

LEVERAGED BUYOUT

Rechtliche Risiken der Akquisitionsfinanzierung
und der anschließenden Verschmelzung der
Zielgesellschaft

Jan Najman | Legal Partner

accace



© MARK ANDERSON, ALL RIGHTS RESERVED WWW.ANDERTOONS.COM

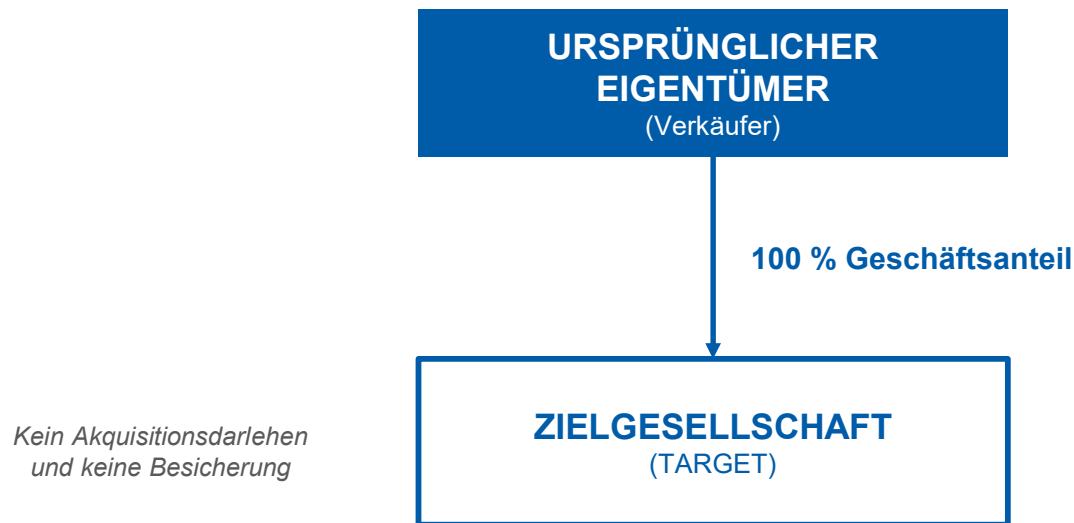


"OK, I'm now going to read out loud every single slide to you, word for word, until you all wish you'd just die."

WAS IST EIN LEVERAGED BUYOUT (LBO)

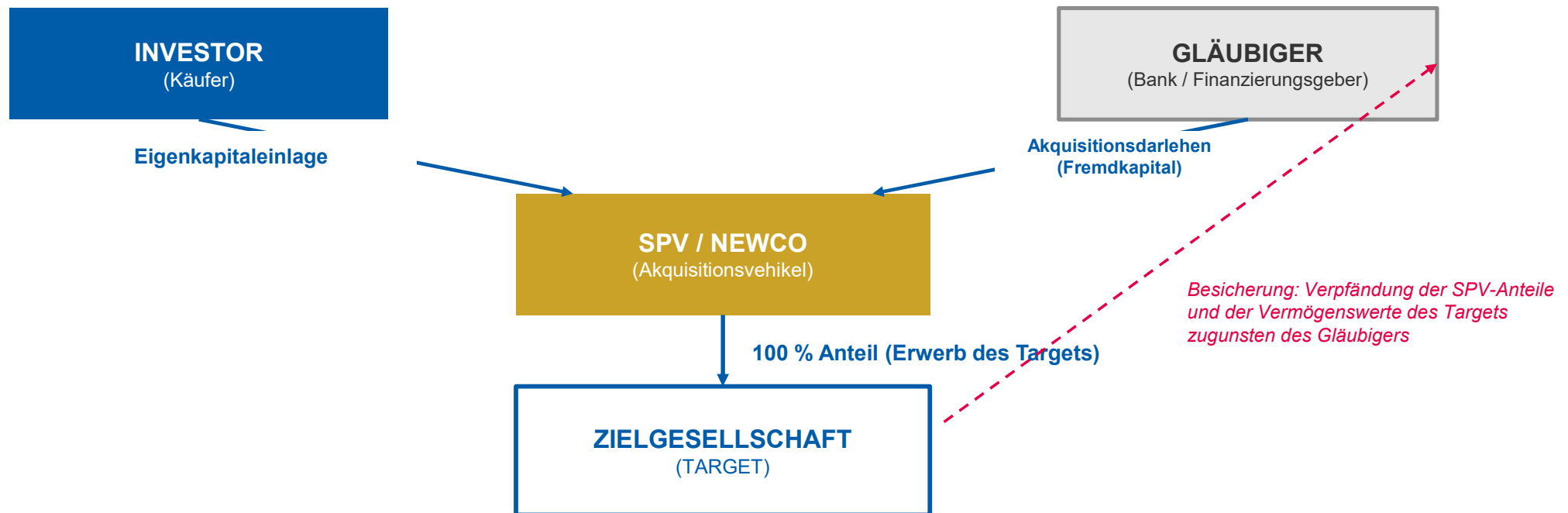
- ✓ **Akquisition mit Fremdkapitalhebel:** Beim LBO finanziert der Käufer den größten Teil des Kaufpreises (ca. 60–90 %) mit Fremdkapital und nur einen kleineren Teil mit eigenen Mitteln (Eigenkapital).
- ✓ **Wer die Schuld tilgt:** Im Wege der anschließenden Umstrukturierung tilgt die Zielgesellschaft selbst das Akquisitionsdarlehen – nicht der Investor.
- ✓ **Grundgedanke:** Wirtschaftlich betrachtet „kauft sich das Target nach der Akquisition selbst frei“ – aus seinem eigenen künftigen Cashflow.

PHASE 1: DIE URSPRÜNGLICHE EIGENTÜMERSTRUKTUR



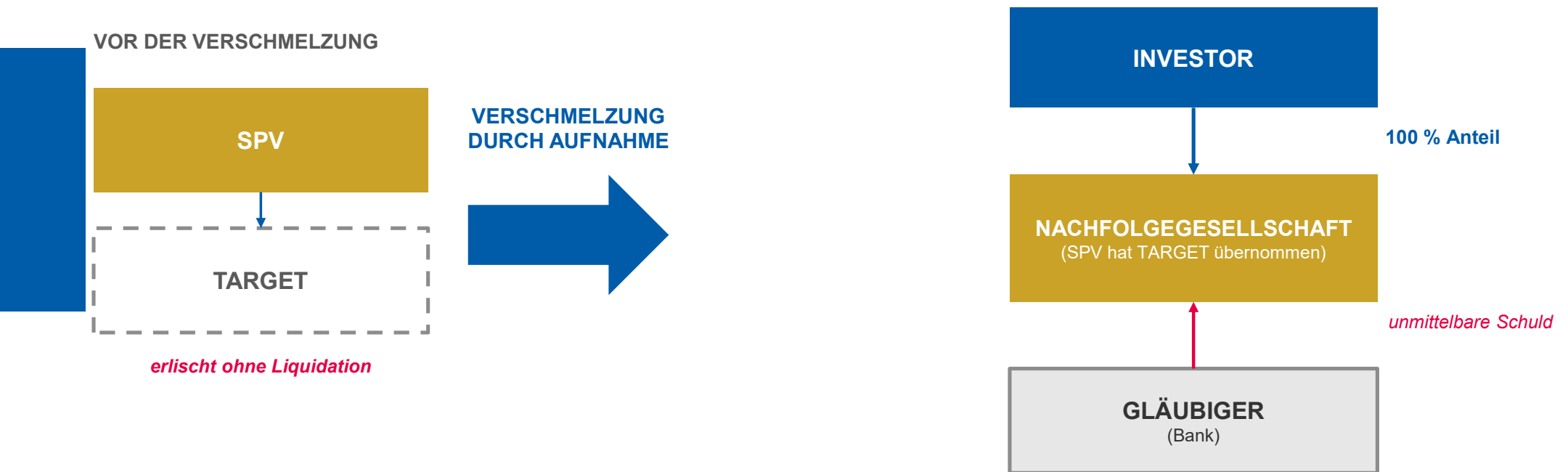
Der Verkäufer hält die Zielgesellschaft in dieser Phase unmittelbar – ohne SPV, ohne Akquisitionsdarlehen.

PHASE 2: DIE AKQUISITION ÜBER DIE SPV UND DIE BESICHERUNG



Die SPV erwirbt die Zielgesellschaft mit Fremd- und Eigenkapital; zugunsten des Gläubigers entsteht eine Besicherung (Pfandrecht) an den Anteilen und Vermögenswerten.

PHASE 3: DIE VERSCHMELZUNG DER SPV MIT DER ZIELGESELLSCHAFT



Die Zielgesellschaft erlischt ohne Liquidation; die Nachfolgesellschaft (die frühere SPV) wird unmittelbare Schuldnerin des Darlehens.

DIE WIRTSCHAFTLICHE LOGIK DES LBO

- ✓ **Ziel:** die Eigenkapitalrendite des Investors (Equity-IRR) zu steigern – der Investor setzt verhältnismäßig wenig eigenes Geld ein, den Rest finanziert er mit Fremdkapital.
- ✓ **Hebeleffekt:** selbst ein geringerer absoluter Gewinn aus dem Verkauf des Unternehmens bedeutet eine hohe prozentuale Rendite auf das eingesetzte Kapital – der Investor verdient im Verhältnis zum investierten Eigenkapital mehr.
- ✓ **Exit:** nach einigen Jahren (typischerweise 3–7 Jahre) verkauft der Investor das Unternehmen oder bringt es an die Börse (IPO), tilgt das verbleibende Darlehen und realisiert den Gewinn aus der Differenz zwischen Kauf- und Verkaufspreis.

DER WIRTSCHAFTLICHE HEBELEFFEKT: EIN BEISPIEL

MIT AKQUISITIONSDARLEHEN (LBO)

EINLAGE DES INVESTORS

20 Mio. EUR Eigenkapital + 80 Mio. EUR Bankdarlehen
→ Kauf des Unternehmens für 100 Mio. EUR

5 Jahre – das Unternehmen tilgt das Darlehen selbst aus seinem eigenen Cashflow

VERKAUF DES UNTERNEHMENS FÜR 140 Mio. EUR
es verbleiben 40 Mio. EUR Restschuld gegenüber der Bank

GEWINN DES INVESTORS: 80 Mio. EUR
= das 4-Fache des eingesetzten Kapitals

OHNE FREMDKAPITAL (nur Eigenkapital)

EINLAGE DES INVESTORS

100 Mio. EUR Eigenkapital, kein Darlehen
→ Kauf des Unternehmens für 100 Mio. EUR

5 Jahre – das Unternehmen erwirtschaftet Cashflow für den Investor

VERKAUF DES UNTERNEHMENS FÜR 140 Mio. EUR
+ 40 Mio. EUR angesammelter Cashflow

GEWINN DES INVESTORS: 80 Mio. EUR
= das 0,8-Fache des eingesetzten Kapitals (80 %)

Der Investor verdient in beiden Fällen dieselben 80 Mio. EUR – der Hebel vervielfacht jedoch die relative Rendite: das 4-Fache des eingesetzten Kapitals statt nur das 0,8-Fache.

DIE WICHTIGSTEN RECHTLICHEN MERKMALE DES LBO



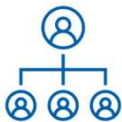
SPV / NewCo – *das Akquisitionsvehikel*

- Der Käufer gründet eine Akquisitionsgesellschaft, die das Target mit Fremd- und Eigenkapital erwirbt.



Push-down-Finanzierung – *die Weiterleitung der Schuld*

- Nach der Akquisition wird die Schuld auf das Target „durchgereicht“ – dessen Vermögenswerte und Cashflow dienen der Tilgung des Darlehens.



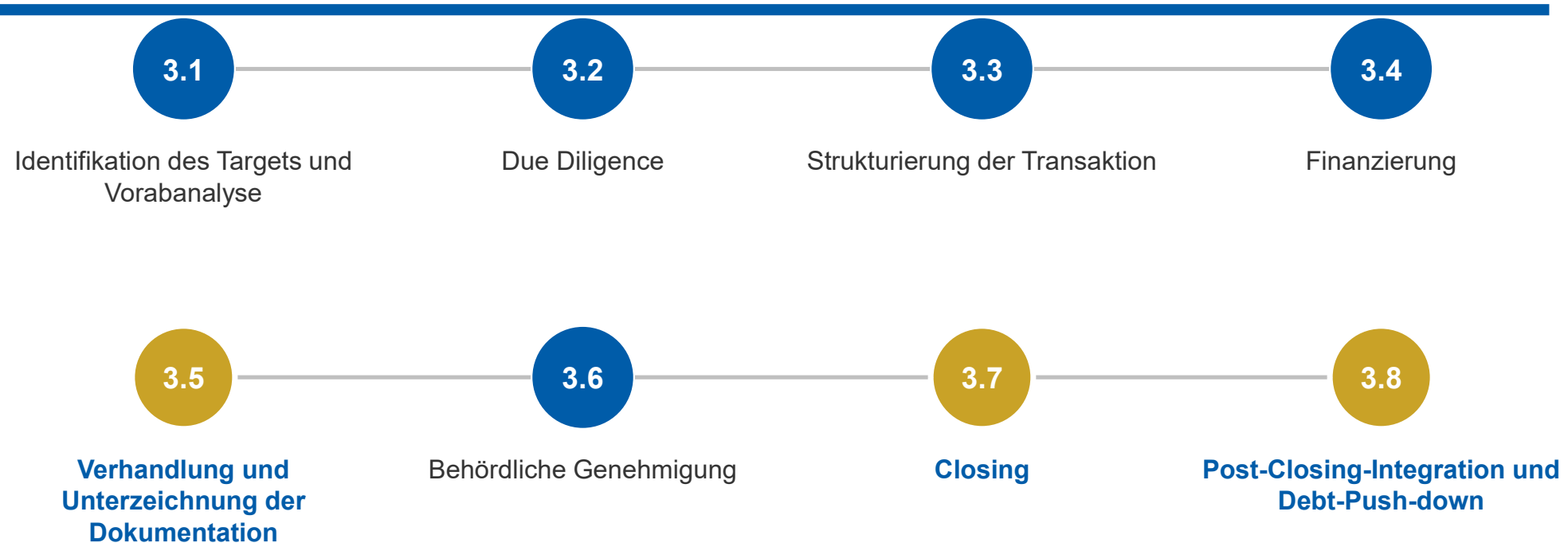
Selbsttilgung – *die Quelle der Schuldentilgung*

- Die Tochtergesellschaft tilgt die Schuld faktisch selbst aus ihren eigenen operativen Zahlungsströmen.

RISIKEN UND BESONDERHEITEN DES LBO

- ✓ **Finanzielles Risiko:** der hohe Verschuldungsgrad der Zielgesellschaft erhöht das Risiko – erreicht das Unternehmen nicht den geplanten Cashflow, kann es zahlungsunfähig werden.
- ✓ **Covenants:** Gläubiger verlangen üblicherweise vertragliche Covenants, also Finanzkennzahlen, die das Unternehmen während der gesamten Darlehenslaufzeit einhalten muss.
- ✓ **Druck auf das Management:** aus Sicht der Geschäftsleitung der Zielgesellschaft ist ein LBO meist mit Druck auf die operative Effizienz, Kostensenkung und die Erwirtschaftung von freiem Cashflow zum Schuldendienst verbunden.

DER ZEITLICHE ABLAUF EINES LBO



Die hervorgehobenen Phasen 3.5, 3.7 und 3.8 sind Gegenstand des heutigen Vortrags.

WORAUF WIR UNS HEUTE KONZENTRIEREN



Risiko des (Nicht-)Übergangs von Vermögenswerten – Phase 3.8

- Was alles möglicherweise nicht problemlos auf die SPV übergeht und wie man sich darauf in der Due Diligence vorbereitet.



Finanzielle Unterstützung – Phase 3.5

- Wann und wie das Target seine eigene Akquisition finanzieren darf, ohne gegen das Gesetz zu verstoßen.



Haftung der Geschäftsleitung – Phase 3.7

- Wie man sich gegen das Risiko der persönlichen Haftung bei übermäßiger Verschuldung des Targets schützt.

RISIKO DES AKTIVAÜBERGANGS

.:accace



WARUM DER ÜBERGANG NICHT AUTOMATISCH ERFOLGT

- ✓ **Ziel der Verschmelzung:** wesentlicher Bestandteil eines LBO ist die Verschmelzung von Target und SPV, damit die verschmolzene Einheit das Akquisitionsdarlehen bedient.
- ✓ **Was übergehen muss:** entscheidend ist, dass sämtliche Vermögenswerte, Verträge und Arbeitnehmer – kurz alles, was das Target hat – problemlos auf die SPV übergehen.
- ✓ **Wann daran zu denken ist:** dieser Übergang erfolgt keineswegs automatisch und muss bereits bei der Akquisition bedacht werden – konkret im Rahmen der Due Diligence.

DIE GRÖSSTEN FALLSTRICKE (I): VERTRÄGE

- ✓ **Change-of-Control-Klauseln:** die Akquisition (der Kontrollwechsel über das Target) kann Klauseln in anderen Verträgen der Zielgesellschaft auslösen – die vorzeitige Fälligkeit von Darlehen, die Kündigung von Mietverträgen, das Erlöschen von Lizenzen an geistigem Eigentum oder das Rücktrittsrecht eines Schlüsselkunden bzw. -lieferanten. Dies muss vor dem Closing geklärt werden.
- ✓ **Finanzielle Covenants des Targets:** das Target kann in Verträgen (nicht nur mit Banken) finanzielle Covenants haben, die in der verschmolzenen Einheit mit Akquisitionsdarlehen nicht eingehalten werden können. Vor dem Closing muss ein Waiver vereinbart werden.
- ✓ **Erlöschen des Versicherungsschutzes:** bei einem Eigentümerwechsel erlischt die Vermögensversicherung. Der Eigentümerwechsel tritt infolge der Verschmelzung ein. Deshalb muss vorab mit dem Versicherer vereinbart werden, dass der Versicherungsschutz nicht erlischt.
- ✓ **Listung bei Großabnehmern:**
 - Große Abnehmer (z. B. Magna) haben sehr aufwändige Prüfverfahren für neue Lieferanten.
 - Lieferant ist für sie oft eine konkrete Rechtseinheit, d. h. nicht der Konzern. Da durch die Verschmelzung eine neue Rechtseinheit zum Lieferanten wird, muss deren Listung rechtzeitig vor der Eintragung der Verschmelzung geklärt werden.

DIE GRÖSSTEN FALLSTRICKE (II): GENEHMIGUNGEN UND STAATLICHE BEIHILFEN

- ✓ **Öffentlich-rechtliche Genehmigungen:** manche öffentlich-rechtlichen Genehmigungen gehen nicht auf den Rechtsnachfolger über – sie können durch die Verschmelzung also ersatzlos erlöschen.

CASE STUDY: DRINK NO MORE & SPIRITUS

Was geschah

- Der Investor „Drink no more“ erwarb die Gesellschaft „Spiritus“ (ein Alkoholhersteller) im Wege eines LBO.
- Alkoholische Getränke unterliegen der Verbrauchsteuer; die Fabrik ist ein Steuerlager.
- Der Betrieb eines Steuerlagers erfordert eine strenge Genehmigung der Zollverwaltung.

Ablauf der Transaktion

- Der Investor gründete seine SPV, die sämtliche Anteile an der Gesellschaft „Spiritus“ erwarb.
- Anschließend sollte „Spiritus“ mit der SPV verschmolzen werden, wobei die Gesellschaft „Spiritus“ erlöschen sollte.
- **Das zentrale Problem:** die Genehmigung zum Betrieb des Steuerlagers geht nicht auf den Rechtsnachfolger über – sie würde durch die Verschmelzung also erlöschen.
- **Die Folge:** das Erlöschen der Genehmigung würde die sofortige Fälligestellung der gesamten Verbrauchsteuer in der Fabrik bedeuten (ca. 150 Mio. EUR).

WIE WIR DAS PROBLEM GELÖST HABEN

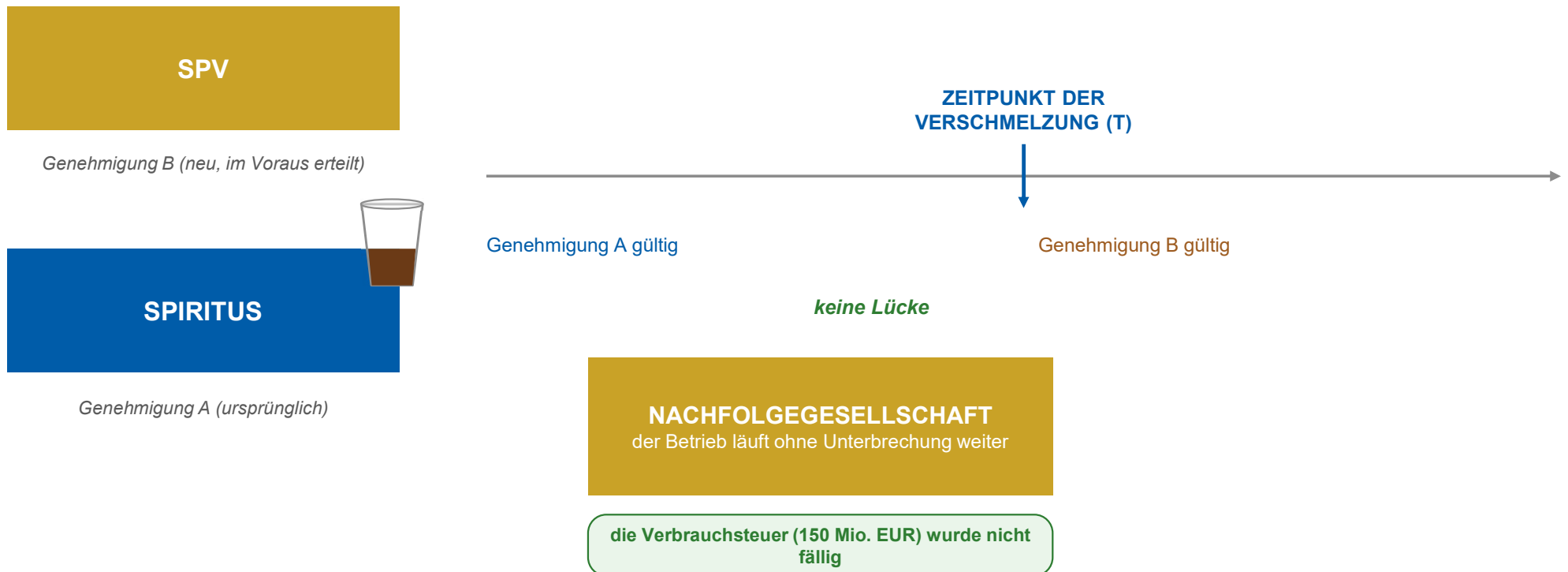
- ✓ **Verhandlungen mit den Behörden:** auf der Grundlage von Verhandlungen mit der Zollverwaltung und dem Finanzministerium ließ sich eine Lösung noch vor Wirksamwerden der Verschmelzung finden.
- ✓ **Neue Genehmigung für die SPV:** die Genehmigung zum Betrieb des Steuer-(Zoll-)Lagers wurde direkt für die SPV erteilt.
- ✓ **Der zentrale Mechanismus:** die Genehmigung für die SPV wurde exakt zum Zeitpunkt der Verschmelzung von SPV und „Spiritus“ wirksam – es entstand also keine Lücke ohne gültige Genehmigung, und die Verbrauchsteuer wurde nicht fällig.

CASE STUDY: DAS RISIKO OHNE GELÖSTE GENEHMIGUNG



Würde die Genehmigung zum Betrieb des Steuerlagers nicht auf die Nachfolgegesellschaft übergehen, entstünde eine Lücke ohne gültige Genehmigung, und die Verbrauchsteuer würde sofort fällig.

CASE STUDY: DIE LÖSUNG – GENEHMIGUNG OHNE LÜCKE



Die Genehmigung für die SPV wurde exakt zum Zeitpunkt der Verschmelzung wirksam – es entstand keine Lücke ohne gültige Genehmigung, und die Verbrauchsteuer wurde nicht fällig.

DIE GRÖSSTEN FALLSTRICKE (II): GENEHMIGUNGEN UND STAATLICHE BEIHILFEN

✓ Umsatzsteuerregistrierung:

- die SPV ist nicht verpflichtet, sich für Zwecke der Umsatzsteuer zu registrieren,
- die Registrierung kann sich wegen der Verfahren der Finanzverwaltung (Abwehr von USt-Betrug) verzögern,
- hat die SPV im Zeitpunkt der Eintragung der Verschmelzung keine USt-Registrierung, entfällt der Vorsteuerabzug  erheblicher Verlust

DIE GRÖSSTEN FALLSTRICKE (II): GENEHMIGUNGEN UND STAATLICHE BEIHILFEN

- ✓ **Staatliche Beihilfe – Zustimmung:** für den Übergang einer staatlichen Beihilfe auf die SPV ist in der Regel die Zustimmung des Bewilligungsgebers erforderlich. Es muss vorab geprüft werden, ob diese realistischerweise erteilt wird.
- ✓ **Staatliche Beihilfe – Verlust durch die Verschmelzung:** manche Formen staatlicher Beihilfen schließen eine Verschmelzung unmittelbar aus (in Tschechien z. B. Investitionsanreize) – kommt es zur Verschmelzung, geht die Beihilfe unwiderruflich verloren.
 - Was sind Investitionsanreize: eine Ertragsteuerermäßigung für Unternehmer, die einen bestimmten Betrag in bestimmte Arten von Anlagen investieren.
 - Investitionsanreize sind meist beträchtlich (im Millionen-Euro-Bereich): sie sind einer der Gründe, warum sich ein Investor für ein Investment in Tschechien entscheidet
 - Eine Gesellschaft, der solche Anreize gewährt wurden, darf sich an keiner Verschmelzung beteiligen – weder als übernehmende noch als übertragende Gesellschaft. Andernfalls verliert sie die Investitionsanreize.

DIE GRÖSSTEN FALLSTRICKE (II): GENEHMIGUNGEN UND STAATLICHE BEIHILFEN

EMPFEHLUNG

✓ Liste der öffentlich-rechtlichen Genehmigungen:

- sie gehen ohne Weiteres auf den Rechtsnachfolger über,
 - sie gehen ohne Weiteres über, es ist aber eine Anzeige erforderlich,
 - sie gehen nur mit Zustimmung der zuständigen Behörde über,
 - sie gehen nicht über, und die Angelegenheit muss anders gelöst werden,
 - sie gehen in keinem Fall über.
- ✓ Es ist die Zeit zu berücksichtigen, die für die Anzeige bzw. die Erteilung neuer Genehmigungen erforderlich ist.

DIE GRÖSSTEN FALLSTRICKE (II): GENEHMIGUNGEN UND STAATLICHE BEIHILFEN

EMPFEHLUNG – FORTSETZUNG

- ✓ Eine ähnliche Liste empfiehlt sich auch für andere Themen (z. B. Verträge mit Kunden und Lieferanten)
 - sie gehen ohne Weiteres auf den Rechtsnachfolger über,
 - sie gehen ohne Weiteres über, es ist aber eine Anzeige erforderlich,
 - sie gehen nur mit Zustimmung der Gegenseite über,
 - sie gehen nicht über, und es bedarf einer gesonderten Verhandlung.
- ✓ Es ist die Zeit zu berücksichtigen, die für Verhandlungen mit wichtigen Geschäftspartnern über den Übergang bzw. die Anpassung von Verträgen erforderlich ist.

DIE GRÖSSTEN FALLSTRICKE (III): MITARBEITER

- ✓ Die Verschmelzung gibt den Arbeitnehmern ein Recht zur vorzeitigen Kündigung.
 - Lösung: Vor Durchführung der Verschmelzung mit Schlüsselmitarbeitern vereinbaren, dass sie von diesem Recht keinen Gebrauch machen.
- ✓ Kollektivvertrag: Der Kollektivvertrag geht zwar auf den Rechtsnachfolger über. Er kann aber Klauseln enthalten, die sich auch auf der gesellschaftsrechtlichen Ebene auswirken.
- ✓ Ein Beispiel ist die Einrichtung eines Sozialfonds aus dem Gewinn.
 - Um einen solchen Fonds errichten zu können, muss dies bereits während der Verschmelzung bedacht werden – konkret bei der Erstellung des Verschmelzungsplans (zu dessen Bestandteilen meist auch die neue Gründungsurkunde gehört).

DIE GRÖSSTEN FALLSTRICKE (IV): BETRIEBLICHE ANGELEGENHEITEN – CASE STUDY

- ✓ Im Wege des LBO (d. h. SPV und→ Zielgesellschaft) wurde ein Lebensmittelhersteller erworben.
 - Auf den Verpackungen und Etiketten sind Angaben zum Hersteller aufgedruckt.
 - Dieser Hersteller änderte sich jedoch – infolge der Verschmelzung wurde eine andere Gesellschaft zum Hersteller. Die Zielgesellschaft hatte aber bereits Verpackungen und Etiketten für mehrere Monate im Voraus angefertigt.
 - Infolge der Verschmelzung waren diese Verpackungen unbrauchbar, weil sie Angaben zur ursprünglichen, also zur Zielgesellschaft, enthielten.
 - Es entstanden Kosten in Höhe mehrerer Millionen tschechischer Kronen für Verpackungen, die nicht verwendet werden konnten.

DIE GRÖSSTEN FALLSTRICKE (IV): BETRIEBLICHE ANGELEGENHEITEN – LÖSUNG

✓ Lenkungsausschuss („Steering Committee“):

- zusammengesetzt aus Vertretern des Investors, der Zielgesellschaft und der Berater,
- tagt regelmäßig,
- identifiziert operative Probleme im Zusammenhang mit der Verschmelzung,
- schlägt Lösungen dafür vor.

FINANZIELLE UNTERSTÜTZUNG

.:accace



WAS IST FINANZIELLE UNTERSTÜTZUNG UND WARUM IST SIE PROBLEMATISCH

- ✓ **Definition:** finanzielle Unterstützung liegt vor, wenn eine Gesellschaft einer Person finanzielle Mittel oder eine Sicherheit zur Verfügung stellt, die diese zum Erwerb von Aktien oder Geschäftsanteilen an eben dieser Gesellschaft verwendet.
- ✓ **Der Kern des Problems:** faktisch wird damit der Kauf des Unternehmens aus dessen eigenen Mitteln finanziert, wodurch sich das Vermögen bzw. Kapital verringert, das Gläubigern und übrigen Gesellschaftern als Haftungsmasse dient.
- ✓ **Der Bezug zum LBO:** das ist das klassische Problem des LBO – der Käufer möchte, dass sich die Akquisition faktisch aus dem Geld und Vermögen der Zielgesellschaft selbst finanziert.
- ✓ **Historischer Hintergrund:** in zahlreichen Rechtsordnungen war dies historisch unmittelbar untersagt, weil es ein Risiko für Gläubiger und Minderheitsaktionäre der Zielgesellschaft darstellt.

FINANZIELLE UNTERSTÜTZUNG IM TSCHECHISCHEN RECHT

- ✓ **Grundsätzlich zulässig:** das tschechische Recht lässt finanzielle Unterstützung sowohl bei der s.r.o. (GmbH-Analogon) als auch bei der a.s. (AG-Analogon) zu – anders als in zahlreichen anderen Rechtsordnungen.
- ✓ **Unterschiede:** bei der s.r.o. ist sie kraft Gesetzes zulässig, bei der a.s. nur, wenn die Satzung sie zulässt.
- ✓ **White-Wash-Bericht:** in beiden Fällen muss die Geschäftsleitung der Zielgesellschaft einen Bericht erstellen, in dem sie darlegt, warum die Zurverfügungstellung der Mittel für die Gesellschaft selbst vorteilhaft ist.
- ✓ **Sachverständigenprüfung bei der a.s.:** bei der Aktiengesellschaft müssen diese Feststellungen zusätzlich von einem Sachverständigen bestätigt werden.
- ✓ **Zustimmung der Gesellschafterversammlung:** die finanzielle Unterstützung wird in beiden Fällen von der Gesellschafterversammlung genehmigt.

FINANZIELLE UNTERSTÜTZUNG IM TSCHECHISCHEN RECHT: DER WHITE-WASH-BERICHT

- ✓ **Was im White-Wash-Bericht die finanzielle Unterstützung rechtfertigen kann:**
 - **Bessere Finanzierungsbedingungen:** leichter Zugang zu Krediten zu besseren Konditionen.
 - **Besserer Marktzugang** – zu Kunden wie zu Lieferanten.

FINANZIELLE UNTERSTÜTZUNG IM TSCHECHISCHEN RECHT: DIE FOLGEN EINES VERSTOßES

✓ Welche Folgen hat ein Verstoß gegen die Bestimmungen über finanzielle Unterstützung

- In erster Linie die Haftung **der Mitglieder der Geschäftsleitung**: Dies wird typischerweise vom Insolvenzverwalter oder einem Minderheitsgesellschafter geltend gemacht.
- Möglich ist auch **die Haftung der herrschenden Person** im Konzern.
- Eine etwaige **Unwirksamkeit der Sicherungsinstrumente** ist bislang durch die Rechtsprechung **nicht geklärt**.
- Sollte tatsächlich Unwirksamkeit vorliegen, wäre dies wohl eine **relative Unwirksamkeit (Anfechtbarkeit)**, d. h., sie müsste von demjenigen geltend gemacht werden, der ein rechtliches Interesse daran hat (z. B. wiederum der Insolvenzverwalter oder ein Minderheitsgesellschafter).
- Das Risiko der Unwirksamkeit ist für **den Gläubiger jedoch von zentraler Bedeutung**. Deshalb ist der Gläubiger bestrebt zu prüfen, ob alle Voraussetzungen eingehalten wurden.

HAFTUNG DER GESCHÄFTSLEITUNG BEI ÜBERMÄSSIGER VERSCHULDUNG

..accace



WO RECHT UND GESCHÄFT AUFEINANDERTREFFEN

- ✓ **Erhöhtes Insolvenzrisiko:** der hohe Verschuldungsgrad, den ein LBO typischerweise mit sich bringt, erhöht das Risiko einer künftigen Insolvenz der Zielgesellschaft.
- ✓ **Risiko für die Geschäftsleitung:** die Geschäftsleitung des Targets setzt sich dem Risiko einer Verletzung der Sorgfaltspflicht des ordentlichen Geschäftsleiters aus, wenn sie einer Transaktion zustimmt, von der sie weiß oder wissen müsste, dass sie für das Target bzw. die SPV nachteilig ist.
- ✓ **Konfliktsituation:** geht die Geschäftsleitung des Targets davon aus, dass die Verschmelzung die Lebensfähigkeit des Targets gefährdet, liegt eine höchst konfliktträchtige Situation vor – dies zeigt nämlich, dass die gesamte Akquisition nicht gut durchdacht ist, und könnte sie zu Fall bringen.
- ✓ **Druck auf das Management:** das Management der verschmolzenen Einheit steht zudem unter erhöhtem Druck hinsichtlich der wirtschaftlichen Ergebnisse, da aus diesen das Akquisitionsdarlehen getilgt wird.

WIE MAN SICH SCHÜTZT: DER SOLVENZTEST UND DIE DOKUMENTATION

- ✓ **Solvenztest:** die Geschäftsleitung muss vor der Genehmigung des Verschmelzungsplans prüfen, ob die Nachfolgegesellschaft nach der Verschmelzung in der Lage sein wird, ihre fälligen Verbindlichkeiten zu erfüllen (Test nach § 3 des tschechischen Insolvenzgesetzes – Zahlungsunfähigkeit und Überschuldung).
- ✓ **Finanzmodell:**
 - es empfiehlt sich, ein Finanzmodell bzw. eine Cashflow-Prognose für den Schuldendienst nach der Verschmelzung zu erstellen,
 - diese ordnungsgemäß als Entscheidungsgrundlage zu dokumentieren (Business Judgment Rule),
 - trifft die Geschäftsleitung auf der Grundlage angemessener Informationen eine angemessene Entscheidung, haftet sie nicht dafür, wenn sich das Vorhaben letztlich nicht realisieren lässt.
- ✓ **Die Folge des Untätigbleibens:** führt die Geschäftsleitung die Verschmelzung ohne diese Analyse durch und gerät die Gesellschaft anschließend in die Insolvenz, drohen den Mitgliedern der Geschäftsleitung die persönliche Haftung für den den Gläubigern entstandenen Schaden sowie die Disqualifikation von ihrem Amt.

ZUSAMMENFASSUNG UND EMPFEHLUNGEN

- ✓ Übergang von Vermögenswerten (Phase 3.8): Prüfen Sie Change-of-Control-Klauseln, öffentlich-rechtliche Genehmigungen, staatliche Beihilfen und finanzielle Covenants bereits im Rahmen der Due Diligence – nicht erst nach dem Closing.
- ✓ Finanzielle Unterstützung (Phase 3.5): Bereiten Sie den White-Wash-Bericht vor, sorgen Sie für die Sachverständigenprüfung bei der a.s. und die Genehmigung durch die Gesellschafterversammlung, bevor die Schuld auf das Target „durchgereicht“ wird.
- ✓ Haftung der Geschäftsleitung (Phase 3.7): Führen Sie vor der Genehmigung der Verschmelzung den Solvenzttest durch und dokumentieren Sie das Finanzmodell für den Schuldendienst – das ist Ihre Verteidigung im Rahmen der Business Judgment Rule.
- ✓ Eine große Zahl wenig wahrscheinlicher Risiken bedeutet eine reale Gefahr – der LBO ist ein Bereich, in dem Recht und Geschäft intensiv aufeinandertreffen.

ANHANG: WARUM EIN DOWNSTREAM-MERGER NICHT FUNKTIONIERT

- ✓ Zinsen aus dem Akquisitionsdarlehen sind steuerlich nicht abzugsfähig.
- ✓ Die verschmolzene Gesellschaft weist am Ende ein negatives Eigenkapital aus

BILANZ NACH DEM DOWNSTREAM-MERGER: ÜBERSCHULDUNG

VOR DER VERSCHMELZUNG

SPV	
AKTIVA 1 000	Eigenkapital: 100
	Darlehen: 900

↓

ZIELGESELLSCHAFT (TARGET)	
AKTIVA 100	EIGENKAPITAL 100 (schuldenfrei)

VERSCHMELZUNG
DURCH AUFNAHME:
Die SPV verschmilzt
auf das Target



NACH DER VERSCHMELZUNG

NACHFOLGEGESELLSCHAFT (SPV ist erloschen, TARGET hat fortbestanden)	
AKTIVA 100	EIGENKAPITAL -800
	DARLEHEN 900

ÜBERSCHULDUNG: NEGATIVES EIGENKAPITAL (-800)

Nach der Verschmelzung übernimmt die Nachfolgesellschaft das gesamte Akquisitionsdarlehen (900), doch ihre Aktiva entsprechen nur dem Wert des Targets (100) – das Eigenkapital ist negativ, weshalb der Solvenztest nach § 3 InsZ erforderlich ist.

BILANZ NACH DEM UPSTREAM-MERGER: NEUBEWERTUNG

VOR DER VERSCHMELZUNG

SPV	
Anteil am Target 1 000	Eigenkapital: 100
Bewertungsunterschied zum erworbenen Vermögen 900	Neubewertungsrücklage aus der Umwandlung: 900
	Darlehen: 900

ZIELGESELLSCHAFT (TARGET)	
AKTIVA 100	EIGENKAPITAL 100 <i>(schuldenfrei)</i>

VERSCHMELZUNG
DURCH AUFNAHME: das
Target verschmilzt auf die
SPV



NACH DER VERSCHMELZUNG

NACHFOLGEGESELLSCHAFT (SPV hat fortbestanden, TARGET ist erloschen)	
AKTIVA 1 000	EIGENKAPITAL 100
	DARLEHEN 900

DIE SACHVERSTÄNDIGE NEUBEWERTUNG HAT DIE
ÜBERSCHULDUNG VERHINDERT

Die Neubewertung durch den Sachverständigen erfasst die Aktiva der SPV zum beizulegenden Zeitwert (1 900) und bildet einen Eigenkapitalposten „Neubewertungsrücklage aus der Umwandlung“ (900); nach der Verschmelzung entsprechen die Aktiva (1 000) somit sowohl dem Darlehen (900) als auch dem Eigenkapital (100) – zu einer Überschuldung kommt es nicht.

DISKUSSION

accace

