

DAS INSOLVENZVERFAHREN IN SPANIEN UND SEINE MÖGLICHEN AUSWIRKUNGEN AUF VORHERIGE LEVERAGE BUY-OUTS

Konzept und gesetzliches Verbot

In den letzten Jahren waren sogenannte „Leverage Buy-Outs“ (LBO) in Spanien sehr häufig. Diese Operationen charakterisieren sich durch einen Kauf des Mehrheitsanteiles des Gesellschaftskapitals einer Zielgesellschaft. Finanziert wird dieser Kauf durch von Dritten erhaltene Darlehen, die mit den Aktiva der Zielgesellschaft besichert werden oder die mit Belastungen des Firmenvermögens und mit von dieser Gesellschaft erhofften Cash-Flows zurückgezahlt werden. Auch kommt es vor, dass der Kaufpreis gestundet und von der Zielgesellschaft selbst an die Verkäufer gezahlt wird. Die Zielgesellschaft fusioniert nach dem Kauf -und vor der Bezahlung des Preises- mit einer von dem Investor (normalerweise ein Risikokapitalfond) gegründeten Zweckgesellschaft mit dem einzigen Ziel die besagten Aktien oder Beteiligungen zu kaufen. Das heißt, dass die LBO zur Folge haben, dass der Käufer die Kosten seines eigenen Kaufs auf die Zielgesellschaft überträgt.

Auf diese Art und Weise verstoßen die LBO gegen das Verbot der finanziellen Unterstützung des Kaufs der eigenen Aktien/ Beteiligungen gemäß den Artikeln 81 des Gesetzes über Aktiengesellschaften und 40 des Gesetzes über Gesellschaften mit beschränkter Haftung. Mit diesem besagten Verbot versucht der Gesetzgeber die Integrität des Gesellschaftskapitals zu erhalten, indem er es davor bewahrt, dass es, anstatt sich von den externen Beiträgen der Gesellschafter zu nähren, durch Belastung des eigenen Gesellschaftsvermögen finanziert wird. Das Verbot verfolgt auch das Ziel des Interessenschutzes der dritten Gläubiger, welche möglicherweise ihre legitimen Forderungsrechte aufgrund des hohen Verschuldungsgrades, den die Operationen der finanziellen Unterstützung der Gesellschaft bringen können, beeinträchtigt sehen. Andererseits beabsichtigt es die Minderheitsgesellschafter vor den Mehrheitsgesellschaftern und den Administratoren zu schützen. Diese können sich versucht sehen, Gesellschaftsmittel zur Verfügung zu stellen, damit sie Aktien bzw. Beteiligungen erwerben um sich erfolgreiche Verhandlungen in den Aktionärsverhandlungen zu garantieren.

Mögliche Auswirkungen der Nichterfüllung

Trotz des Verstoßes gegen das besagte Verbot der finanziellen Unterstützung, ist es sehr unwahrscheinlich, dass irgendjemand irgendein Interesse an einer Anfechtung des Leverage Buy-Out zeigt, da die Zielgesellschaft ein zahlungsfähiges Unternehmen ist, das seine Verbindlichkeiten erfüllt. Nur der Investor, der die besagten Aktien und Beteiligungen erwirbt (meist ein Riskokapitalfond) und der seine wirtschaftlichen Erwartungen gefährdet sieht, könnte ein Interesse an einer Anfechtung der rechtlichen Gültigkeit der Operation haben und versuchen so seine Investition zurückzuerlangen. Jedoch scheint diese Möglichkeit unwahrscheinlich, da die Aktivlegitimation des Investors die Operation anzufechten, an der er selbst aktiv beteiligt war, sehr zweifelhaft wäre, unbeschadet dem Prestigeverlust, den er auf dem Finanzmarkt erleiden könnte, weil er die Gültigkeit der finanziell misslungenen Operation angegriffen hat und diese vor anderen erfolgreichen LBOs bewahrt.

Andererseits wird ein Auftreten von Interessenten an einer Anfechtung des LBO im Falle eines Insolvenzverfahrens der Zielgesellschaft wahrscheinlicher sein. Allerdings könnten die Gläubiger, die die Erfüllung ihrer Forderungen in Gefahr sehen, vorbringen, dass die Anfechtung des LBO und die darauffolgende Rückerstattung des dafür an die Verkäufer (ehemalige Gesellschafter) bezahlten Preises in die Zielgesellschaft eine bemerkenswerte Zunahme des Gesellschaftsvermögen –der

Aktivmasse- bedeutet, mit dem deren Schulden mithin die Forderungen solcher Gläubiger beglichen werden könnten.

Alternativen zur Anfechtung des LBO

Die Alternativen der Gläubiger ihre Absichten zu erreichen, wären im Wesentlichen Folgende:

Zum Einen wäre dies die Kündigung des LBO gemäß Artikel 71.1 des Insolvenzgesetzes. Diese Vorschrift bestimmt, dass, sobald einmal die Insolvenz erklärt wurde, die Aktionen, die der von dem Schuldner in den zwei Jahren vor der Erklärung geschaffenen Aktivmasse schaden, kündbar sind, obwohl keine betrügerische Absicht bestand. Das gesetzliche Verbot der finanziellen Unterstützung des Kaufs von eigenen Aktien/Beteiligungen kommt hier nicht zu tragen, da die kündbaren Handlungen nicht unter einem eigenen Mangel leiden müssen, sondern da die Grundlage für die Kündigung einzig und allein im Schaden der Aktivmasse besteht. Hier werden die Interessenten an einer Kündigung versuchen vor dem Handelsgericht zu beweisen, dass die hohe Verschuldung der Zielgesellschaft, welche von dem Preis, der an die Verkäufer gezahlt werden musste, abgeleitet wird, eine klare Vermögensminderung darstellt und dass die Zahlung des besagten Preises schädlich für die Aktivmasse war, indem es an jeglicher Ausgleichleistung zu Gunsten der Zielgesellschaft fehlte oder zumindest an einem Ausgleich aus der Sicht der Integrität der Insolvenzforderungen. Die Absicht der Beteiligten an dem LBO wird völlig irrelevant sein.

Zum Anderen wäre dies die Kündigung des LBO gemäß Artikel 71.6 des Insolvenzgesetzes, nach dem die Erhebung von Kündigungsklagen nicht die Erhebung anderer Anfechtungsklagen gegen Schuldneraktionen, die laut Gesetz zulässig sind, die also vor dem Insolvenzrichter erhoben werden können, verhindern wird. Falls auf diesen Weg zurückgegriffen wird, werden sich die Interessenten diesmal darauf berufen, dass die Verletzung des rechtlichen Verbots der finanziellen Unterstützung des Kaufs von eigenen Aktien/Beteiligungen gemäß Artikel 6.3 des *Código Civil* (spanisches Bürgerliches Gesetzbuch) vollkommen nichtig ist. Im Unterschied zu der vorherigen Alternative wird in diesem Fall die Klage nicht abhängig von irgendeinem Zeitlimit sein, da die Nichtigkeitsklage nie verjährt.

Folgen einer erfolgreichen Anfechtung

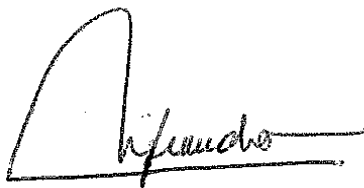
Sicherlich werden die Folgen eines Anfechtungserfolges des LBO gravierend aus wirtschaftlicher sowie rechtlicher Sicht sein. Laut der erhobenen Klage und dem Ziel der selben können eine oder mehrere der an den Preis gebundenen erhaltenen Zahlungen ungültig erklärt werden und müssen daher von den Verkäufern an die Aktivmasse zurückgezahlt werden. Die Konsequenzen einer Nichtigkeitserklärung des ganzen LBO werden besonders komplex sein: die Verkäufer erlangen wieder die Berechtigung über die Zielgesellschaft, die Fusion dieser mit der Zweckgesellschaft muss „aufgelöst werden“, da sie Teil einer rechtswidrigen und ungültigen Operation ist. etc. Außerdem können die Verkäufer, als Gesellschafter des Zielunternehmens, sowie mit Rückzahlung des als Folge des LBO erhaltenen Preises, zu untergeordneten Gläubigern der insolventen Zielgesellschaft werden, falls bei ihnen die gesetzlich festgelegten Umstände vorliegen.

Bewertung und Zweckmäßigkeit einer konkreten gesetzlichen Lösung

Verschiedene Autoren haben das kategorische Verbot der finanziellen Unterstützung des Kaufs von eigenen Aktien/Beteiligungen, das in der handelsrechtlichen Gesetzgebung vorgesehen ist, kritisiert, hauptsächlich weil die LBO und die folgende Gesellschaftverschuldung mit der Erreichung legitimer Ziele oder Firmenumgestaltungsformeln einhergehen können. Allerdings sollte, so *Vaquerizo Alonso*, der Aufpreis, der an die neuen Mehrheitsaktionäre innerhalb des LBO gezahlt wurde, nicht unbedingt als Vermögensminderung oder als Diebstahl an der Gesellschaft verstanden werden, da sonst die gewinnbringenden Auswirkungen, die während der Operation geplant wurden und die sich notwendigerweise in einem höherem Wert der Aktien/Beteiligungen als zum Zeitpunkt des Kaufs widerspiegeln, ignoriert werden. Dieser Aufpreis kann eine Widerspiegelung der neuen Aussichten von zukünftigen Einkünften der Gesellschaft sein, die als Folge der Umsstrukturierung auftreten, welche normalerweise ein Ersatz der Kontrollmehrheit mit sich bringt, sowie auch zum Beispiel die Reduzierung von operationellen Kosten, eine bessere gesellschaftliche Ressourcennutzung, die aus Wechsel im Management abzuleiten sind, etc.

Dies bedeutet aber nicht, dass man das enorme Potenzial der LBOs übersehen darf, Interessenskonflikte zwischen denen zu erzeugen, die diese befürworten und denen, die trotz ihrer mangelnden Beteiligung an derselben von ihr betroffen sind; wobei es nicht zu leugnen ist, dass ein großer Teil des Risikos, das mit der Operation verbunden ist, von den Gläubigern getragen wird. Daher ist es für den Gesetzgeber zweckmäßig, gesetzliche Lösungen für die Probleme, die sich aus den LBOs ergeben, zu schaffen, so wie zum Beispiel die Errichtung eines Systems von Kreditnachrangigkeit, so dass beim Geldeingang die vor dem LBO existierenden Gläubiger vor dem Gläubiger, der an der Planung teilnahm, bevorzugt werden.

Mariano Jiménez
Rechtsanwalt
mjimenez@mariscal-abogados.com



Mariscal & Asociados
ABOGADOS

Madrid | Barcelona | Palma de Mallorca

Conde de Aranda 1, 2º iz 28001 Madrid

t: +34 91 564 64 32

f: +34 91 564 46 17

www.mariscal-abogados.com