

Distressed M&A in der Corona-Krise II – Erwerb vor oder während des Insolvenzverfahrens?

7. April 2020

Die Corona-Krise hat die M&A Aktivität zuletzt fast zum Erliegen gebracht. Mit unserer Beitragsserie 'Distressed M&A in der Corona-Krise' wollen wir für weitere M&A Tätigkeit werben. Die Krise verändert nur die Spielregeln – und diese veränderten Spielregeln wollen wir für Sie näher beleuchten.

Chancen für Käufer und Verkäufer

Unternehmenskrisen bieten Chancen für Käufer und Verkäufer. Die Chancen für Käufer liegen auf der Hand, die Krise drückt den Kaufpreis und der Käufer hat die Möglichkeit, ein Unternehmen ggf. zu einem günstigen Preis zu erwerben.

Dem Verkäufer hilft der Verkauf von Non Core-Geschäftsbereichen in der Krise gleich in mehrerlei Hinsicht: der Verkauf schafft zunächst Liquidität und mindert die Kostenbelastung durch ein ggf. defizitäres Geschäft. Gleichzeitig erlaubt der Verkauf den Fokus auf das Kerngeschäft, das durch die neu geschaffte Liquidität gestützt wird.

Eine M&A Transaktion kann in Krisenzeiten aber vor allem auch Chancen für *Win-Win*-Situationen für Käufer und Verkäufer bieten. Denken Sie an die Abhängigkeiten in kritischen Lieferketten. Der Ausfall des Lieferanten kann mit erheblichen Risiken für den Kunden verbunden sein. Es liegt mithin im ureigenen Interesse des Kunden, zur Stabilisierung des Lieferanten beizutragen. Die Übernahme eines Teilbereichs des Lieferanten durch den Kunden kann beiden helfen, wenn sie dem Lieferanten das Überleben und dem Kunden die nachhaltige Lieferung sichert.

Die Spielregeln für Transaktionen in der Krise unterscheiden sich maßgeblich dadurch, in welchem Stadium die Transaktion erfolgt. Und die Krise wäre keine Krise, wenn die Transaktion völlig ohne Risiken möglich wäre. Entscheidend ist, die Risiken zu kennen und im Rahmen der Gestaltungs- und Strukturierungsmöglichkeiten zu minimieren.

Erwerb vor Insolvenz

Die Umsetzung einer Transaktion vor Insolvenz hat zunächst den maßgeblichen Vorteil, dass Käufer und Verkäufer selbst den M&A Prozess kontrollieren. Fällt ein Target erst einmal in die

Insolvenz, übernimmt in der Regel ein Insolvenzverwalter die Kontrolle, in jedem Fall bekommen die Gläubiger maßgebliche Mitspracherechte. Aus Käufersicht bietet diese Phase vor Insolvenz auch den Vorteil, dass ihm der Verkäufer Exklusivität gewähren kann, und damit das Risiko frustrierter Opportunitätskosten sinkt, wenn kurz vor Abschluss ein anderer Käufer zum Zug kommt.

Der wesentliche Vorteil der übertragenden Sanierung durch einen Asset Deal aus der Insolvenz (siehe sogleich) liegt darin, dass der Erwerber den Geschäftsbetrieb schuldenfrei erwerben kann. Mit dem Asset Deal aus der Insolvenz erwirbt der Käufer nur das betriebsnotwendige Vermögen mit Anlage- und Umlaufvermögen, Rechten, Verträgen und Mitarbeitern – Altverbindlichkeiten verbleiben beim Insolvenzverwalter und werden von diesem abgewickelt.

Diesen Vorteil bietet eine Transaktion vor Insolvenz nicht. Mit einem Share Deal erwirbt der Käufer ohnehin den Rechtsträger mit seiner gesamten Bilanz, also auch allen Passiva. Und auch bei einem Asset Deal lassen sich nicht alle Verbindlichkeiten abschneiden: zwar haftet der Erwerber grundsätzlich nur für Verbindlichkeiten, die er ausdrücklich übernimmt, Verbindlichkeiten gegenüber Arbeitnehmern gehen aber nach § 613a BGB kraft Gesetzes über, für Steuerverbindlichkeiten haftet der Erwerber nach § 75 AO und schließlich droht auch die Haftung nach § 25 HGB, sofern der Erwerber die Firma des Geschäfts fortführt und die Haftung nicht durch entsprechenden Handelsregistereintrag ausschließt.

Fällt der Verkäufer nach der Umsetzung in die Insolvenz, drohen spezielle insolvenzrechtliche Risiken. Sofern die Transaktion zum Zeitpunkt der Insolvenz noch nicht vollzogen ist und die Parteien ihre Leistungspflichten noch nicht vollständig erfüllt haben, erlaubt das Erfüllungswahlrecht nach § 103 InsO dem Insolvenzverwalter, die weitere Erfüllung der Transaktion abzulehnen. Damit ist immer dann ein besonderes Risiko für Käufer verbunden, wenn sie vorgeleistet haben, z.B. zur Stützung der Liquidität in der Krise eine Anzahlung auf den Kaufpreis geleistet haben. Zu den Möglichkeiten, Transaktionen so umzusetzen, dass Risiken aus dem Erfüllungswahlrecht minimiert werden, veröffentlichen wir in Kürze einen weiteren Beitrag in dieser Reihe.

Doch selbst wenn die Transaktion vollständig vollzogen ist, droht bei späterer Insolvenz von Seiten des Insolvenzverwalters Ungemach: das Gesetz gibt dem Insolvenzverwalter verschiedene Anfechtungsrechte zu Hand, die allesamt auf die Rückabwicklung gläubigerbenachteiligender Rechtsgeschäfte zielen. Auch dieses Risiko lässt sich weitgehend ausschließen, und auch diesen Themenkreis beleuchten wir kurzfristig in einem weiteren Beitrag in dieser Reihe.

Von insolvenzrechtlicher Seite schaden aber nicht nur Erfüllungswahlrechte und Anfechtungsrechte des Insolvenzverwalters, die Insolvenz des Verkäufers kann auch Sekundäransprüche des Käufers entwerten. Aus M&A-Käufersicht ist dies insbesondere für Garantie- und Freistellungsansprüche relevant, die nach Insolvenz des Verkäufers einfache Insolvenzforderungen werden und nur noch mit der Insolvenzquote bedient werden.

In dieser Hinsicht ist zunächst eine gute Due Diligence entscheidend. Die Due Diligence kann die Garantiehafung des Verkäufers aber nie ersetzen, da die Garantien immer die der Due Diligence zugrunde liegenden Annahmen absichern müssen. Der Käufer kann zwar Verträge auf rechtliche und sonstige Risiken prüfen, er benötigt aber immer zumindest die Garantie, dass ihm auch alle (wesentlichen) Verträge offengelegt wurden.

Hier kommt einem Instrument, das Sie ebenfalls aus 'normalen' Transaktionen kennen, besondere Bedeutung zu: der Warranty and Indemnity Insurance, kurz W&I Versicherung. Schließt der Käufer eine W&I Versicherung für die Garantien des Verkäufers ab, haftet im Garantiefall die Versicherung, der Ausfall des Verkäufers ist kein Risiko mehr.

Die Produktpalette der W&I Anbieter für Transaktionen im Vorfeld der Insolvenz ist dabei breit: auch insolvenzrechtliche Anfechtungsrisiken lassen sich versichern. Ist die Angemessenheit durch ein Bewertungsgutachten oder eine Fairness Opinion belegt, übernehmen Versicherer das Risiko, dass ein Gericht das im Anfechtungsfall anders bewertet.

Last but not least: Die Umsetzung der Transaktion hat den ganz wesentlichen Vorteil, dass das Target noch nicht mit dem Makel der Insolvenz behaftet ist. Fällt das Unternehmen erst in die Insolvenz, wird der Betrieb ggf. nachhaltig durch Betriebsunterbrechungen geschädigt, Kunden springen ab, die (in der Regel besten) Mitarbeiter verlassen als erste das sinkende Schiff.

Mit diesem und unseren weiteren Beiträgen in dieser Reihe möchten wir für Transaktionen trotz Unternehmenskrise vor Insolvenz werben. Die Risiken sind überschaubar, bzw. können durch rechtliche Gestaltungsmaßnahmen mitigiert werden. Der Schaden, der einem Unternehmen mit Insolvenz oft zugefügt wird, ist oft viel größer als die Einsparungen aufgrund eines ggf. (noch) niedrigeren Kaufpreises.

Erwerb aus der Insolvenz

Zugegeben, auch der Erwerb aus der Insolvenz hat seinen Reiz. Vor allem die mit der übertragenden Sanierung mögliche Trennung von Betriebsvermögen und Verbindlichkeiten kann für sich genommen ausreichen, das Unternehmen zu sanieren.

Anders als bei einem Asset Deal vor Insolvenz gehen auch Mitarbeiter- und Steuerverbindlichkeiten nicht auf den Erwerber über. Während der Gesetzgeber dies für Steuerverbindlichkeiten in § 75 Abs. 2 AO gesetzlich normiert hat, gilt dies auch für vor Eröffnung des Insolvenzverfahrens begründete Verbindlichkeiten gegenüber Arbeitnehmern. Hintergrund dieser Rechtsprechung des BGH ist, dass Arbeitnehmer keine Besserstellung gegenüber allen sonstigen Gläubigern erfahren sollen.

Einen großen Vorteil stellt natürlich auch die bei der übertragenden Sanierung mögliche Auswahl der betriebsnotwendigen Vermögensgegenstände dar (*Cherry Picking*), ein etwaig mit Umweltschäden belastetes Betriebsgrundstück wird einfach nicht miterworben. Auch bei den Arbeitnehmern ist eine solche Auswahl möglich: der Käufer kann eine Auswahl der zu übernehmenden Arbeitnehmer treffen ('Olympiamannschaft' nach Erwerberkonzept), der Insolvenzverwalter transferiert die übrigen Arbeitnehmer in eine sog. Beschäftigungs- und Qualifizierungsgesellschaft.

Neben den bereits angesprochenen erheblichen nachteiligen Auswirkungen der Insolvenz auf den Geschäftsbetrieb, bringt der Erwerb des Unternehmens vom Insolvenzverwalter aus M&A-Sicht den weiteren Nachteil mit sich, dass Insolvenzverwalter grundsätzlich keinerlei Garantien im Rahmen des Verkaufs abgeben, mit Ausnahme der Garantie der Inhaberschaft an den veräußerten Vermögensgegenständen. Mit der Garantiehafung würde der Insolvenzverwalter sog. Masseverbindlichkeiten begründen, für die er persönlich haften würde. Der Nachteil fehlender operativer Garantien lässt sich auch wie gezeigt nicht durch eine sorgfältige Due Diligence aufwiegen, da diese auch der Absicherung durch Garantien bedarf.

Und jetzt die Krux: dieses Risiko kann nicht gleichermaßen wie vor Insolvenz durch eine W&I Versicherung aufgefangen werden. Für jede W&I Versicherung bedarf es nämlich in der Regel eines Primärgarantiegebers; dessen Haftung kann zwar auf 1 Euro beschränkt werden, aber eben nach allgemeinen Rechtsgrundsätzen auch nur bis zur Grenze der Vorsatzhaftung. Diese dem Primärgarantiegeber drohende Vorsatzhaftung reicht dem W&I Versicherer, das Haftungsrisiko für unverschuldete oder fahrlässige Garantieverletzungen zu tragen. Der Insolvenzverwalter scheidet aber als Primärgarantiegeber aus.

Und auch hierfür haben wir noch einen Workaround: die Garantien können – ebenfalls begrenzt auf 1 Euro – auch von dem Management der Zielgesellschaft abgegeben werden, die damit einen wichtigen Beitrag leisten können, dem Käufer den Abschluss der W&I Versicherung zu ermöglichen, hinreichenden Komfort für die Transaktion zu geben und dem Unternehmen, den Arbeitnehmern und sich selbst eine Zukunft zu geben.

Kontakt



Dr. Heiko Tschauner
Restrukturierung und Insolvenzrecht
Partner, München
T +49 89 29012242
heiko.tschauner@hoganlovells.com



Dr. Nikolas Zirngibl
Gesellschaftsrecht/M&A, Venture Capital
Partner, München
T +49 89 29012131
nikolas.zirngibl@hoganlovells.com

www.hoganlovells.com

"Hogan Lovells" oder die "Sozietät" ist eine internationale Anwaltssozietät, zu der Hogan Lovells International LLP und Hogan Lovells US LLP und ihnen nahestehende Gesellschaften gehören. Die Bezeichnung "Partner" beschreibt einen Partner oder ein Mitglied von Hogan Lovells International LLP, Hogan Lovells US LLP oder einer der ihnen nahestehenden Gesellschaften oder einen Mitarbeiter oder Berater mit entsprechender Stellung. Einzelne Personen, die als Partner bezeichnet werden, aber nicht Mitglieder von Hogan Lovells International LLP sind, verfügen nicht über eine Qualifikation, die der von Mitgliedern entspricht.

Weitere Informationen über Hogan Lovells, die Partner und deren Qualifikationen, finden Sie unter www.hoganlovells.com.

Sofern Fallstudien dargestellt sind, garantieren die dort erzielten Ergebnisse nicht einen ähnlichen Ausgang für andere Mandanten. Anwaltswerbung. Abbildungen von Personen zeigen aktuelle oder ehemalige Anwälte und Mitarbeiter von Hogan Lovells oder Models, die nicht mit der Sozietät in Verbindung stehen.

© Hogan Lovells 2020. Alle Rechte vorbehalten.