wenn sie Interessen von Gläubigern der Zielgesellschaft berühren. Daneben stellen sich auch übernahmerechtliche Fragestellungen, wenn es um den Kauf börsennotierter Unternehmen geht. Zudem haben sich in steuerlicher Hinsicht die Rahmenbedingungen für LBOs in Deutschland verschärft, da wegen der sog. „Zinsschranke“ die aufgrund eines Darlehensvertrags anfallenden Netto-Zinsaufwendungen nicht mehr zu 100 % steuerlich abzugsfähig sind.

3.1 Gesellschaftsrecht

In gesellschaftsrechtlicher Hinsicht kann ein LBO insbesondere mit Blick auf den Kapitalerhaltungsgrundsatz problematisch sein. Dieses Prinzip ist kennzeichnend für das Kapitalgesellschaftsrecht und besagt, dass das Stamm- bzw. Grundkapital grds. nicht angetastet werden darf, sondern für Gläubiger der Gesellschaft als Haftsumme zur Verfügung stehen muss. Insoweit gilt es, zwischen GmbH und AG zu differenzieren. Bei Verstößen gegen die Kapitalerhaltungsvorschriften machen sich Geschäftsführer und Vorstände persönlich haftbar.

3.1.1 Unterbilanzhaftung

Bei einer AG basiert der Grundsatz der Kapitalerhaltung auf § 57 GmbHG. Demnach dürfen den Aktionären die Einlagen nicht zurückgewährt werden. Im Aktienrecht gilt eine vergleichsweise strengere Kapitalbindung, d.h. Ausschüttungen an Aktionäre sind ausschließlich aus dem Bilanzgewinn oder im Rahmen bestehender Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträge an den Hauptaktionär (dieser muss dazu mindestens über 75% der Stimmrechte verfügen) möglich. Daher sind Dividenden als rechtswidrig anzusehen, die zu einer Unterbilanz der AG führen. Die Rechtsform der AG ist mithin für einen

LBO denkbar ungeeignet, da bei Ausschüttungen zwingend die Erhaltung der Stammkapital-Kennziffer zu beachten ist.

3.1.2 Financial Assistance

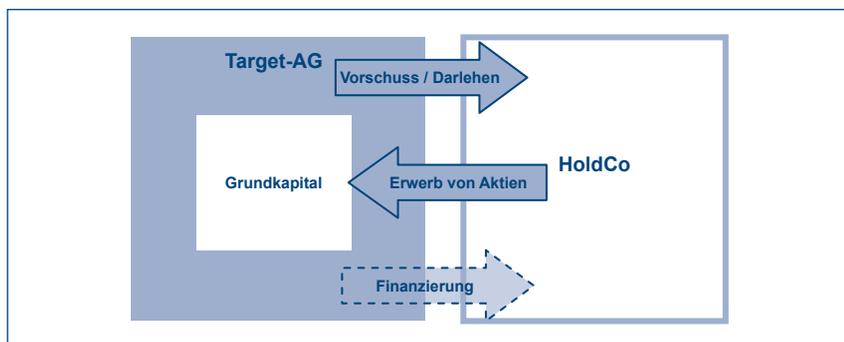


Abb. 18: Verbot der Financial Assistance: Target darf nicht Vorschuss oder Darlehen an Erwerber gewähren, um ihm damit Kauf der eigenen Aktien zu ermöglichen.

Flankiert wird der Kapitalerhaltungsgrundsatz im Aktienrecht durch das Verbot der Financial Assistance gemäß § 71a AktG. Demzufolge ist ein Rechtsgeschäft nichtig, das „die Gewährung eines Vorschusses oder eines Darlehns oder die Leistung einer Sicherheit durch die Gesellschaft an einen anderen zum Zweck des Erwerbs von Aktien dieser Gesellschaft“ zum Gegenstand hat. Das vom Gesetzgeber mit dieser Regelung primär angedachte Modell ist die Auszahlung von Vermögen der AG an einen Investor, damit dieser daraufhin die Aktien der AG erwerben kann. Mit Blick auf LBOs ist es umstritten, ob auch die insoweit typische Sonder-Dividende von § 71a AktG erfasst ist: Kauft der Investor im ersten Schritt fremdfinanziert Aktien der AG und refinanziert die Transaktion im zweiten Schritt durch hochvolumige Dividenden, so stellt sich die Frage, ob es sich auch hierbei um einen Vorschuss, ein Darlehen oder um die Leistung einer Sicherheit handelt.

Financial Assistance: Wenn eine AG selber mithilft, um den eigenen Erwerb zu finanzieren, nennt man dies „Financial Assistance“. Gesetzlich verboten sind jedenfalls vorfinanzierende Unterstützungen, aber auch nachträgliche Finanzierungshilfen durch z.B. Sonderausschüttungen gelten als unzulässig.

Dagegen spricht die fehlende Übereinstimmung des Wortlauts von § 71a AktG mit der umgekehrten Finanzierungsfolge bei einem LBO. Andererseits lässt sich eine analoge Anwendung der Vorschrift und folglich ein Verstoß damit begründen, dass eine Regelungslücke im Hinblick auf die nachträgliche Finanzierung des Aktienerwerbs besteht und zudem die Interessenlage bei einem LBO mit der gesetzlichen Situation des § 71a AktG vergleichbar sein dürfte, da es in beiden Fällen um den Erwerb von Aktien geht. Angesichts fehlender höchstrichterlicher BGH-Rechtsprechung zur Financial Assistance beim LBO gibt es gewisse Rechtsrisiken, die für jeden Einzelfall geprüft werden sollten. Bedeutsam wird das Verbot der Financial Assistance in einer etwaigen Insolvenz der AG, da in diesem Fall die Aktionäre (hier: die NewCo) zur Rückzahlung der nichtigen Auszahlungen verpflichtet wären. Nach derzeit bekannter Judikatur sollte insbesondere die nachweisliche Verknüpfung der Dividenden mit der Finanzierung der Transaktion (z.B. auf Basis eines Business Case) als problematisch

im Hinblick auf das Verbot der Financial Assistance einzustufen sein. Dies gilt auch nach der Ergänzung der Vorschrift aufgrund der GmbH-Reform: Zwar sieht der neu eingefügte § 71a Abs. 1 S. 3 AktG nunmehr vor, dass das Verbot der Financial Assistance nicht gilt, wenn ein Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag geschlossen wurde. Bei einer Unternehmensakquisition wäre folglich sowohl die vorherige als auch nachträgliche Finanzierung durch die Zielgesellschaft zulässig, sofern diese vertraglich dem Erwerber untersteht – wozu ein Beherrschungsvertrag und somit eine Beteiligung von mindestens 75 Prozent erforderlich ist. Bei einem LBO wird dies in aller Regel der Fall sein, so dass das Verbot der Financial Assistance nunmehr kein Problem mehr darstellen sollte. Allerdings können sich stattdessen neue Herausforderungen insbesondere mit Blick auf das Sondervorteilsverbot und die Existenzvernichtungshaftung (siehe nachstehend) ergeben.

3.1.3 Sondervorteilsverbot

Handelt es sich bei der Zielgesellschaft um eine AG, so können die im Rahmen eines LBO an die NewCo gewährten Ausschüttungen auch aktienrechtlich anfechtbar sein. Aus § 243 Abs. 2 S. 1 AktG ergibt sich, dass die Anfechtung darauf gestützt werden kann, dass ein Aktionär mit der Ausübung des Stimmrechts für sich oder einen Dritten Sondervorteile zum Schaden der Gesellschaft oder der anderen Aktionäre zu erlangen suchte. Manche Juristen bejahen dies für den Fall, dass sich der neue Hauptaktionär einer börsennotierten Zielgesellschaft im Rahmen eines LBO eine Sonderdividende gewähren lässt, um damit seine Finanzierung der Übernahme nachträglich zu refinanzieren. Das erscheint aber zweifelhaft, weil der Hauptaktionär einen anfechtbaren Sondervorteil zum Schaden der AG oder der anderen Aktionäre erstreben muss. Entscheidend kommt es darauf an, ob der Hauptaktionär mit dem Beschluss über die Sonderdividende „sachwidrig bevorzugt“ wird. Erfüllt ist dies, wenn der Vorteil nicht allen zufließt, die sich gegenüber der AG in vergleichbarer Lage befinden. Daran wird es bei einer Sonderdividende zur nachträglichen Übernahmefinanzierung meist scheitern, wenn sämtliche Aktionäre eine Ausschüttung in derselben Höhe erhalten. Das ist regelmäßig weder zum Schaden der AG, da sie mit der Sonderdividende ihre eigene Zukunft sichert, noch zum Schaden einzelner Aktionäre. Diese haben zwar geringere Anteile, sind aber gesellschaftsrechtlich in derselben Position wie der Hauptaktionär und folglich in einer vergleichbaren Lage.

3.1.4 Kapitalerhaltung und Limitation Language

Bei einer GmbH beruht der Grundsatz der Kapitalerhaltung auf den §§ 30, 31 GmbHG. Demnach darf das zur Erhaltung des Stammkapitals erforderliche Vermögen der Gesellschaft an die Gesellschafter nicht ausgezahlt werden. Verbotswidrige Zahlungen müssen der Gesellschaft erstattet werden. Allerdings ist die Kapitalbindung im GmbH-Recht deutlich geringer ausgeprägt als in der AG: Kommt es zu einer Unterbilanz bzw. wird das Stammkapital der GmbH teilweise oder ganz aufgezehrt, so haften die Gesellschafter nachträglich in Höhe ihrer Einlagen. Ausschüttungen im Rahmen eines LBO sind bei einer GmbH also auch zu Lasten des Stammkapitals möglich; allerdings führt dies zur Nachhaftung der NewCo bzw. des Targets.

Wird im Rahmen eines LBO ein Target mit mehreren Tochtergesellschaften erworben, so wird das gewährte Darlehen in aller Regel mit dem gesamten Vermögen der Unternehmensgruppe besichert. Daraus kann ein erhebliches persönliches Haftungsrisiko für den Geschäftsführer entstehen: Sichert eine Tochtergesellschaft die Darlehensverpflichtung der Muttergesellschaft ab, stellt dies ggf. einen Verstoß gegen den Grundsatz der Kapitalerhaltung dar. Denn es kommt rechtlich einer Auszahlung gleich, wenn für die Verbindlichkeit eines (künftigen) Gesellschafters eine Sicherheit gewährt wird.

Die ausschüttbare freie Rücklage einer Kapitalgesellschaft ist deren Gesamtvermögen abzüglich des Stamm- bzw. Grundkapitals sowie der Verbindlichkeiten. Weil bei einem LBO angesichts der hohen Verschuldung meist keine freie Rücklage auf Ebene einer Tochtergesellschaft verbleibt, dürfte diese nach Kapitalerhaltungsgrundsätzen nicht Kredite für ihre Muttergesellschaft aufsteigend besichern. Im Spannungsfeld zwischen den Interessen der finanzierenden Bank und der handelnden Geschäftsführer wird in praxi eine so genannte „Limitation Language“ verwendet. Diese im Darlehensvertrag zu regelnde Klausel beinhaltet Vollstreckungsbeschränkungen: Demnach darf die finanzierende Bank die Sicherheiten von Tochter- und Schwestergesellschaften nur insoweit vollstrecken, wie dadurch nicht das zur Erhaltung deren Stammkapitals erforderliche Vermögen angegriffen wird. Folglich kann die Bank ausschließlich in die freien Rücklagen vollstrecken. Um diese zu berechnen, werden von der Bilanzsumme der betreffenden Tochter- und Schwestergesellschaft das in der Satzung bezifferte Stammkapital sowie die lang- und kurzfristigen Verbindlichkeiten in Abzug gebracht. Ein Formulierungsbeispiel für eine Limitation Language in Kreditverträgen lautet:

„Die Mitschuldnerschaft des Sicherungsgebers ist dahingehend limitiert, dass der Sicherungsgeber nur dann und nur insoweit aus der Mithaft in Anspruch genommen werden kann, als sichergestellt ist, dass durch die Inanspruchnahme des Sicherungsgebers weder sein Stammkapital angegriffen noch seine Existenz vernichtet wird. Im Sicherungsfall ist der Sicherungsgeber jedoch verpflichtet, solche Vermögensgegenstände zu veräußern, deren Buchwert wesentlich geringer ist als der Marktwert und die sowohl rechtlich als auch wirtschaftlich veräußert werden können.“

Rechtlich führt diese praxisübliche Klausel dazu, dass der Sicherungsgeber zum einen gegenüber der Bank ein Leistungsverweigerungsrecht hat hinsichtlich Bürgschaften oder Garantien. Zum anderen kann er Unterlassung von der Bank fordern, wenn es um die Verwertung dinglicher Sicherheiten wie z.B. abgetretene Forderungen oder Grundschulden geht. Für den Geschäftsführer bzw. Vorstand der sicherungsgebenden Gesellschaft reduziert die Limitation Language grds. das Haftungsrisiko, weil die Upstream-Besicherung des Kredits der Muttergesellschaft nicht das Stammkapital angreift. Allerdings können sie auch nach dem neuen GmbH-Recht weiterhin nach § 43 Abs.2 GmbHG haftbar gemacht werden, sofern der Erstattungsanspruch der sicherungsgebenden Tochter-GmbH gegenüber ihrer Muttergesellschaft nicht werthal-

Limitation Language:

Fremdfinanzierte Unternehmenskäufe mit einem hohen Verschuldungsgrad können für Gläubiger problematisch sein. Denn sofern bei einer Insolvenz kein Stammkapital mehr übrig bliebe, würden sie mit ihren Forderungen ausfallen. Dies gilt vor allem, wenn sich Banken für den gewährten Kredit sämtliche Vermögenswerte der gesamten Unternehmensgruppe verpfänden lassen. Weil aber gesetzlich vorgeschrieben ist, dass das Stammkapital erhalten werden muss, gibt es in den meisten Darlehensverträgen eine Limitation Language. Diese Regelung besagt, dass die Banken ihre Darlehensforderungen gegen den Schuldner oder seine Tochtergesellschaften nur soweit vollstrecken können, wie dadurch nicht das Stammkapital angestastet wird.