

RA/StB Dr. Hans-Jochen Otto, Stuttgart

## Fremdfinanzierte Übernahmen — Gesellschafts- und steuerrechtliche Kriterien des Leveraged Buy-Out

### I. Betriebswirtschaftliche Grundlagen

#### 1. Zur Wirkungsweise des Leverage-Effektes

Eine wesentliche Triebfeder für den inzwischen viel diskutierten „Boom“ des Mergers & Acquisition-Geschäfts<sup>1)</sup> in seinen vielfältigen Erscheinungsformen ist die zwar nicht neue, aber in den USA seit etwa Anfang der 80er Jahre — maßgeblich durch die Investmentfirma Kohlberg, Kravis, Roberts (KKR) — zunehmend perfektionierte Technik der Fremdfinanzierung von Unternehmensübernahmen<sup>2)</sup>. Die hierdurch in Gang gesetzte Entwicklung hat u. a. zur Folge, daß sich einerseits der bislang auf eigenkapitalstarke Unternehmen/Privatpersonen beschränkte Kreis potentieller Unternehmenserwerber drastisch erweitert hat und insbesondere Manager als Käufer in Erscheinung treten (Management Buy-Out), sowie andererseits auch Unternehmen zu potentiellen „Übernahmekandidaten“ werden, die vorher als rentable Kaufobjekte nicht in Betracht kamen.

Das hierbei nutzbar gemachte Prinzip der Hebelwirkung des Fremdkapitaleinsatzes, welches dieser Finanzierungstechnik die Bezeichnung „Leveraged Buy-Out“ (LBO) gegeben hat<sup>3)</sup>, beruht letztlich auf einem altbekannten betriebswirtschaftlichen Prinzip<sup>4)</sup>: Bei der Finanzierung einer Investition kann die Rendite des dazu eingesetzten Eigenkapitals durch zusätzliche Aufnahme von Fremdkapital erheblich gesteigert werden, sofern die Gesamtkapitalrendite höher ist als die für die Fremdkapitalaufnahme aufzuwendenden Zinsen. Ist letzteres der Fall, lohnt sich eine zusätzliche Verschuldung.

Die Besonderheit des LBO besteht darin, daß die Ausnutzung dieses, im Rahmen herkömmlicher betrieblicher Investitionen zur alltäglichen Praxis gehörenden Leverage-Effektes für den Erwerb nicht nur einzelner Wirtschaftsgüter, sondern ganzer Unternehmen nutzbar gemacht wird. Führen die aus dem erworbenen Unternehmen erzielbaren Kapitalrückflüsse zu einer Gesamtkapitalrendite im vorgeschriebenen Sinne, so kommt es aufgrund der dadurch bewirkten, kontinuierlichen Rückführung des aufgenommenen Fremdkapitals zu einer erheblichen Wertsteigerung des eingesetzten Eigenkapitals.

Die aufgenommenen Fremdmittel wirken wie ein Hebel auf die Eigenkapitalrendite. Wird der Unternehmenserwerb mittels einer eigens zu Übernahmезwecken konzipierten und mit entsprechender Eigen-/Fremdkapitalrelation (durchschnittliche Schwankungsbreite in der Praxis zwischen 1:4 bis 1:9<sup>5)</sup>) finanzierten Gesellschaft (in der Bundesrepublik meist GmbH) durchgeführt, führt der Leverage-Effekt so zu einer deutlichen Wertsteigerung der Anteile an dieser Gesellschaft. Die erzielbaren jährlichen Eigenkapitalrenditen liegen in LBO-Fällen bei durchschnittlichem Erfolg des Investments um 30%, können jedoch auch weitaus höher sein.

So einfach die Grundidee des LBO danach erscheint, so kompliziert gestaltet sich seine Umsetzung im Rahmen der Akquisition ganzer Unternehmen, die als komplexe Gebilde mehr sind als die Summe ihrer Wirtschaftsgüter. Die Beachtung der Grundsätze des Gläubigerschutzes, der je nach Rechtsform unterschiedlichen gesellschaftsrechtlichen und steuerlichen Gegebenheiten und — last not least — die Notwendigkeit der zur realistischen Renditekalkulation in gesteigertem Maße erforderlichen vorherigen Kenntnis wesentlicher betriebswirtschaftlicher Daten des Zielunternehmens stellen ungewöhnlich hohe Anforderungen an die Qualität der konzeptionellen Gestaltung der Akquisition dar<sup>6)</sup>.

Die zur Rückführung des eingesetzten Fremdkapitals erforderliche Gesamtkapitalrendite kann in typischen LBO-Gestaltungen in aller Regel nicht allein aus den einem einfachen Gesellschafter zugänglichen Ausschüttungen von Gewinn und freien Rücklagen erzielt werden. Erforderlich ist vielmehr, daß auch der darüber hinausgehende Cash-Flow des Unternehmens, also insbesondere dessen sonstige Liquidität in Form von Abschreibungen und Zuführungen zu langfristigen Rückstellungen zur Fremdmittelbedienung verfügbar ist, was wiederum voraussetzt, daß die Umsatzerlöse in möglichst gleichmäßiger, prognostizierbarer Weise und

zu einem hohen Prozentsatz in liquider Form vereinnahmt werden können. Über den laufenden Cash-Flow hinaus kann des weiteren auch die Renditeerzielung durch Realisierung stiller Reserven des Zielunternehmens in Betracht kommen.

Kann als Folge des Erwerbs des Zielunternehmens eine Buchwertaufstockung von dessen Aktiva auf Anschaffungskostenniveau, gegebenenfalls in Verbindung mit dem Ausweis eines — seit 1. 1. 1987 steuerlich abschreibbaren<sup>7)</sup> — Firmenwertes in Höhe der Differenz zwischen Gesamtkaufpreis und Teilwert des Betriebsvermögens, vorgenommen werden, läßt sich wegen des zusätzlichen Kapitalfreisetzungseffektes der dadurch erhöhten Abschreibungen eine weitere Cash-Flow-Steigerung in Gestalt der durch die entsprechende Aufwandserhöhung ersparten Ertragstauern des Zielunternehmens erreichen. Ein weiterer Effekt der Buchwertaufstockung besteht in der dadurch herbeigeführten Auflösung stiller Reserven der Aktiva der Zielgesellschaft, so daß eine spätere, eventuell angestrebte Veräußerung nicht betriebsnotwendiger Wirtschaftsgüter nur noch mit geringen oder gar keinen Steuern belastet ist.

Es wäre jedoch ein grundlegendes Mißverständnis, anzunehmen, daß eine LBO-Finanzierung ihrer Eigenart nach darauf abzielt, Kaufpreiskosten und erwarteten Gewinn durch eine das Zielunternehmen schädigende „Ausbeutung“ von diesem benötigter Liquidität und stiller Reserven sowie durch transaktionsbedingte Steuerersparnisse zu erwirtschaften.

Eine Beeinträchtigung der Ertragskraft des Zielunternehmens kann schon deshalb nicht im Erwerberinteresse liegen, weil dieser dadurch seine eigene, im Normalfall auf einen Zeitraum von ca. fünf Jahren angelegte Basisfinanzierung in höchstem Maße gefähr-

1) Vgl. z. B. *Caytas/Mahari*, im Banne des Investmentbanking, 1988, *Peltzer*, Takeover fever und merger mania, in *Wirtschaft und Wissenschaft im Wandel*, FS Carl Zimmerer, 1986, S. 271 ff.; v. *Falkenhausen*, Das „Takeover-Game“ — Unternehmenskäufe in den USA —, in FS Stiefel, 1987, S. 163 ff.; *Sünner*, Takeovers made in USA, AG 1987 S. 276 ff.; zur Problematik „unfreundlicher“ Übernahmen nach deutschem Recht vgl. *Hauschka/Roth*, Übernahmeangebote und deren Abwehr im deutschen Recht, AG 1988 S. 181 ff.; *Otto*, Übernahmeversuche bei Aktiengesellschaften und Strategien der Abwehr, DB-Beilage Nr. 12/1988; *Peltzer*, Prophylaktische Verteidigungsstrategien gegen unerwünschte Übernahmeversuche, ZfgK 1988 S. 577 ff.; *ders.*: Hostile Takeovers in der Bundesrepublik, ZIP 1989 S. 69 ff.; *Stoll*, Rechtliche Aspekte von „feindlichen“ Übernahmen von Aktiengesellschaften, BB 1989 S. 301 ff.

2) Zur Thematik fremdfinanzierter Übernahmen im „Buy-Out“-Verfahren nach deutschem Gesellschaftsrecht vgl. *Lutter/Wahlers*, Der Buy-Out: Amerikanische Fälle und die Regeln des deutschen Rechts, AG 1989 S. 1 ff.; *Peltzer*, Rechtliche Problematik der Finanzierung des Unternehmenskaufs beim MBO, DB 1987 S. 973 ff.; *Hauschka*, Wirtschaftliche, arbeits- und gesellschaftsrechtliche Aspekte des Management Buy-Out, BB 1987 S. 2169 ff.; *Holzappel/Pöllath*, Leveraged Buy-Out und Management Buy-Out, in *Recht und Praxis des Unternehmenskaufs* (RWS Skript 135), 3. Aufl. 1988, S. 111 ff.; *Otto*, Management Buy-Out, in: Beck'sches Handbuch des Kapitalanlagerechts, § 26 (im Erscheinen); aus betriebswirtschaftlicher Sicht: *Lerbinge*, Unternehmensakquisition durch Leveraged Buy-Out, Die Bank 1986 S. 133 ff.; zur Rechtslage in Frankreich: *Kerber*, Unternehmensübernahme im „buy-out“-Verfahren, WM 1987 S. 741 ff.

3) Leverage = Hebel.

4) Zum Leverage-Effekt vgl. *Wöhe*, Einführung in die Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, 16. Aufl. 1986, S. 722 ff.; *Schierenbeck*, Grundzüge der Betriebswirtschaftslehre, 8. Aufl. 1986, S. 395 ff.; *Rautenberg*, Finanzierung und Investition, 3. Aufl. 1984, S. 8 ff.

5) Vgl. z. B. für die USA und Großbritannien: *Thompson*, Trends in Management Buy-Outs, in: de Caires (Hrsg.), Management Buy-Outs, 1988 S. 15; die in der Bundesrepublik zu beobachtenden Gestaltungen bewegen sich ebenfalls innerhalb dieser Bandbreite.

6) Vgl. hierzu auch *Lerbinge*, a.a.O. (Fn. 2), S. 142.

7) Siehe § 7 Abs. 1 Satz 3 EStG.

den würde. Ebensovienig kann es in seinem Interesse liegen, am Ende der Schuldenrückführungsphase ein ausgeplündertes, nicht mehr wettbewerbsfähiges Unternehmen zurückzulassen, da er durch eine solche Wertvernichtung gerade den Leverage-Effekt, also die Wertsteigerung des eingesetzten Eigenkapitals zunichtemachen und sich selbst die Möglichkeit gewinnbringender Anteilsveräußerung an Dritte oder Börseneinführung verbauen würde. Was schließlich die steuerlichen Aspekte betrifft, so hat die US-amerikanische Entwicklung nach dem Tax Reform Act 1986 gezeigt, daß trotz Abschaffung vieler, insbesondere mit der transaktionsbedingten Buchwertaufstockung verbundener Steuervorteile<sup>8)</sup> der Umfang der LBO-Finanzierungen hiervon in keiner Weise tangiert wurde.

## 2. Risiken und Vorzüge von LBO-Finanzierungen

Ernstzunehmende Kritik an LBO-Finanzierungen wird daher, von gelegentlichen emotional gefärbten oder auf Publikumswirksamkeit abzielenden Äußerungen abgesehen<sup>9)</sup>, nicht an den vom LBO-Investor verfolgten Zielsetzungen, sondern im Hinblick auf objektive Risiken<sup>10)</sup> solcher Finanzierungstechniken geäußert. Ohne daß es hier möglich wäre, diese Thematik ausführlich zu diskutieren, soll doch auf einige wesentliche Aspekte kurz eingegangen werden:

### a) Belastung des Zielunternehmens mit zu hoher Verschuldung

Die in den meisten Fällen auf das Zielunternehmen übertragenen Verbindlichkeiten der Erwerberholding aus der Kaufpreisfinanzierung müssen von diesem in einem mehrjährigen, von der Höhe des Leverage abhängigen Zeitraum wieder auf ein normales Maß zurückgeführt werden. Während das Risiko von Zinssteigerungen im allgemeinen durch vertragliche Regelungen neutralisiert werden kann, bleibt das Problem eines möglichen, entweder durch eine verfehlte Buy-Out-Konzeption, Managementversagen oder auch durch eine allgemeinwirtschaftliche Rezession bedingten Ertragsrückgangs, der erhöhte Zahlungsunfähigkeitsrisiken zur Folge haben kann.

In diesem Zusammenhang ist aber besonders zu beachten, daß für LBO-Finanzierungen bei weitem nicht jedes Unternehmen, sondern im wesentlichen nur solche in Betracht kommen, welche u. a. folgende, die aus der erhöhten Verschuldung resultierenden Risiken einschränkende Eigenschaften aufweisen<sup>11)</sup>:

- Hoher Reifegrad mit etabliertem Geschäftsgegenstand und vergleichsweise geringem Investitionsbedarf;
- Starker, kontinuierlicher, insbesondere von saisonalen Schwankungen unabhängiger Cash-Flow sowie eventuell stille Reserven in nicht betriebsnotwendigen, veräußerbaren Aktiva.

Ferner gibt es Branchen, z. B. den Nahrungsmittelsektor, die schon ihrer Eigenart nach eine erhebliche Resistenz gegen rezessionsbedingtes Nachlassen der Nachfrage aufweisen.

Auch zeigt der Verlauf von über zehn im Zeitraum zwischen 1976 bis Ende 1982 von der amerikanischen Investmentfirma KKR durchgeführten LBO's, daß diese sich aufgrund sorgfältiger Auswahl und Planung trotz Rezessionserscheinungen in den frühen 80er Jahren (Anstieg der prime rate auf über 20%) behaupten konnten und neben pünktlicher Rückzahlung aller Schulden eine Eigenkapitalrendite von über 30% erwirtschafteten.

Gleichwohl sind Rezessionsgefahren das mit Abstand größte, bei LBO-Finanzierungen einzukalkulierende Risiko<sup>12)</sup>.

Je höher z. B. der dynamische Verschuldungsgrad (Quotient aus Verbindlichkeiten und jährlichem Cash-Flow) und je langfristiger damit die Schuldenrückführungsphase ist, desto höher ist das Risiko. Letzteres hängt aber zu einem wesentlichen Teil von der — je nach Einzelfall sehr unterschiedlichen — Art und Weise der Ausgestaltung des LBO<sup>13)</sup> ab und ist nur in eingeschränktem Maße ein Problem der LBO-Finanzierungstechnik als solcher. Demzufolge ist es problematisch, in verallgemeinernder Form von „dem“ LBO zu sprechen: Wie sonst auch bei Unternehmensübernahmen, gibt es gute und weniger gute konzeptionelle Planungen, wobei deren Erfolg hier allerdings in noch weitaus höherem Maße von der Qualität des eingeschalteten lead investors und der externen Berater abhängig ist. Immerhin ist jedoch festzustellen, daß bedeutende Fälle von Unternehmenszusammenbrüchen aufgrund zu riskanter LBO-Finanzierungen bislang, von Einzelfällen<sup>14)</sup> abgesehen, kaum bekannt geworden sind.

### b) LBO und „Corporate Restructuring“

Die Zunahme der LBO-Aktivitäten geht Hand in Hand mit einer anderen, hiervon jedoch unabhängigen Entwicklung in der Beurteilung unternehmenspolitischer Konzeptionen. Während die 60er Jahre beherrscht waren von der Idee der Risikominimierung unternehmerischer Aktivitäten durch Diversifizierung in eine oft erhebliche Bandbreite völlig unterschiedlicher Branchen und Märkte, was zum Entstehen einer Fülle in sich inhomogen strukturierter Konglomerate führte, macht sich derzeit eine genau gegenläufige Tendenz bemerkbar, die zu einer Rückbesinnung auf das eigentliche Kernunternehmen („back to basics“<sup>15)</sup>) geführt hat. Es hat sich gezeigt, daß die Wettbewerbsfähigkeit der unterschiedlichen Teile diversifizierter Konglomerate vielfach im Verhältnis zu anderen, einen stärkeren Spezialisierungsgrad aufweisenden Unternehmen langfristig nicht gewährleistet ist und daß hierdurch bedingte Verluste in solchen Teilbereichen die Aktivitäten der ertragsstarken Unternehmensteile in unvertretbarer Weise beeinträchtigen.

Ausgehend von den USA und allmählich auch auf Europa übergehend ist daher ein Trend zur Vornahme von Umstrukturierungen („Corporate

8) Aufgrund des Tax Reform Act 1986 ist im Zuge der Abschaffung der „General Utilities Rule“ die Steuerfreiheit einer fingierten Liquidation i. S. von sec. 338 IRC weggefallen, aufgrund deren es bis zur Steuerreform wahlweise möglich war, den Kauf von Anteilen an einer Kapitalgesellschaft wie den Kauf des Betriebsvermögens dieser Gesellschaft zu behandeln, mit der Folge einer (steuerfreien) Buchwertaufstockung auf Anschaffungskostenniveau (vgl. auch sec. 338 IRC n. F.). Die Annahme von Lutter/Wahlers a.a.O. (Fn. 2) S. 12, daß die „Lawinenartige Zunahme von LBO im US-amerikanischen Rechtskreis“ auf transaktionsbedingte Buchwertaufstockungen und daraus resultierende (steuerinduzierte) cash-flow-Steigerungen zurückzuführen sei, ist daher angesichts der erheblichen Zunahme von LBO's nach 1986 nicht haltbar.

9) So z. B. H. J. Abs in Welt am Sonntag v. 8. 3. 1987, der in diesem Zusammenhang gar von „verbrecherischen Neigungen“ spricht; Herrhausen bezeichnete LBO's soweit sie für „unfreundliche Übernahmen“ eingesetzt werden, als „Irrwege des Kapitalismus“ (FAZ v. 23. 12. 1987 S. 12); vgl. auch Die Zeit v. 4. 11. 1988 mit der Überschrift „Wahnsinn in Wall Street“.

10) Hierzu Lerbinger, a.a.O. (Fn. 2), S. 141; zur gegenwärtig in den USA stattfindenden Diskussion vgl. Fortune vom 13. 2. 1989 (S. 53), vom 2. 1. 1989 (S. 46) und vom 5. 12. 1988 (S. 97) sowie Wall Street Journal vom 2./3. 12. 1988 (S. 10).

11) Hierzu auch Lerbinger, a.a.O. (Fn. 2), S. 135, 136.

12) Ebenso Lerbinger, a.a.O. (Fn. 2), S. 141, der zusätzlich das Zinsrisiko betont, welches in LBO's aber zum ganz überwiegenden Teil durch vertragliche Festlegung der Zinshöhe ausgeschaltet wird.

13) So führte z. B. der bislang größte LBO, der Erwerb des Nahrungsmittel- und Tabakkonzerns RJR Nabisco zum Preis von US-\$ 25,07 Mrd. durch KKR lediglich zu einer Eigenkapital/Fremdkapital-Quote des Unternehmens von ca. 1:3 (US-\$ 7 Mrd. Eigenkapital und US-\$ 23 Mrd. Fremdkapital); vgl. hierzu Fortune vom 2. 1. 1989 S. 50. Ein solcher Verschuldungsgrad ist bei deutschen Unternehmen als normal zu bezeichnen. Die schiefe Größe der Transaktion und die außergewöhnliche Höhe der Verbindlichkeiten als absoluter Zahl, welche in erster Linie Kritik und Besorgnisse ausgelöst haben, besagen somit für sich allein nicht viel über die Risiken, die im Nabisco-Fall in Anbetracht der vergleichsweise „rezessionsresistenten“ Branche noch zusätzlich eingeschränkt werden.

14) Insbesondere sind zu nennen der Konkurs von Revco D.S. Inc. (LBO-Volumen US-\$ 1,2 Mrd.) im Jahre 1988 und das kürzlich (vgl. Wall Street Journal vom 29. 3. 1989 S. 1) bekanntgegebene Scheitern des MBO im Falle des Lastwagenherstellers Fruehauf Corp. (LBO-Volumen US-\$ 1,7 Mrd.). Letzterer beruhte offenkundig auf einer verfehlten LBO-Konzeption der Investmentbank Merrill Lynch & Co., die dem Unternehmen eine extrem hohe Verschuldung aufzwang, obgleich es sich bei Fruehauf wegen des starken zyklischen Schwankungen unterworfenen cash-flows an sich überhaupt nicht um ein geeignetes LBO-Objekt handelte. Grund für die riskante Transaktion, bei welcher Merrill's eigener LBO-Spezialfonds die Mitwirkung verweigerte, war die Haltung des Managements, welches um eine unfreundliche Übernahme abzuwehren, einen Management Buy-Out auf der Grundlage eines viel zu hohen eigenen Gebotes durchführte.

15) Vgl. Financial Times vom 25. 5. 1988 S. 18.

Restructuring“) festzustellen<sup>16)</sup>, die auf ein Abstoßen von Randbereichen der unternehmerischen Betätigungsfelder und den Hinzuerwerb von Unternehmensteilen, die dem eigenen Kernbereich zuzuordnen sind, hinauslaufen. Unternehmen mit einem hohen Reifegrad, für deren Erträge sich zu einem wesentlichen Teil keine neuen Investitionsmöglichkeiten mit einer den Ertrag reiner Finanzanlagen übersteigenden Rendite bieten, sehen sich einem gewissen Druck zur freiwilligen Schrumpfung und stärkeren Berücksichtigung der Dividendeninteressen ihrer Aktionäre oder anderer Wege der Rückführung angesammlter inaktiver Mittel in den Wirtschaftskreislauf ausgesetzt.

Im Sinne der oben angesprochenen Tendenzen des „Corporate Restructuring“ können sich LBO's durchaus positiv auf die Schaffung von verbesserten, auf eine effizientere Nutzung unternehmerischer Ressourcen ausgerichteten Unternehmensstrukturen, insbesondere großer Konglomerate auswirken:

Zur optimalen Steigerung des Ertrags seines Investments wird der Investor ertragschwache Teilbereiche und Beteiligungen des Zielunternehmens an andere Unternehmen veräußern, die diese besser nutzen können und demzufolge einen entsprechenden Kaufpreis hierfür entrichten. Als Nebeneffekt wirken LBO's damit auch in wettbewerblich positiver Weise der Unternehmenskonzentration entgegen und setzen die in manchem „müden Riesen“ schlummernden Ressourcen wieder frei. Den eigentlichen Kernbereich des Zielunternehmens wird der LBO-Investor dagegen in der denkbar effizientesten Weise zum Zwecke der Steigerung des erwirtschafteten Cash-Flow auszubauen und zu stärken suchen, wozu insbesondere der mit den regelmäßig dem Management eingeräumten Gesellschaftsanteilen (im Durchschnitt 10 bis 20% des Gesellschaftskapitals) geschaffene Anreiz einerseits und der durch die aufgenommenen Verbindlichkeiten erzeugte wirtschaftliche Druck andererseits beitragen<sup>17)</sup>.

Der zum Erwerb aufgebrachte Gesamtkaufpreis schließlich fließt über die Altgesellschafter des Zielunternehmens wieder in den Wirtschaftskreislauf zurück und wird so in ökonomisch sinnvoller Weise genutzt. Gleichzeitig kann der auf Unternehmen mit überhöhtem Bestand an Finanzanlagen und inaktiven, stille Reserven aufweisenden Aktiva durch die Möglichkeit einer unfreundlichen Übernahme erzeugte Druck eine gleichsam generalpräventive Wirkung entfalten, indem das Management solchermaßen strukturierter Gesellschaften sich veranlaßt sehen kann, derartige Ressourcen entweder in profitablerer Weise zu investieren oder durch freiwillige Schrumpfung — z. B. im Wege der Realisierung inaktiver Vermögenswerte und Ausschüttung der daraus fließenden Sondererträge an die Aktionäre — freizusetzen (decapitalization)<sup>18)</sup>.

Zusammenfassend läßt sich daher sagen, daß viele der mit LBO's verbundenen Befürchtungen bei näherem Hinsehen als übertrieben erscheinen und die möglichen positiven Auswirkungen LBO-bedingter Restrukturierungen von Unternehmen — jedenfalls gilt das für die Bundesrepublik — noch zu wenig Beachtung finden. Sicherlich dürfen die unbestreitbaren Risiken solcher Finanzierungen keinesfalls aus dem Blickfeld geraten, zumal in Anbetracht des unter deutschen Banken noch vergleichsweise geringen Erfahrungsschatzes mit dieser Form des Investmentbanking. Dem kann jedoch nur durch Erwerb entsprechenden professionellen Know-hows<sup>19)</sup> und — soweit erforderlich — die Herausbildung verbindlicher rechtlicher Regeln seiner Anwendung, nicht dagegen durch ein — auch unter dem Gesichtspunkt der „Besitzstandswahrung“ ungeeignetes — Beharren auf überkommenen Strukturen, begegnet werden.

## II. Gesellschafts- und steuerrechtliche Aspekte des Leveraged Buy-Out

### 1. Zielsetzungen der Übernahminteressenten und in Betracht kommende Erwerbsformen

Die in aller Regel von der Gruppe der Übernahminteressenten (Investmentbank bzw. Venture Capital Gesellschaft, Manager) eigens zum Zwecke des Erwerbs des Zielunternehmens gegründete Gesellschaft ist mit Eigen- und Fremdkapital in einem bestimmten, von dem als vertretbar angesehenen Leverage abhängigen Verhältnis ausgestattet. Auf die verschiedenen denkbaren Varianten des Fremdkapitals und der Zwischenformen von Eigen- und Fremdkapital (mezzanine finance) wie z. B. Genußrechte, Gesellschafterdarlehen, stille Beteiligungen etc. soll hier nicht näher eingegangen werden. Der einfacheren Handhabung

wegen und aus steuerlichen Gründen<sup>20)</sup> wird die Übernahmgesellschaft regelmäßig die Rechtsform einer GmbH haben (im folgenden: „Neu-GmbH“). Wesentliche Zielsetzungen der Übernehmergruppe bestehen darin,

- (a) über den Gewinn des Zielunternehmens hinaus auch dessen Cash-flow zur Rückführung der von Neu-GmbH aufgenommenen Verbindlichkeiten nutzbar zu machen
- (b) gegebenenfalls nicht betriebsnotwendige, stille Reserven enthaltende Vermögensteile zu veräußern, um die daraus erzielten Einnahmen ebenfalls zur Bedienung der Verbindlichkeiten einsetzen zu können
- (c) Teile der Aktiva des Zielunternehmens den Kreditgebern von Neu-GmbH zu Besicherungszwecken zur Verfügung zu stellen<sup>21)</sup>.

Im Rahmen der Verwirklichung dieser Zielsetzungen kommen als denkbare Formen des Erwerbs des Zielunternehmens insbesondere folgende Alternativen in Betracht:

- Erwerb der Anteile an der Zielgesellschaft<sup>22)</sup> und gegebenenfalls dessen konzernmäßige Unterordnung

16) Hierzu G.B. Stewart III/D.M. Glassman (Stern, Stewart & Co.): The Motives and Methods of Corporate Restructuring, in Journal of Applied Corporate Finance Vol 1/No 1 S. 85 ff. und Vol 1/No 2 S. 79 ff.; vgl. auch die positive Beurteilung durch den Unternehmensberater Roland Berger, der für die Bundesrepublik noch erheblichen Nachholbedarf sieht, im Manager Magazin 10/88 S. 253 ff. („Mehr Mut, Männer“) und im Handelsblatt v. 22. 11. 1988 S. 17; ähnlich die Einschätzung der Wirkungen des Corporate Restructuring durch J. Murrin, Partner der Unternehmensberatungsgesellschaft McKinsey, in Financial Times v. 22. 6. 1988 S. 11 („How to raid yourself before others do“).

17) Daß dieses, zu einem wesentlichen Teil durch erhebliche Motivationsanreize des unternehmerisch beteiligten Managements erzeugte Ertragssteigerungspotential kein Wunschenken darstellt, wird durch die bisherigen, in den USA gemachten Erfahrungen durchaus belegt. Vgl. z. B. die Untersuchung von 76 Management Leveraged Buy-Outs von Kaplan (University of Chicago Business School), wonach in der Post-Buy-Out-Phase signifikant höhere Erträge des operativen Geschäfts des Zielunternehmens als vorher festgestellt wurden (dazu Fortune v. 5. 12. 1988 S. 97 f.).

18) Dazu Berger und Murrin a.a.O. (Fn. 16); vgl. ferner Wall Street Journal v. 6. 12. 1988 S. 9 („Decapitalization: Ownership Isn't Always the Best Strategy“); zu entsprechenden Maßnahmen des amerikanischen Sears-Konzerns vgl. FAZ v. 2. 11. 1988 (S. 16), Handelsblatt v. 7. 11. 1988 (S. 18) und Wall Street Journal v. 2. 11. 1988 (S. 4).

19) Japanische Kreditinstitute haben dies — im Gegensatz zu mancher deutschen Großbank — offenbar erkannt: Sie beteiligen sich nicht nur in zunehmendem Maße an US-amerikanischen LBO-Finanzierungen, sondern erwerben selbst namhafte Beteiligungen an renommierten amerikanischen Investmentfirmen, in welche sie gleichzeitig eigene Fachkräfte zwecks Erwerbs des in den USA aufgrund langjähriger Erfahrungen reichhaltig vorhandenen Know-hows entsenden (dazu: Handelsblatt v. 23. 3. 1989 S. 9; Financial Times v. 16. 1. 1989 S. 12).

20) Nichtwesentliche Beteiligungen i. S. von § 17 EStG (maximal 25%) können bei erfolgreich verlaufendem Buy-Out mit erheblichem Gewinn steuerfrei veräußert werden. Als Kehrseite bleibt allerdings die fehlende Verlustausgleichsmöglichkeit zu beachten.

21) Ob die in der Praxis verschiedentlich beobachtbaren, sich lediglich auf Verpfändungen der Neu-GmbH-Anteile an der Zielgesellschaft beschränkenden Besicherungsformen im Hinblick auf Sinn und Zweck von § 18 KWG völlig unbedenklich sind, soll hier nicht diskutiert werden. Die Anteilsverpfändung ist letztlich keine echte Sicherheit, da der Anteilspfandgläubiger ein strukturell nachrangiger Gläubiger ist, der im Konkursfalle leer ausgehen würde (dazu Schneider, FS Döllerer, 1988, S. 539). Sofern keine Sicherheiten gewährt werden, sind die Kreditinstitute nach den zu § 18 KWG ergangenen Richtlinien des Bundesaufsichtsamtes für Kreditwesen gehalten, Kredite nur auf der Grundlage von — nach Möglichkeit testierten — Bilanzen des Kreditnehmers zu gewähren. US-amerikanische Banken — einschließlich deren deutsche Niederlassungen — dürfen nach den sog. Margin requirements des Federal Reserve Board von 1986 auf der Grundlage von Anteilsverpfändungen nur Kredite bis zur Höhe von 50% des Anteilswertes vergeben.

22) Soweit im folgenden nichts anderes gesagt ist, wird jeweils unterstellt, daß 100% der Zielgesellschaftsanteile erworben werden.

- Erwerb des Vermögens der Zielgesellschaft
- zweistufige, aus einer Kombination von Anteils- und Vermögenserwerb bestehende Erwerbsmodelle

Welcher Weg beschritten werden kann, hängt maßgeblich von der Rechtsform der Zielgesellschaft ab, weshalb nachfolgend nach den drei praktisch wichtigsten Gesellschaftstypen GmbH, AG und GmbH & Co. differenziert wird.

## 2. GmbH als Zielgesellschaft

### a) Anteilsenerwerb

Erwirbt Neu-GmbH nur die Anteile der Zielgesellschaft, sind der Verwirklichung der oben skizzierten Zielsetzungen unter mehreren rechtlichen und steuerlichen Gesichtspunkten enge Grenzen gesetzt<sup>23)</sup>:

#### aa) Auszahlungen i. S. von §§ 30, 31 GmbHG

Die Kapitalerhaltungsgrundsätze der §§ 30, 31 GmbHG verhindern die Auszahlung von Gesellschaftsvermögen an den Gesellschafter Neu-GmbH, sofern hierdurch das Stammkapital vermindert wird. Ob dies der Fall ist, ist auf Buchwertbasis, also ohne Berücksichtigung stiller Reserven zu beurteilen<sup>24)</sup>.

Zwar wäre nach gesellschaftsrechtlichen Grundsätzen danach eine Verwendung von freiem, zur Stammkapitaldeckung nicht erforderlichem Vermögen möglich<sup>25)</sup>; dem stünde jedoch entgegen, daß — außerhalb zulässiger Ausschüttung freier Rücklagen — steuerlich insoweit eine verdeckte Gewinnausschüttung mit entsprechend nachteiligen Konsequenzen vorliegen würde<sup>26)</sup> und überdies nach der neueren, wenn auch überaus problematischen Rechtsprechung des 3. Strafsenats des BGH<sup>27)</sup> der Tatbestand der Untreue durch den GmbH-Geschäftsführer selbst dann verwirklicht sein kann, wenn alle Gesellschafter einverstanden sind und die gesellschaftsrechtlichen Kapitalerhaltungsregeln nicht tangiert sind.

#### bb) Sicherheitsleistungen

Auch die bloße Verwendung von GmbH-Aktiva zu Sicherungszwecken zugunsten von Kreditgebern von Neu-GmbH ist nach zutreffender Ansicht nach den oben zu aa) für „Entnahmen“ (Auszahlungen i. S. von § 30 GmbHG) geltenden Grundsätzen zu beurteilen<sup>28)</sup>. In einer die GmbH & Co. betreffenden Entscheidung hat der BGH<sup>29)</sup> ausgeführt, daß bereits die bloße Sicherungsabtretung einer an einem Gesellschaftsgrundstück bestehenden Eigentümergrundschuld an den Kreditgeber eines Kommanditisten zur Annahme einer Einlagenrückgewähr i. S. von § 172 Abs. 4 HGB nach Maßgabe des Verkehrswertes der Grundschuld führt, da hierdurch die Zugriffsmöglichkeiten der übrigen Gläubiger derart eingeschränkt würden, daß die Gesellschaft in Höhe des Wertes der Sicherungsgrundschuld die Fähigkeit eingebüßt habe, ihre Gläubiger zu befriedigen. Für die GmbH kann im Hinblick auf § 30 GmbHG insoweit nichts anderes gelten, und zwar auch soweit es sich um nicht-dingliche Sicherheitsleistungen<sup>30)</sup> (z. B. Bürgschaften etc.) handelt. Eine Ausnahme kann allenfalls dann in Betracht kommen, wenn der im Fall der Inanspruchnahme der Sicherheit entstehende Freistellungsanspruch der GmbH gegen ihren Gesellschafter uneingeschränkt realisierbar<sup>31)</sup> ist, was in Buy-Out-Fällen in Anbetracht der Finanzstruktur von Neu-GmbH aber regelmäßig problematisch ist.

Soweit die Sicherheitenbestellung, das Stammkapital nicht tangiert, ist zusätzlich die oben erwähnte Rechtsprechung des 3. Strafsenates des BGH zu berücksichtigen.

Die Unzulässigkeit derartiger Sicherheitsbestellungen müßte sich auch der die Sicherung in Anspruch nehmende Kreditgeber von Neu-GmbH entgegenhalten lassen, sofern er in Kenntnis der Verletzung von § 30 GmbHG insoweit mit dem Sicherungsgeber zusammenwirkt<sup>32)</sup>, was in Anbetracht des notwendigerweise engen Zusammenwirkens aller am Buy-Out Beteiligten, einschließlich der Fremdkapitalgeber oft der Fall sein dürfte.

#### cc) Darlehen

Rechnerisch das Stammkapital mindernde Darlehensgewährungen der Ziel-GmbH an Neu-GmbH sind wie „Auszahlungen“ im Sinne von § 30 GmbHG zu werten oder können auch unabhängig davon als strafrechtliche Untreue beurteilt werden, sofern der Rückgewährungsanspruch nicht wirtschaftlich vollwertig ist<sup>33)</sup>.

In Anbetracht der vorstehend erläuterten rechtlichen Schranken der Nutzbarmachung von GmbH-Vermögen durch den Gesellschafter, lassen sich aus einer einfachen Gesellschafterstellung von Neu-GmbH heraus die einem Buy-Out immanenten Zielsetzungen wohl nur in Ausnahmefällen verwirklichen<sup>34)</sup>. Auch der Abschluß eines Ergebnisabführungs- und Beherrschungsvertrages würde hieran nichts ändern, da dieser die §§ 30, 31 GmbHG nach zutreffender Ansicht entweder gar nicht<sup>35)</sup> oder zumindest dann nicht außer Kraft setzt, wenn der damit verbundene Verlustausgleichsanspruch der Ziel-GmbH gegen die Obergesellschaft wirtschaftlich nicht vollwertig ist<sup>36)</sup>.

### b) Vermögenserwerb

Der Erwerb aller Aktiva und Passiva der Zielgesellschaft durch Neu-GmbH bietet, verglichen mit den dargelegten, einem Gesellschafter auferlegten Beschränkungen erhebliche Vorteile:

- die Aktiva werden Vermögen von Neu-GmbH mit der Konsequenz, daß sie zu Sicherungszwecken für deren Verbindlichkeiten verwendbar sind und der von dem aus der Ziel-GmbH „herausgekauften“ Unternehmen erwirtschaftete Cash-flow für den Zins- und Schuldendienst uneingeschränkt zur Verfügung steht.
- Die Gläubiger der Ziel-GmbH sind durch das nach §§ 415, 416 BGB bestehende Genehmigungserfordernis betreffend den Übergang von Verbindlichkeiten auf Neu-GmbH geschützt, so daß sie gegen ihren Willen ihren alten Gläubiger nicht verlieren. Soweit sie die Genehmigung nicht erteilen, dient der an die Ziel-GmbH gezahlte Kaufpreis zur

23) Vgl. zu den rechtlichen Schranken unter Kapitalschutzgesichtspunkten *Lutter/Wahlers* a.a.O. (Fn. 2), S. 13 ff.  
 24) So die h. M.; vgl. *Scholz/Westermann*, GmbHG-Komm., 7. Aufl. 1988, § 30 Rdn. 13.  
 25) Vgl. für die h. M.: *Karsten Schmidt*, Gesellschaftsrecht, 1986 S. 846.  
 26) Dazu allgemein Abschn. 31 Abs. 3 KStR, die auf die einschlägige BFH-Rspr. bezugnehmen. Verfügungen des Gesellschafters über den Abschreibungs-cash-flow des Zielunternehmens würden zu dem — kontraproduktiven — Ergebnis führen, daß steuerlicher Aufwand in steuerpflichtigen Gewinn umgewandelt würde.  
 27) Vgl. BGH DB 1987 S. 1930 = WM 1988 S. 262 ff. und BGH DB 1988 S. 2505 = WM 1989 S. 136 ff.; dagegen zu Recht *Meilicke* BB 1988 S. 1261 und *Vonnemann* GmbHR 1988 S. 329 ff.; zur Untreueproblematik bei Kaufpreisfinanzierungen aus dem erworbenen Unternehmen vgl. *Ulmer*; FS Pfeiffer, 1988, S. 853 ff.  
 28) Ebenso *Lutter/Wahlers* a.a.O. (Fn. 2), S. 13. Vgl. ferner *Rohwedder*, GmbHG-Komm., 1985, § 30 Rdn. 13; *Scholz/Westermann*, a.a.O. (Fn. 24), Rdn. 26; zur Frage, ob nach dem Zeitpunkt der Sicherheitenbestellung oder dem der Inanspruchnahme zu differenzieren ist vgl. *Sonnenhof/Stütze* DB 1979 S. 925; *Meister* WM 1980 S. 390 ff.; *Barth/Gelsen* DB 1981 S. 2265 ff.  
 29) BGH NJW 1976 S. 751.  
 30) A. A. insoweit *Meister* a.a.O. (Fn. 28), S. 393; wie hier *Lutter/Wahlers* a.a.O. (Fn. 2), S. 14.  
 31) Vgl. BGH NJW 1976 S. 751 f.  
 32) BGH WM 1982 S. 1401; zustimmend *Fischer/Lutter/Hommelhoff*, GmbHG-Komm., 12. Aufl. 1988, § 30 Rdn. 29.  
 33) Zur Problematik von Gesellschafterdarlehen im Hinblick auf § 30 GmbHG vgl. insbesondere *Uwe H. Schneider*, „Kapitalmindernde Darlehen“ der GmbH an ihre Gesellschafter — Zugleich ein Beitrag zu den rechtlichen Grenzen der Finanzierung des Leveraged/Management Buy-Out, in: Handelsrecht und Steuerrecht, FS Döllner, 1988, S. 539 ff.. Soweit *Schneider* jedoch auch unabhängig von der Frage der Werthaltigkeit des Rückzahlungsanspruches rechnerisch das Stammkapital mindernde Darlehen in entsprechender Anwendung von § 43a GmbHG als unzulässig ansieht, ist dem im Hinblick auf den klaren Gesetzeswortlaut, der sich nur auf Darlehensgewährungen an Geschäftsführer, Prokuristen etc. bezieht, sowie auch wegen des Wertungswiderspruchs zu § 89 Abs. 4 Satz 2 AktG zu widersprechen; zur insoweit ebenfalls ablehnenden, überwiegenden Meinung in der Literatur vgl. *Lutter/Wahlers* a.a.O. (Fn. 2) m. w. N.  
 34) Die Annahme von *Lutter/Wahlers* a.a.O. (Fn. 2), S. 16, daß die GmbH insoweit eher als die AG einem — auf bloßen Anteilsenerwerb beschränkten — LBO zugänglich ist, kann daher bei Einbeziehung sämtlicher, auch strafrechtlicher und steuerlicher Gesichtspunkte nicht geteilt werden.  
 35) Vgl. *Scholz/Westermann* a.a.O. (Fn. 24), § 30 Rdn. 28; *Scholz/Emmerich* a.a.O. (Fn. 24), Anh. KonzernR, Rdn. 251.  
 36) So *Meister* a.a.O. (Fn. 28), S. 399.

Deckung ihrer Forderungen und kann vor deren Erfüllung nicht an die Ziel-GmbH-Gesellschafter ausgeschüttet werden. Im übrigen haftet Neu-GmbH zusätzlich nach Maßgabe der §§ 419 BGB, 25 HGB und 75 AO. Der Übergang der Arbeitsverhältnisse erfolgt nach § 613a BGB. Bankverbindlichkeiten der Ziel-GmbH, die aufgrund der Vermögensübertragung fällig gestellt werden, können in der Regel durch die Kreditgeber von Neu-GmbH umgeschuldet werden oder werden aus dem Verkaufserlös bedient.

Der Erwerb des Vermögens der Ziel-Gesellschaft als Alternative zum Anteilserwerb scheidet aber wegen steuerlicher Präferenzen der Ziel-GmbH-Gesellschafter in aller Regel aus, wenn es sich bei diesen um natürliche Personen handelt, die die Anteile im Privatvermögen oder als hundertprozentige Beteiligung im Betriebsvermögen halten. Die Anteilsveräußerung ist in diesen Fällen steuerlich privilegiert<sup>37)</sup>, wohingegen die Vermögensveräußerung durch die Ziel-GmbH bei dieser ungeschmälert der Körperschaft- und Gewerbesteuer unterliegt und die Anteilseigner auch im Falle einer anschließenden Liquidation keine steuerlichen Vergünstigungen in Anspruch nehmen können<sup>38)</sup>.

Die Vermögensübertragungsvariante kommt jedoch als geeignetes Erwerbsmodell für einen Buy-Out in Betracht, sofern Anteilseigner eine inländische Kapitalgesellschaft ist, da sich für diese im Vergleich zur Anteilsveräußerung letztlich keine steuerlichen Nachteile ergeben. Insbesondere im Fall der Übernahme von Konzerntochtergesellschaften<sup>39)</sup> (spin-off) durch das Management wird daher in dieser Weise zu verfahren sein. Handelt es sich bei der Muttergesellschaft jedoch um ein ausländisches Unternehmen mit Sitz in einem DBA-Staat, wird dieses meist nur mit einer Anteilsveräußerung einverstanden sein, da die von der Bundesrepublik abgeschlossenen Doppelbesteuerungsabkommen in diesem Fall das Besteuerungsrecht regelmäßig ausschließlich dem ausländischen Staat zuweisen und das dortige Steuerniveau vielfach unter dem der Bundesrepublik liegt<sup>40)</sup>.

### c) Mehrstufige Erwerbsmodelle

In den Fällen, in denen aus den unter b) erläuterten Gründen nur ein Anteilserwerb in Betracht kommt, können die Buy-Out Zielsetzungen häufig nur verwirklicht werden, wenn gleichwohl, in einem zweiten Schritt, eine Zusammenführung der Vermögensmassen von Ziel-GmbH und Neu-GmbH erfolgen kann. Hierfür kommen mehrere Möglichkeiten in Betracht:

#### aa) Anteilserwerb und anschließende Verschmelzung

Die an sich naheliegende Möglichkeit der Verschmelzung der Ziel-GmbH auf Neu-GmbH gemäß §§ 19 ff. KapErhG bringt jedoch eine Reihe erheblicher Nachteile mit sich:

- Wegen der nach § 27 Abs. 1 KapErhG bestehenden Pflicht zur Buchwertfortführung des übergegangenen Betriebsvermögens ergibt sich regelmäßig ein Buchverlust in der Handelsbilanz von Neu-GmbH in Höhe der Differenz zum zuvor bilanzierten Beteiligungsansatz (= gezahlter Kaufpreis für die Anteile), der in Anbetracht der niedrigen Eigenkapitalquote von Neu-GmbH zu einer buchmäßigen Überschuldung führen kann<sup>41)</sup>.
- Nach § 28 KapErhG können sich Schadensersatzansprüche gegen die Geschäftsführung ergeben, sofern Gläubiger dadurch geschädigt werden, daß sie nach vollzogener Verschmelzung in Konkurrenz zu den Gläubigern der Neu-GmbH treten. Diesem Gesichtspunkt kommt insbesondere im Buy-Out Fall Bedeutung zu.
- Eine Erhöhung des Abschreibungsvolumens durch Aufstockung der Buchwerte des übergehenden Betriebsvermögens ist nur bei voller Gewinnrealisierung seitens der Ziel-GmbH möglich (vgl. §§ 14, 3 UmwStG), wobei das hierdurch entstehende Körperschaftsteueranrechnungsguthaben von Neu-GmbH nicht einmal in Anspruch genommen werden kann, da die Verschmelzung nicht als Gewinnausschüttung gilt (Zusammenrechnung der Eigenkapitalanteile bei der Gesellschaft nach § 38 KStG).
- Die Gläubiger der Ziel-GmbH können nach § 26 KapErhG innerhalb einer 6-Monatsfrist die Stellung von Sicherheiten verlangen und sind damit unter diesem Aspekt gegenüber den Kreditgebern von Neu-GmbH bevorrechtigt.

In Anbetracht dieser Umstände dürfte die Verschmelzung nur in atypisch gelagerten Fällen in Betracht kommen.

#### bb) Anteilserwerb und nachfolgende Vermögensübertragung

Als Alternative zur Verschmelzung bietet sich die nach Erwerb der Anteile der Ziel-GmbH in einem zweiten Schritt erfolgende Veräußerung von deren Unternehmen im Wege der Einzelübertragung der Aktiva und Passiva auf Neu-GmbH an, um auf diese Weise die oben unter II 2. lit. b erläuterten Rechtswirkungen herbeizuführen. Da es sich hier um eine konzerninterne Transaktion handelt, bei der sich beide Gesellschaften nicht wie fremde Dritte gegenüberstehen, ist Gläubigerschutzgesichtspunkten und den zum GmbH-Konzern entwickelten Grundsätzen in besonderem Maße Rechnung zu tragen. Last not least sind die besonderen steuerlichen Auswirkungen einer solchen Maßnahme genauestens im voraus zu planen.

Als Kaufpreis für das Vermögen der Ziel-GmbH kommt, um eine — handelsrechtliche und steuerliche — verdeckte Gewinnausschüttung zu vermeiden, nur ein Betrag in (etwa) der gleichen Höhe in Betracht, wie er kurz zuvor für den Anteilserwerb gezahlt worden ist.

Eine Übertragung zum Buchwert scheidet aus, wäre im übrigen auch insofern nicht erstrebenswert, als nur bei Überführung zu Verkehrswerten die erwünschte Buchwertaufstockung — gegebenenfalls unter Ausweis eines abschreibungsfähigen Firmenwerts — und damit die Erhöhung des abschreibungsinduzierten Cash-flow erreicht werden kann. Eine Übertragung zu einem höheren Kaufpreis würde in Höhe des übersteigenden Betrages nicht zu einer Buchwertaufstockung bzw. einem Firmenwertausweis führen, sondern steuerlich als verdeckte Einlage (EK 04) in die Ziel-GmbH gewertet.

Das Erfordernis einer doppelten liquiden Aufbringung des Kaufpreises — zuerst für die Anteile, danach für das Vermögen der GmbH — kann im Prinzip dadurch vermieden werden, daß die Ziel-GmbH ihren Kaufpreisanspruch gegen Neu-GmbH zunächst stundet, anschließend eine Ausschüttung des durch die Vermögensveräußerung realisierten Gewinns (Differenz zwischen Buchwert ihres Betriebsvermögens und vereinbartem Kaufpreis) sowie etwaiger freier Rücklagen/Gewinnvorräte beschließt, und Neu-GmbH sodann mit ihrem Gewinnauszahlungsanspruch<sup>42)</sup> gegen die Kaufpreisverbindlichkeit<sup>43)</sup> aufrechnet. Damit bliebe nur noch

37) Veräußerungsgewinne unterliegen bei unwesentlichen Beteiligungen (nicht über 25%) im Privatvermögen nach Maßgabe von §§ 17, 34 EStG keiner Steuer (Ausnahme: Spekulationsgewinne nach § 23 EStG) und bei wesentlichen Beteiligungen nur dem halben Steuersatz; wird die Beteiligung von natürlichen Personen im Betriebsvermögen gehalten, unterliegt der Veräußerungsgewinn gem. §§ 16 Abs. 3, 34 EStG dann dem halben (Einkommen) Steuersatz, wenn sie 100% der Kapitalgesellschaftsanteile umfaßt (in diesem Falle allerdings volle Gewerbesteuerpflicht). Aufgrund der beabsichtigten Beschränkung der Steuersatzprivilegierung gemäß § 34 EStG soll der halbe Steuersatz ab 1990 nur noch für Veräußerungsgewinne bis zu DM 30 Mio. gelten, wobei aber auch insoweit der Vorteil der fehlenden Gewerbesteuerpflicht von (privaten) Anteilsveräußerungen im Vergleich zu Vermögensveräußerungen entscheidend ins Gewicht fällt.

38) Vgl. § 17 Abs. 4 EStG: „soweit die Rückzahlung nicht als Gewinnanteil gilt“.

39) Im Fall der Ausgliederung rechtlich unselbständiger Betriebsteile gilt dies ohnehin.

40) Dies ist für die ca. 3000 deutschen Tochtergesellschaften US-amerikanischer Konzerne, die zu einem nennenswerten Teil im Rahmen von „corporate restructuring“ als Buy-Out-Objekte in Betracht kommen, von Bedeutung (Körperschaftsteuersatz in den USA nach Steuerreform: 34%).

41) Dazu kritisch Adler/Düring/Schmaltz, Rechnungslegung und Prüfung der Aktiengesellschaft, § 153 Rdn. 238; zur Problematik des Verlustausweiszwanges im Buy-Out-Fall vgl. auch: Peltzer a.a.O. (Fn. 2), S. 977; Otto a.a.O. (Fn. 2), S. 2; Lutter/Wahlers a.a.O. (Fn. 2), S. 12.

42) Mit Ausschüttungsbeschluß verwandelt sich das Gewinnbezugsrecht des Gesellschafters in ein selbständiges, der Aufrechnung zugängliches Forderungsrecht, vgl. BGHZ 23 S. 150, 154 = DB 1957 S. 160; BGHZ 65 S. 230, 234 = DB 1976 S. 38; Scholz/Emmerich a.a.O. (Fn. 24), § 29 Rdn. 25 ff.

43) Bestehend aus einer Zahlungsverpflichtung in Höhe des buchmäßigen Eigenkapitals (nach erfolgter Aufrechnung) und einer Freistellungsverpflichtung in Höhe der Verbindlichkeiten der Ziel-GmbH.

eine restliche Kaufpreisverbindlichkeit in Höhe des Stammkapitals der Ziel-GmbH — gegebenenfalls zuzüglich aufgrund verweigerter Gläubigerzustimmung nach §§ 415, 416 BGB auf Neu-GmbH nicht übergegangener Verbindlichkeiten — bestehen.

Zu beachten ist, daß für die darlehensweise gestundete Kaufpreisforderung ebenfalls gilt, daß sie wirtschaftlich vollwertig sein muß, um einen Verstoß gegen § 30 GmbHG zu vermeiden und/oder den erwähnten strafrechtlichen Gesichtspunkten Rechnung zu tragen. Es dürfte sich daher empfehlen, die Kaufpreisforderung zumindest in Höhe desjenigen Teils, der auf das Stammkapital und — im Falle der Genehmigungsverweigerung nach §§ 415, 416 BGB — die bei der Ziel-GmbH verbüßten Verbindlichkeiten entfällt, durch die übertragenen Aktiva oder ein Aval der (Bank-) Kreditgeber von Neu-GmbH zu besichern.

Die Ausschüttung des durch die Vermögensübertragung realisierten Gewinns kann an sich erst am Ende des Geschäftsjahres auf der Grundlage der Jahresbilanz erfolgen. Möglich ist jedoch bei der GmbH auch eine Vorabausschüttung<sup>44)</sup> auf den erwarteten Jahresgewinn, die allerdings nur nach Maßgabe einer von einem neutralen Wirtschaftsprüfer nach strengem Maßstab erstellten Prognose erfolgen sollte.

Die auf den von der Ziel-GmbH realisierten Gewinn entfallende Körperschaftsteuer kann nach erfolgter Ausschüttung des Beteiligungsertrages (44% des Gewinns vor Steuern + für die Ausschüttung als mitverwendet geltender Körperschaftsteuererminderung<sup>45)</sup> von 20% = 64%) zuzüglich Körperschaftsteuergutschrift (36%) in (ungefähr) der Höhe des realisierten Gewinns durch Vornahme einer entsprechenden ausschüttungsbedingten Teilwertabschreibung<sup>46)</sup> des Buchwertes der bilanzierten Beteiligung an der Ziel-GmbH neutralisiert werden.

Hat Neu-GmbH, z. B. wegen ihres hohen Zinsaufwandes, nicht genügend eigene steuerpflichtige Einkünfte, um die Körperschaftsteuergutschrift hiergegen verrechnen zu können, wird diese vom Finanzamt erstattet, § 36 Abs. 4 Satz 2 EStG<sup>47)</sup>. Eine Versagung der Teilwertabschreibung unter dem Gesichtspunkt des Gestaltungsmissbrauches (§ 42 AO) kommt im Buy-Out-Fall nicht in Betracht, da für die Strukturierung des Erwerbsvorgangs eindeutig die erläuterten wirtschaftlichen Notwendigkeiten der Nutzbarmachung von Cash-flow und Vermögen der Zielgesellschaft maßgeblich sind, es sich also nicht etwa um eine überwiegend, geschweige denn ausschließlich steuerlich motivierte Gestaltung handelt.

Im Ergebnis können daher durch das oben beschriebene Verfahren die sich im Verschmelzungsfall ergebenden Schwierigkeiten weitestgehend vermieden und zusätzlich eine durch die Buchwertaufstockung bedingte Erhöhung des Abschreibungsvolumens erreicht werden, ohne daß diese im Umfang des durch die Aufstockung realisierten Gewinns mit Körperschaftsteuer bezahlt werden müßte. Jedoch bleiben in Anbetracht des relativen Komplexitätsgrades des Erwerbsvorganges eine Vielzahl von Einzelfragen zu beachten, von denen hier nur die wichtigsten stichwortartig erwähnt werden sollen:

- Im Umfang des von der Ziel-GmbH realisierten Gewinns scheidet eine Teilwertabschreibung für Gewerbesteuernzwecke wegen des mit Wirkung ab 30. 6. 1988 neu gefaßten § 8 Nr. 10 GewStG aus. Nach Auffassung der Finanzverwaltung ändert sich hieran im Ergebnis auch bei Bestehen einer gewerbsteuerlichen Organschaft zwischen Neu-GmbH und Ziel-GmbH nichts.
- Sind an der Ziel-GmbH nichtanrechnungsberechtigte Anteilseigner, also insbesondere ausländische Gesellschafter, beteiligt, steht in Höhe von deren Beteiligungsquote der Körperschaftsteuerlichen Teilwertabschreibung § 50c EStG entgegen.
- Ein doppelter Anfall von Grunderwerbsteuer — zunächst durch Erwerb aller Anteile der Zielgesellschaft<sup>48)</sup>, danach durch Einzelübertragung — muß durch eine geeignete Gestaltung der Reihenfolge von Anteils- und Grundstückserwerb vermieden werden.
- Eine zeitnahe Liquidation der Ziel-GmbH sollte vermieden werden, da Liquidationsraten nicht vom gewerbsteuerlichen Schachtelprivileg begünstigt sind<sup>49)</sup>. Im übrigen ist die Möglichkeit der Begründung einer gewerbsteuerlichen Organschaft<sup>50)</sup> zu erwägen, um den Zinsaufwand von Neu-GmbH vom Gewinn der Zielgesellschaft in Abzug bringen zu können.
- Liquiditätsbelastungen aufgrund der zeitlichen Divergenz zwischen Anfall von Umsatzsteuer und Inanspruchnahme des Vorsteuerabzuges müssen in die zu erstellenden finanziellen Projektionsrechnungen mit-

einkalkuliert werden. Das gleiche gilt für die Erstattung von Körperschaftsteuergutschrift und einbehaltener Kapitalertragsteuer.

Kompliziertere, — und regelmäßig auch problematischere — Varianten des oben erläuterten Erwerbsmodells, die unter anderem auf eine Vermeidung der Haftung von Neu-GmbH für Verbindlichkeiten der übernommenen Gesellschaft abzielen<sup>51)</sup>, sollen hier nicht näher diskutiert werden.

### 3. Aktiengesellschaft als Zielgesellschaft

#### a) Aktienerwerb

Die AG scheint auf den ersten Blick der aus der Aktionärsposition heraus angestrebten Verwirklichung der Buy-Out-Zielsetzungen noch größere Hindernisse entgegenzusetzen als dies bei einer GmbH ohnehin schon der Fall ist. So ist das Vermögen der AG nicht nur in Höhe des Grundkapitals sondern gemäß §§ 57, 58 Abs. 5 AktG in vollem Umfang gegen den außerhalb regulärer Dividendenausschüttungen oder Kapitalherabsetzungen erfolgenden Zugriff des Gesellschafters geschützt. Der erste Blick täuscht jedoch insofern als das Aktienkonzernrecht diese Kapitalerhaltungsregeln gegenüber dem Mehrheitsaktionär unter den Voraussetzungen des faktischen Konzerns (§§ 311 ff. AktG), Vertragskonzerns (§§ 293 ff. AktG) oder der Eingliederung (§§ 319 ff. AktG) wieder aufhebt und durch andere Grundsätze ersetzt.

#### aa) Faktischer Konzern; Vertragskonzern

Die Voraussetzungen eines faktischen Konzerns (§§ 311 ff. AktG) sind im Buy-Out Fall regelmäßig gegeben, so daß auf die hierzu geltenden Rechtsgrundsätze nicht näher eingegangen werden soll. Nach herrschender, freilich im Hinblick auf die noch weitgehend ungeklärte Problematik der §§ 311 ff. abzulehnender Ansicht<sup>52)</sup> sollen die Kapitalerhaltungsgrundsätze der §§ 57, 58,

44) Vgl. Rohwedder, GmbHG-Komm., § 29 Rdn. 35 m. w. N.; ausführlich Renk/BB 1988 S. 2069 ff.

45) Vgl. §§ 28 Abs. 3, 27 Abs. 1 KStG.

46) Dazu neuerdings Herzig DB 1988 S. 2265 ff.; zur Teilwertabschreibung im Rahmen von LBO's vgl. Holzapfel/Pöllath a.a.O. (Fn. 2), S. 254.

47) Entsprechendes gilt für einbehaltene Kapitalertragsteuer auf die von der Zielgesellschaft bezogenen Ausschüttungen. Zu beachten ist, daß die Erstattung regelmäßig erst nach Ablauf des für Neu-GmbH maßgeblichen Veranlagungszeitraumes erfolgt und bis dahin ggfls. vorfinanziert werden muß.

48) Vgl. § 1 Abs. 3 GrEStG.

49) Vgl. Lenski/Steinberg, GewStG-Komm. § 9 Nr. 2a Rdn. 2.

50) Vgl. dazu Holzapfel/Pöllath a.a.O. (Fn. 2), Rdn. 235. Mangels eigenen Geschäftsbetriebs von Neu-GmbH setzt die gewerbsteuerliche Organschaft voraus, daß Neu-GmbH „geschäftsführende Holding“ ist. Zu den Voraussetzungen vgl. BFH BStBl. II 1970 S. 257; Abschn. 50 Abs. 2 KStR i. V. mit Abschn. 17 Abs. 1 Satz 2 GewStR; i. d. R. wird erforderlich sein, daß Neu-GmbH mindestens eine zweite Tochtergesellschaft hat. Zur Frage, ob im Organschaftsfall eine gewerbsteuerliche Teilwertabschreibung zulässig ist, vgl. die ablehnende Verfügung d. FinMin. NRW, DB 1989 S. 656; a. A. Goutier, DB 1989 S. 244 ff.; Pöllath/Wenzel, DB 1989 S. 797 f.

51) So könnte erwogen werden, den Vermögenserwerb nicht durch Neu-GmbH selbst, sondern durch eine eigens hierzu gegründete Tochtergesellschaft (T) — bei vereinbarter Kaufpreisstundung — vornehmen zu lassen, wobei sich Neu-GmbH den Kaufpreisanspruch der Ziel-GmbH gegen T unter Anrechnung auf den Gewinnauszahlungsanspruch an Erfüllung statt (teilweise) abtreten läßt, um über diesen in ähnlicher Weise auf dem cash-flow des auf T übergegangenen Unternehmens zuzugreifen. Problematisch sind hier jedoch u. a. die Wertlosigkeit der Darlehensforderung von Ziel-GmbH gegen T und die Möglichkeit der Kapitalersatzfunktion (§ 32a GmbHG) der (abgetretenen) Forderung von Neu-GmbH gegen T; vgl. auch die nach Fertigstellung dieses Beitrags veröffentlichte Grundsatzentscheidung des BGH vom 20. 2. 1989 (DB 1989 S. 816 mit Anm. v. Decher, DB 1989 S. 965), wonach eine Haftung von Neu-GmbH für Verluste der Ziel-GmbH analog § 302 AktG kaum vermeidbar sein dürfte.

52) Für die herrschende Meinung vgl. G. Krieger in: Münchener Hdb. d. GesellschR, Bd. 4, Aktiengesellschaft, § 69 Rdn. 59 m. w. N.; a. A.: Würdinger, Großkomm. AktG, § 311 Anm. 5; Emmerich/Sonnenschein, Konzernrecht, 2. Aufl. 1977 S. 207.

62 AktG durch die Spezialregelung des § 311 Abs. 1 letzter HS i. V. mit Abs. 2 AktG abbedungen sein. Danach darf das herrschende Unternehmen grundsätzlich das Vermögen der abhängigen AG schädigende Maßnahmen vornehmen, sofern nur der Nachteilsausgleich bis zum Ende des Geschäftsjahres erfolgt oder auch lediglich rechtsverbindlich zugesagt wird.

Im Falle eines Beherrschungsvertrages kann die Obergesellschaft über das Vermögen der abhängigen GmbH durch entsprechende Weisungen nach § 308 AktG in weitgehendem Umfang disponieren, wobei die Grenze lediglich in deren Existenzgefährdung<sup>53)</sup> gesehen wird.

Als „Gegenleistung“ sieht das Gesetz hier nicht eine Verpflichtung des herrschenden Unternehmens zum Nachteilsausgleich, sondern zur Abfindung von Minderheitsaktionären (§§ 304 ff. AktG) und zum Schutz von Gläubigern durch Verpflichtung zur Sicherheitsleistung bei Beendigung des Beherrschungsvertrages (§ 303 AktG) und insbesondere durch Statuierung der Verlustübernahmepflicht während der Vertragsdauer (§ 302 AktG) vor, wobei, wie *Emmerich/Sonnenschein* kritisch anmerken<sup>54)</sup>, die Realisierbarkeit des letztgenannten Anspruches der abhängigen AG durchaus offen sein kann.

Aus steuerlichen Gründen wird ein Gebrauchmachen von diesen, innerhalb faktischer oder Vertragskonzerne bestehenden Möglichkeiten der Obergesellschaft allerdings vielfach nur in Form von — zu angemessenen Konditionen erfolgenden — Darlehensgewährungen oder Sicherheitenbestellungen zugunsten des herrschenden Unternehmens in Betracht kommen. Denn die konzernrechtlichen Eingriffsmöglichkeiten ändern nichts an der steuerlichen Selbständigkeit der abhängigen Gesellschaft, die bei Vermeidung (steuerlicher) verdeckter Gewinnausschüttungen Vermögensverlagerungen ohne vollwertige Gegenleistung nicht vornehmen kann. Im Falle eines Ergebnisabführungsvertrages (EAV) sind insoweit die aktienrechtlichen Höchstgrenzen auch steuerlich zu beachten<sup>55)</sup>. Hierbei handelt es sich im wesentlichen um den ausschüttungsfähigen Jahresüberschuß zzgl. freier Rücklagen, nicht jedoch solcher, die vor Abschluß des EAV gebildet worden sind<sup>56)</sup>.

In Anbetracht der danach immerhin denkbaren Möglichkeiten (Darlehen, Sicherheitenbestellungen) suchen *Lutter/Wahlers*<sup>57)</sup> den von ihnen als notwendig angesehenen Vermögensschutz der abhängigen AG im Buy-Out Fall in einer über den Wortlaut hinausgehenden Auslegung des § 71a AktG zu erreichen. Nach dieser Vorschrift ist der Aktiengesellschaft die Leistung solcher Vorschüsse, Darlehen und Sicherheiten an Dritte untersagt (und mit Nichtigkeitsfolge für das schuldrechtliche Grundgeschäft sanktioniert), die diesen „zum Zwecke des Erwerbs“ von Aktien dieser Gesellschaft dienen. *Lutter/Wahlers*<sup>58)</sup> postulieren unter Hinweis auf die Entstehungsgeschichte des § 71a<sup>59)</sup> dessen Anwendbarkeit auch dann, wenn der Aktienwerb ohne solche Hilfeleistungen der AG erfolgt ist, diese jedoch den neuen Mehrheitsaktionär im Nachhinein mit Darlehensgewährungen/Sicherheitenbestellungen bei der Rückführung/Besicherung der von diesem zum Zwecke des Erwerbs aufgenommenen Verbindlichkeiten unterstützt.

Eine solche extensive Interpretation von § 71a AktG erscheint jedoch überaus problematisch und ist m. E. auch vom Wortlaut der Bestimmung nicht mehr gedeckt. Sie würde — weit über den von den Verfassern thematisierten Buy-Out Fall hinausgehend — zu unlösbaren Abgrenzungsproblemen und entsprechender Rechtsunsicherheit in nahezu jedem Fall des Abschlusses von Beherrschungsverträgen führen, denen praktisch immer der Erwerb einer bestimmten, zum qualifizierten Mehrheitserwerb noch erforderlichen Menge Aktien zeitnah vorausgeht, wobei der hierfür aufgewandte Kaufpreis ja keineswegs ausschließlich aus Eigenkapital des herrschenden Unternehmens gespeist wird. Sollen die nach § 308 bestehenden Möglichkeiten konzerninternen Cash-Managements<sup>60)</sup> auch dann — für wie lange? — suspendiert sein? Jeder, nach § 308 AktG zulässige Eingriff in das Vermögen der AG zugunsten der Obergesellschaft könnte dann im Prinzip als rechtswidriger Beitrag zur Rückführung des rechnerischen Fremdfinanzierungsanteils der vorherigen Aktienwerke interpretiert werden.

Die vorgeschlagene Interpretation von § 71a AktG schießt letztlich über das angestrebte Ziel hinaus. Ein angemessener Schutz der abhängigen AG im Buy-Out Fall ergibt sich viel zwangloser aus dem Sinngehalt der Regelungen der §§ 302, 311 Abs. 1 AktG: der Gesetzgeber läßt die dort aufgeführten Maßnahmen nur unter der Voraussetzung der Verlustübernahme bzw. Nachteilsausgleichspflicht zu. Sind die damit korrespondierenden Ansprüche der abhängigen AG gegen das herrschende Unternehmen aufgrund dessen Finanzierungsstruktur nicht als vollwertig zu beurteilen, ist auch ein Gebrauchmachen von dem im Gesetz an sich vorgesehenen Eingriffsmöglichkeiten unzulässig<sup>61)</sup> und stellt eine gegebenenfalls zur Schadensersatzpflicht führende Pflichtverletzung beider beteiligter Vorstände/Geschäftsführungen dar.

#### bb) Eingliederung

Anders ist die Rechtslage dagegen im Falle der Eingliederung<sup>62)</sup> zu beurteilen. Die für die Hauptgesellschaft bestehenden, im Vergleich zum Beherrschungsvertrag noch weitgehenderen Eingriffsmöglichkeiten — handelsrechtlich wird die eingegliederte Gesellschaft als eine unselbständige Betriebsabteilung der Hauptgesellschaft angesehen — sind nicht von der Übernahme bestimmter Vermögenserhaltungspflichten abhängig, deren Werthaltigkeit zu überprüfen wäre. Der Schutz der Gläubiger ist vielmehr ausreichend durch das Recht auf Bestellung von Sicherheiten nach § 321 AktG und die gesamtschuldnerische Haftung der eingegliederten und der Hauptgesellschaft nach § 322 AktG gewährleistet. Auch hier steht jedoch der über Darlehensgewährungen/Sicherheitenbestellungen hinausgehenden Verwendung des Vermögens der eingegliederten Gesellschaft das Steuerrecht entgegen, welches an der Selbständigkeitsfiktion der abhängigen Gesellschaft festhält und im wesentlichen nur die in § 324 Abs. 2 AktG aufgeführten Vermögensabflüsse (Bilanzgewinn, hier einschließlich Erträgen aus der Auflösung freier vorvertraglicher Rücklagen<sup>63)</sup>), zuläßt. Immerhin können aber die sich unter den Voraussetzungen der Eingliederung bietenden Möglichkeiten je nach den Umständen des Einzelfalles ausreichend sein, um die Anforderungen einer LBO-Finanzierung zu erfüllen.

Als Ergebnis bleibt somit festzuhalten, daß sich auch nach Aktienkonzernrecht eine vollkommene Verwirklichung der Buy-Out-Zielsetzungen auf der Basis des einfachen oder qualifizierten Erwerbs der Aktienmehrheit häufig nicht erreichen lassen wird.

#### b) Vermögenserwerb

Hier gilt im wesentlichen das gleiche, wie schon oben zur GmbH ausgeführt. Zusätzlich sind für den Fall des spin-off's einer Toch-

53) Vgl. *Emmerich/Sonnenschein* a.a.O. (Fn. 52), S. 109; *Krieger* a.a.O. (Fn. 52), § 70 Rdn. 99.

54) *Emmerich/Sonnenschein* a.a.O. (Fn. 52), S. 110.

55) Vgl. dazu die Verwaltungsanweisungen in Abschn. 55 Abs. 4 KStR.

56) Umkehrschluß aus § 301 S. 2 AktG; dazu Abschn. 55 Abs. 4 Satz 5 KStR. In Anbetracht der bei einem — regelmäßig ebenfalls vorliegenden — Beherrschungsvertrag sich aus § 308 Abs. 1 Satz 2 ergebenden, wesentlich weiterreichenden Zugriffsmöglichkeiten des herrschenden Unternehmens hat die für Ergebnisabführungsverträge geltende Bestimmung des § 301 AktG überwiegend nur steuerliche Bedeutung, ähnlich der die Eingliederung betreffenden Regelung in § 324 Abs. 2 Satz 3 AktG (vgl. dazu *Würdinger*, Großkomm. AktG, § 324 Anm. 4).

57) A.a.O. (Fn. 2), S. 8 ff.

58) A.a.O. (Fn. 2), S. 9.

59) Art. 23 Abs. 1 der zweiten EG-Angleichungsrichtlinie, aufgrund deren § 71 lit. a in das AktG aufgenommen wurde, enthielt insoweit die anderslautende Formulierung „im Hinblick auf den Erwerb“, die aber auch nicht unbedingt für die von *Lutter/Wahlers* vertretene Auffassung spricht.

60) Dazu *Schneider* ZGR 1984 S. 497 ff..

61) Ebenso hinsichtlich Maßnahmen nach § 311 AktG: *Koppensteiner* in *Kölner Komm.*, 2. Aufl. 1987, § 311, Anm. 93; ähnlich für GmbH-Beherrschungsverträge zum Erfordernis der Werthaltigkeit des Verlustausgleichsanspruches *Meister* WM 1980 S. 399.

62) Mehrheitserfordernis mindestens 95%, vgl. § 320 Abs. 1 AktG.

63) Vgl. § 324 Abs. 2 AktG, Abschn. 57 Abs. 5 KStR.

tergesellschaft einer inländischen AG von letzterer die Grundsätze der Holz Müller-Entscheidung des BGH<sup>64)</sup> zu beachten.

### c) Mehrstufige Erwerbsmodelle

Die dem Aktienwerb nachfolgende Verschmelzung unterliegt im wesentlichen den gleichen Regeln<sup>65)</sup>, wie sie oben für die GmbH erläutert wurden. Hierauf kann daher verwiesen werden. Im Prinzip möglich bleibt jedoch auch bei der AG das oben unter II, 2 lit. c, bb erläuterte Erwerbsmodell. Zu beachten sind hier bei der Gestaltung des in der zweiten Stufe erfolgenden Vermögenserwerbs einerseits die dargelegten, konzernrechtlich modifizierten Kapitalerhaltungsregeln der AG und insbesondere das in § 59 AktG mittelbar statuierte Verbot von Vorabdividenden während des Geschäftsjahres, welches durch § 293 Abs. 3 AktG nicht abbedungen ist.

Im übrigen ist aber unter den Voraussetzungen des § 361 AktG eine Vermögensübertragung auf die Übernahmegesellschaft zulässig, ohne daß zusätzliche Rechtfertigungsgründe vorliegen müßten<sup>66)</sup>. Allerdings darf hierbei noch vorhandenen Minderheitsaktionären nicht durch vorherige Absprachen oder sonstige Schaffung vollendeter Tatsachen die Möglichkeit genommen werden, gegebenenfalls ihrerseits durch Bieten eines höheren Preises selbst als Erwerber zum Zuge zu kommen<sup>67)</sup>. Der AG-Vorstand muß also erforderlichenfalls eine Art „Auktion“ zulassen und sich hierbei völlig neutral verhalten.

## 4. GmbH & Co. als Zielgesellschaft

### a) Anteilserwerb

Die GmbH & Co. unterliegt zwar weniger strengen Kapitalerhaltungsregeln als die GmbH, da den Gläubigern als Haftungsmasse maximal die im Handelsregister eingetragene Haftsumme garantiert wird und sich weitergehende Ansprüche gegen den Gesellschafter auch im Falle von diesen Betrag übersteigenden Entnahmen nicht ergeben. Jedoch wird dieses haftungsrechtlich auf den Nennbetrag der Kommanditeinlage beschränkte Risiko einer Einlagenrückgewähr i. S. von § 172 Abs. 4 HGB erheblich verschärft durch die von der Rechtsprechung entwickelte, entsprechende Anwendung der §§ 30, 31 GmbHG, sofern der Kapitalentzug bei der KG zu einer Unterbilanz bei der Komplementär-GmbH führt<sup>68)</sup>. Noch nicht von der Rechtsprechung entschieden ist allerdings die Frage, ob letzteres unter Zugrundelegung der Buchwerte der KG-Aktiva oder unter Berücksichtigung auch der darin enthaltenen stillen Reserven zu beurteilen ist<sup>69)</sup>.

Auch Sicherheitenbestellungen der KG zugunsten der Kreditgeber ihrer Kommanditisten können gegen die oben erwähnten Kapitalerhaltungsregeln — einschließlich der möglichen Anwendbarkeit der §§ 30, 31 GmbHG — verstoßen<sup>70)</sup>. Was im übrigen zum Erfordernis der Werthaltigkeit von Gesellschafterdarlehen bei der GmbH ausgeführt wurde, kann schlechterdings bei der GmbH & Co. nicht anders beurteilt werden.

Wenn somit die Nutzbarmachung des Gesellschaftsvermögens aus der Position des Gesellschafters heraus zumindest partiell ähnlich problematisch wie im Fall der GmbH ist, so bleibt doch ein nennenswerter Vorteil hervorzuheben:

Der Anteilserwerb wird nämlich steuerlich dem (anteiligen) Erwerb des Vermögens der Personengesellschaft gleichgestellt, was zu einer entsprechenden Buchwertaufstockung in der insoweit aufzustellenden Ergänzungsbilanz des Gesellschafters Neu-GmbH führt<sup>71)</sup>. Diesem kommen daher die hieraus resultierenden erhöhten Abschreibungen zugute, die dazu führen können, daß der ihm im Rahmen der einheitlichen und gesonderten Gewinnfeststellung zugewiesene Gewinnanteil für einen bestimmten Zeitraum ganz oder nahezu steuerfrei zufließt.

### b) Vermögenserwerb

Die steuerliche Gleichstellung von Anteils- und Vermögenserwerb führt auch dazu, daß die Kommanditisten der GmbH & Co. insoweit keine steuerlich motivierten Einwendungen gegen einen Verkauf aller Aktiva und Passiva an Neu-GmbH haben werden: der Vorgang unterliegt in diesem Fall bei ihnen als Betriebsaufgabe i. S. von § 16 Abs. 3 EStG den gleichen steuerlichen Präferenzen<sup>72)</sup> wie eine Kommanditanteilsveräußerung. Gleichwohl wird der Erwerb der Aktiva und Passiva aus der Sicht von Neu-GmbH im Vergleich zur Nutzbarmachung des nachfolgend erläuterten

Anwachungsmodells in aller Regel nur die zweitbeste Alternative darstellen.

### c) Anwachsung

Der Erwerb des Vermögens der GmbH & Co. im Wege der Übertragung der Einzelwirtschaftsgüter ist juristisch aufwendig, führt zu Beurkundungskosten bei Grundstücksübertragungen und kann im Hinblick auf Gläubigergenehmigungserfordernisse zu Schwierigkeiten führen, insbesondere was den Übergang langfristiger Verträge betrifft.

Wesentlich eleganter kann demgegenüber die Überführung des Unternehmens der GmbH & Co. auf Neu-GmbH im Wege der Anwachsung herbeigeführt werden: erwirbt letztere sämtliche KG-Anteile und scheidet anschließend die Komplementär-GmbH durch Abfindung aus der Gesellschaft aus, erfolgt analog §§ 738 BGB, 142 HGB hinsichtlich sämtlicher Aktiva und Passiva der KG unter Ausschluß der Liquidation Anwachsung auf Neu-GmbH als letztem Gesellschafter, ohne daß es hierzu besonderer Übertragungsakte bedürfte<sup>73)</sup>. Ein Zustimmungserfordernis der Gläubiger im Hinblick auf den Übergang von KG-Verbindlichkeiten besteht nicht. Ebenso wenig können diese Sicherheitsleistung beanspruchen. Steuerlich gehen sämtliche Wirtschaftsgüter der KG mit den auf Anschaffungskostenniveau aufgestockten Buchwerten auf Neu-GmbH über, die somit aufgrund erhöhter Abschreibungen in den Genuß einer durch entsprechende Steuerersparnisse bedingten Cash-flow-Steigerung kommt. Der Anwachsungsvorgang unterliegt nicht der Umsatzsteuer, sofern das Unternehmen im Kern unverändert fortgeführt wird<sup>74)</sup>, wohl aber der Grunderwerbsteuer<sup>75)</sup>.

Im Ergebnis bietet die Rechtsform der GmbH & Co. aufgrund der für Personengesellschaften geltenden steuerlichen Besonderheiten einerseits und der gesellschaftsrechtlichen Vorzüge des Anwachsungsmodells andererseits von allen in Betracht kommenden Gesellschaftsformen die günstigsten Voraussetzungen für einen Buy-Out. Dies ist für diese bei mittelständischen Unternehmen weit verbreitete Rechtsform im Hinblick auf die gerade dort vielfach dringend werdenden Nachfolgeprobleme, die durch einen Management-Buy-Out erfolgreich gelöst werden könnten, von besonderer Bedeutung.

<sup>64)</sup> BGH vom 20. 2. 1989, DB 1989 S. 816 ff.

<sup>65)</sup> Vgl. §§ 339 ff. AktG, insbes. §§ 347 bis 349 AktG.

<sup>66)</sup> In der Linotype-Entscheidung (BGH DB 1988 S. 593 ff. = WM 1988 S. 325 ff.) hat der BGH dies für den Fall einer im Wege des Auflösungsbeschlusses erfolgenden Vermögensübertragung unter Hinweis auf seine frühere Entscheidung (BGH DB 1980 S. 870 ff. = WM 1980 S. 378 ff.), wonach der Auflösungsbeschuß „seine Rechtfertigung in sich trägt“ ausdrücklich bestätigt. Für eine Vermögensübertragung nach § 361 AktG ohne vorherige Auflösung kann nichts anderes gelten.

<sup>67)</sup> Vgl. BGH DB 1988 S. 594 ff. = WM 1988 S. 328 f.

<sup>68)</sup> Vgl. BGH DB 1973 S. 916 ff. = NJW 1973 S. 1036 ff.; BGH DB 1977 S. 2370 = NJW 1978 S. 160 ff., 161.

<sup>69)</sup> Da die Unterbilanzfrage von der Werthaltigkeit des Freistellungsanspruches einer kapitalmäßig nicht beteiligten Komplementär-GmbH gegen die KG abhängt, spricht einiges dafür, stille Reserven der KG als realisierbare Haftungsmasse insoweit zu berücksichtigen.

<sup>70)</sup> Vgl. BGH NJW 1976 S. 752.

<sup>71)</sup> Vgl. L. Schmidt, EStG-Komm., 7. Aufl. 1988, § 16 Rdn. 87 f. mit Darstellung der st. Rspr. d. BFH.

<sup>72)</sup> Vgl. § 16 Abs. 3 i. V. mit § 34 Abs. 2 Ziff. 1 EStG; zur beabsichtigten Einschränkung der Steuersatzvergünstigung vgl. oben Fn. 37.

<sup>73)</sup> Vgl. BGHZ 32 S. 307 = DB 1960 S. 751.

<sup>74)</sup> Vgl. BFH BStBl. III 1964 S. 290; auch der vorherige Erwerb aller KG-Anteile stellt nach neuester BFH-Rspr. keinen umsatzsteuerpflichtigen Vorgang i. S. einer Geschäftsveräußerung im ganzen dar, vgl. BFH BStBl. II 1988 S. 92.

<sup>75)</sup> Vgl. BFH BStBl. II 1977 S. 671 = DB 1977 S. 2078; ist schon vorher wegen Erwerbs aller KG-Anteile einschließlich der Kompl.-GmbH-Anteile ein Grunderwerbsteuerpflichtiger Tatbestand erfüllt worden (vgl. zur Anteilsvereinigung bei der GmbH & Co. BFH BStBl. II 1975 S. 834 = DB 1975 S. 2116), ist die danach folgende Anwachsung auf Neu-GmbH nach § 6 Abs. 2 GrEStG befreit.