

„Rechtliche Chancen & Risiken im Rahmen von Distressed M&A“

Rechtsanwalt Dr. Thorsten Schleich
Schleich & Partner mbB Rechtsanwälte

Gliederung

- A. Begriff „Distressed M&A“
- B. Differenzierung nach Erwerbszeitpunkten
- C. Der Erwerb vor Insolvenzantragstellung
 - I. Risiken
 - II. Minimierung der Risiken
 - III. Situation der Banken
- D. Der Erwerb nach Insolvenzantragstellung und vor Eröffnung des Insolvenzverfahrens
- E. Der Erwerb nach Eröffnung des Insolvenzverfahrens
- F. Der Unternehmenskauf in der Krise oder Insolvenz als Chance
- G. Der Erwerb im Rahmen des Stabilisierungs- und Restrukturierungsrahmen

A. Begriff „Distressed M&A“

- Bei Distressed M&A-Transaktionen werden Unternehmen in Phasen der finanz- oder leistungswirtschaftliche Krise oder der Insolvenz erworben.
- Es kann sich dabei um das gesamte Unternehmen, eine begrenzte Anzahl von Anteilen oder einzelnen Vermögenswerte handeln.
- Charakteristisch für Distressed M&A-Transaktionen aus rechtlicher Sicht ist die hohe Komplexität der Transaktionen. Die Transaktion erfolgt in den meisten Fälle unter einem sehr hohem Zeitdruck.

In welchem Stadium befinden sich die an der „Distressed M&A“- Transaktion beteiligten Unternehmen ?

Hier ist zwischen Krise, insbesondere Liquiditätskrise und Insolvenzreife zu unterscheiden:

- **Insolvenzreife** liegt vor, wenn mindestens einer der Insolvenzgründe (Zahlungsunfähigkeit oder Überschuldung) gegeben ist. Die Insolvenzreife löst die Pflicht zur sofortigen Stellung eines Insolvenzantrages aus, die bei Nichteinhaltung straf- und zivilrechtliche Haftungsrisiken nach sich zieht.
- Ein Insolvenzantragsrecht, keine Insolvenzantragspflicht, ergibt sich aus § 18 InsO bei Vorliegen der „drohenden Zahlungsunfähigkeit“.

- Das Stadium der Krise ist der Insolvenzreife unmittelbar vorgelagert.
- Im Krisenstadium hat sich die Liquiditätssituation der Gesellschaft bereits spürbar verschlechtert, wenn auch noch **kein Insolvenzgrund** vorliegt. Zeichnet sich eine Krise konkret ab, muss die finanzielle Situation ständig überwacht werden, um eine eintretende Insolvenzreife rechtzeitig erkennen und entsprechend reagieren zu können.
- Für „Distressed M & A“ - Transaktionen bedeutet dies, dass die potentielle Gefahr der Insolvenz immer über dem Deal schwebt.

B. Differenzierung nach Erwerbszeitpunkten

In rechtlicher Hinsicht ist es für den Erwerber und Veräußerer bedeutsam, zu welchem Zeitpunkt der Abschluss des Unternehmenskaufvertrages erfolgt.

Rechtlich muss dabei zwischen **drei Erwerbszeitpunkten** unterschieden werden:

- I. Zeitpunkt vor Insolvenzantragstellung (in der Krise)
- II. Zeitpunkt nach Insolvenzantragstellung und vor Eröffnung des Insolvenzverfahrens (vorläufiges Insolvenzverfahren)
- III. Zeitpunkt nach Eröffnung des Insolvenzverfahrens (sog. übertragende Sanierung im eröffneten Insolvenzverfahren)

C. Der Erwerb vor Insolvenzantragstellung

I. Risiken

Für Veräußerer und Erwerber ergeben sich bei einem Erwerb vor Insolvenzantragstellung zum einen **Strafbarkeitsrisiken**:

- **Bankrottstraftaten, § 283 ff. StGB**
(Verkauf des Unternehmens unter Wert)
- **Insolvenzverschleppung, § 15 Abs. 4 und 5 InsO**

C. Der Erwerb vor Insolvenzantragstellung

I. Risiken

Aus Sicht des Erwerbers:

Häufig Asset Deal, da nicht die gesamten Lasten übernommen werden sollen:

- **Insolvenzanfechtung nach § § 129 ff. InsO**
 - Kommt bei einer Benachteiligung der Unternehmensgläubiger in Betracht, insbesondere, wenn die **Unternehmensveräußerung unter dem Verkehrswert erfolgt ist.**
 - Die Anfechtung hat eine Rückabwicklung zur Folge. Für den Erwerber stellt sich das Problem, dass in diesen Fällen sein **Kaufpreisrückzahlungsanspruch häufig wegen § 144 Abs. 2 InsO lediglich eine bloße Insolvenzforderung** darstellen wird.

„ § 144 Ansprüche des Anfechtungsgegners

(2) Eine Gegenleistung ist aus der Insolvenzmasse zu erstatten, soweit sie in dieser noch unterscheidbar vorhanden ist oder soweit die Masse um ihren Wert bereichert ist. Darüber hinaus kann der Empfänger der anfechtbaren Leistung die Forderung auf Rückgewähr der Gegenleistung nur als Insolvenzgläubiger geltend machen.

C. Der Erwerb vor Insolvenzantragstellung

I. Risiken

- Anfechtung sowohl des Verpflichtungsgeschäfts (Kaufvertrag/Signing) als auch des Erfüllungsgeschäfts (Closing) möglich

Anwendbarkeit der folgender Anfechtungstatbestände:

<u>Signing</u>		<u>Closing</u>		
§ 132 InsO	§ 133 InsO	§ 130 InsO	§ 132 InsO	§ 133 InsO
<ul style="list-style-type: none">• Unmittelbare Gläubigerbenachteiligung• Käufer kannte Zahlungsunfähigkeit oder den Insolvenzantrag	<ul style="list-style-type: none">• Vorsatz des Schuldners die Gläubiger zu benachteiligen• Kenntnis des Käufers	<ul style="list-style-type: none">• Kenntnis des Käufers von der Zahlungsunfähigkeit	siehe vorne	siehe vorne

Soweit andere Erfüllung als im Kaufvertrag vereinbart ggf. auch § 131 InsO

C. Der Erwerb vor Insolvenzantragstellung

I. Risiken

- Erfüllungswahlrecht des Insolvenzverwalters gemäß § 103 InsO;
 - Bei einem noch nicht vollständig vollzogenen Unternehmenskaufvertrag besteht die Gefahr, dass bei einer Verfahrenseröffnung über das Vermögen des Veräußerers bzw. des Rechtsträgers des Unternehmens der Insolvenzverwalter die Erfüllung des Unternehmenskaufvertrages gemäß § 103 InsO ablehnt. **Kaufpreisrückzahlungsanspruch und möglichen Schadensersatz kann Käufer nur als Insolvenzforderung geltend machen.**

C. Der Erwerb vor Insolvenzantragstellung

I. Risiken

Aus Sicht des Veräußerers:

- Überprüfung der Risiken, für den Fall, dass das Verkaufsobjekt später zur Insolvenz fällt.
- Die Verkäufer haben möglicherweise **Haftungsrisiken aus vorheriger Finanzierung** zu befürchten.
- Aus Sicht der Käufer kann ferner die **Haftung wegen existenzvernichtenden Eingriffs** relevant sein. Diese kommt in Betracht, wenn durch die Transaktion der Gesellschaft Vermögen entzogen wird oder negatives Vermögen hinzukommt und dies ihre Existenz ernsthaft bedroht. Auch im Falle des Abschneidens der Versorgung mit Aufträgen oder Liquidität kann dieser Vorwurf des existenzvernichtenden Eingriffs begründet sein.

C. Der Erwerb vor Insolvenzantragstellung

II. Minimierung der Risiken

Folgende **Vorsichtsmaßnahmen** sollte der Erwerber treffen, um das Anfechtungs- und Erfüllungsverweigerungsrisiko zu minimieren:

- Der Erwerber sollte gerade bei einem Erwerb in einem Distressed-Stadium außerhalb eines Insolvenzverfahrens auf eine **sorgfältige Due Diligence** Wert legen und auf die insolvenzspezifischen Risiken und Besonderheiten mit entsprechenden **Regelungen im Unternehmenskaufvertrag** reagieren.
- Der **richtige Zeitpunkt für den Abschluss des Unternehmenskaufvertrags** bzw. den Kauf eines Unternehmens in der Krise kann nicht abstrakt festgelegt werden, sondern ist immer auch von den Einzelumständen abhängig.

C. Der Erwerb vor Insolvenzantragstellung

II. Minimierung der Risiken

- Vor Abschluss des Unternehmenskaufvertrages sollten zur Risikominimierung Gutachten von unabhängigen Dritten eingeholt werden über die:
 - Angemessenheit des Kaufpreises (Fairness Opinion);
 - das Nichtvorliegen der Zahlungsunfähigkeit zum Zeitpunkt des Vertragsschlusses (IDWS 11), ggf. auch Ausschluss der drohenden Zahlungsunfähigkeit und
 - dem Vorliegen eines aussichtsreichen Sanierungskonzepts (IDWS 6) (ernsthafter Sanierungsversuch)
- Zeitliches Zusammenfassen von Signing und Closing anstreben, zumindest aber beim closing unmittelbarer Leistungsaustausch, um eine zügige Übertragung des Vertragsgegenstands zu gewährleisten, jeweils wegen Bargeschäft gem. § 142 InsO.
- **Vertragsgestaltung:**
 - Vorleistungspflichten des Erwerbers und gestreckte Erwerbsvorgänge sollten vermieden werden.

C. Der Erwerb vor Insolvenzantragstellung

III. Situation der Banken

Differenzierung ob finanzierende Bank des Verkäufers oder des Käufers

- Als Bank auf Verkäuferseite ist sicherzustellen, dass mögliche Kreditrückführungen nicht anfechtbar sind (vgl. hierzu die Ausführungen zuvor)
- Als Bank auf Käuferseite ist eine anfechtungssichere Sicherheitenbestellung wesentlich

D. Der Erwerb nach Insolvenzantragstellung und vor Eröffnung des Insolvenzverfahrens

Folgende Besonderheiten sind beim Kauf eines Unternehmens im Rahmen des Insolvenzantragsverfahrens zu beachten:

- Verkäufer ist grundsätzlich der Schuldner, ausgenommen es wurde ein „starker“ vorl. Insolvenzverwalter bestellt;
- Zustimmungserfordernis des vorläufigen Insolvenzverwalters/vorläufigen Sachwalters ist erforderlich;

D. Der Erwerb nach Insolvenzantragstellung und vor Eröffnung des Insolvenzverfahrens

- Die Privilegierungen des Insolvenzverfahrens im Rahmen des Unternehmensverkaufs greifen überwiegend erst **nach Insolvenzeröffnung**:
 - § 25 HGB findet uneingeschränkt Anwendung. Vermeiden lässt sich eine Haftung gemäß § 25 HGB daher nur, indem man entweder auf die Firmenfortführung verzichtet oder die Haftung nach Maßgabe des § 25 Abs. 2 HGB ausschließt.
- § 75 Abs. 2 AO findet auch bei Unternehmenserwerb im Rahmen des Insolvenzantragsverfahrens Anwendung, sofern sich ein Insolvenzverfahren anschließt. Dagegen soll der Haftungsausschluss nicht greifen, wenn die Verfahrenseröffnung mangels Masse unterbleibt.

- Beim Erwerb vom vorläufigen Insolvenzverwalter hat der Betriebserwerber für Altverbindlichkeiten gemäß § 613a BGB des Veräußerers aus den übergebenen Arbeitsverhältnissen einzustehen, und zwar auch dann, wenn sich an die Betriebsveräußerung die Eröffnung des Verfahrens anschließt.



Erwerb im vorläufigen Insolvenzverfahren macht im Regelfall keinen Sinn, da die Vorteile eines Kaufes in der Insolvenz nicht greifen.

E. Der Erwerb nach Eröffnung des Insolvenzverfahrens

- Bei einem Kauf nach Verfahrenseröffnung liegt die Befugnis zur Verfügung über das Vermögen der Zielgesellschaft beim Insolvenzverwalter (§ 80 InsO);
- Insolvenzfestigkeit des Erwerbs;
- Haftung für Altverbindlichkeiten nach § 613a BGB eingeschränkt;
- § 25 HGB findet keine Anwendung;
- Privileg des § 75 Abs. 2 AO greift;
- Keine vertraglichen Wettbewerbsbeschränkungen;
- Keine vertraglichen Vorkaufsrechte;
- ggf. share deal i. V. m. einem Insolvenzplan

E. Der Erwerb nach Eröffnung des Insolvenzverfahrens

Das Insolvenzplanverfahren bietet folgende Vorteile:

- Einstieg eines neuen Gesellschafters durch den sogenannten **Debt-To-Equity-Swap** möglich;
- Bestehende **Dauerschuldverhältnisse laufen weiter**. Spielt eine wichtige Rolle, wenn es sich dabei um einen wesentlichen Kern des Unternehmens handelt, wie z. B. im Einzelhandel oder bei nicht übertragbaren Lizenzen; das Unternehmen hat z. B. im Hinblick auf Mietverhältnisse die Wahl, welche Standorte es aufgeben will und welche es weiter betreiben möchte;
- das Unternehmen **behält ggf. seine Working Capital Finanzierung**;
- Altgesellschafter können ggf. an der künftigen Gestaltung des Unternehmens mitwirken;

E. Der Erwerb nach Eröffnung des Insolvenzverfahrens

Aber:

- Rechte der aussonderungs- und absonderungsberechtigten Gläubiger sind zu beachten:
 - Die Vermögensgegenstände, die Teil des Asset Deals sind, sind häufig zugunsten einzelner Gläubiger besichert oder stehen im Eigentum der Gläubiger. Diesen Gläubigern als Sicherungsnehmer bzw. Eigentümer stehen unter Umständen Absonderungs- und/oder Aussonderungsrechte zu, die einen nicht unerheblichen Einfluss auf die Transaktion haben können. Denn sie stehen mitunter einem störungsfreien Eigentumserwerb und einer korrekten Kaufpreisbestimmung im Weg.
 - **Aussonderungsberechtigte Gläubiger** sind berechtigt, die Herausgabe des Vermögensgegenstandes aus der Insolvenzmasse zu verlangen. Schutz kann hier auch ein im Unternehmenskaufvertrag zu regelnder Kaufpreisanpassungsmechanismus bieten, der zu einer Kaufpreisreduzierung bei nicht vorhandenen, bei unerwartet nicht im Eigentum des Insolvenzschuldners stehenden und/oder bei defekten Vermögensgegenständen führt.

F. Der Unternehmenskauf in der Krise oder Insolvenz als Chance

- Schneller Zugang zum (deutschen bzw. gewünschten) Markt zu vergleichsweise guten Preisen;
- eigene Marktposition kann ausgebaut werden;
- Know-how und Technologien können zu günstigen Preisen übernommen werden;
- **Vorteile beim Durchführen der Transaktion vor Eintritt der Insolvenzgründe:**
 - Zivil- und Gesellschaftsrecht eröffnen den gewohnten Spielraum in der vertraglichen Gestaltung und Umsetzung der Transaktion;
 - Es bestehen noch unbelastete Lieferketten und intakte Kundenbeziehungen. Transaktion ist noch frei vom Makel der Insolvenz;

F. Der Unternehmenskauf in der Krise oder Insolvenz als Chance

- **Vorteile beim Durchführen der Transaktion nach Eröffnung des Insolvenzverfahrens:**
 - Gewonnene Informationen aus der Due Diligence und Ergebnisse aus der Prüfung des Unternehmens seitens des Insolvenzverwalters liegen vor;
 - Restrukturierungsziele sind unter dem Schirm des Insolvenzrechtes leichter und effizienter;
 - Personalanpassungen können vereinfacht umgesetzt werden (Erwerberkonzept/Transfergesellschaft/BQG);
 - keine Gefahr der Anfechtbarkeit;
 - Risiken für den Käufer verringern sich in diesem Zusammenhang.
- Ungünstige Verträge können vorzeitig beendet werden;
- nicht das Unternehmen als Ganzes und die damit verbundenen Verbindlichkeiten und Haftungsrisiken müssen übernommen werden, sondern lediglich werthaltige Vermögensgegenstände oder Teilbetriebe können übernommen werden

G. Der Erwerb im Rahmen eines Stabilisierungs- und Restrukturierungsrahmen

Das Gesetz über den Stabilisierungs- und Restrukturierungsrahmen für Unternehmen (StaRUG) vom 01.01.2021 bietet den Unternehmen die Möglichkeit, Transaktionen auch im Rahmen eines Stabilisierungs- und Restrukturierungsrahmen durchzuführen.

Wesentlicher Bestandteil dieser neuen vorinsolvenzlichen Restrukturierungsoption ist der Restrukturierungsplan. Hier können für die Beteiligten Regelungen festgelegt werden, die in einem späteren Insolvenzverfahren anfechtungsprivilegiert sind.

- d.h. Anfechtungen sind nur eingeschränkt möglich
 - Risiko der Anfechtung der Transaktion aufgrund eines zu niedrigen Kaufpreises ist reduziert, wenn der **Verkaufsvorgang Bestandteil eines rechtskräftigen und bestätigten Restrukturierungsplans ist.**
 - Nur mit Blick auf die Bestätigung des Plans auf Grund **unrichtiger oder unvollständiger Angaben.**

G. Der Erwerb im Rahmen eines Stabilisierungs- und Restrukturierungsrahmen

- Investoren haben die Möglichkeit außerhalb des Insolvenzverfahrens eine Beteiligung **gegen den Willen der Gesellschafter mit Hilfe einer Mehrheitsentscheidung** über einen Restrukturierungsplan zu übernehmen (vgl. § 2 Abs. 3 StaRUG).
- Eine Sanierung im Rahmen eines Stabilisierungs- und Restrukturierungsrahmen bzw. Restrukturierungsplans kann auch nur mit ausgewählten Gläubigern und nicht öffentlich umgesetzt werden. Dies bietet den Vorteil, dass die Transaktion bis zum Abschluss über diesen Kreis hinaus geheim gehalten werden kann.
- auch Sanierungsmoderation kann hilfreich sein.

Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit!

Dr. Thorsten Schleich

Schleich & Partner mbB Rechtsanwälte

Max-Planck-Straße 11

78052 Villingen-Schwenningen