



Absicherung von Insolvenzrisiken bei M&A-Transaktionen

Wie Unternehmen auf dem M&A-Markt ihre
insolvenzrechtlichen Risiken reduzieren können

Das derzeit schwierige wirtschaftliche Umfeld erhöht die insolvenzrechtli- chen Risiken der Transaktionspartner

Die aktuell herausfordernden Zeiten unter der weiteren Ausbreitung von COVID-19 wirken sich zusätzlich erheblich auf den M&A-Markt aus. So treten neben rein prozessualen Erschwerungen durch weltweite Reise- und Kontaktbeschränkungen auch

Unsicherheiten bei der Kaufpreisfindung sowie der Finanzierung auf. Entsprechend werden seit Jahresbeginn deutlich weniger Transaktionen in Deutschland abgeschlossen.

Aber auch in diesem herausfordernden Umfeld, teilweise sogar dadurch begünstigt, werden weiterhin attraktive Unter-

nehmen und Geschäftsbereiche zum Verkauf angeboten und Käufer suchen nach wie vor nach strategischen und unterbewerteten Unternehmen. ➔

Infolge des schwierigen konjunkturellen Umfelds steigen jedoch die insolvenzrechtlichen Risiken, denen sowohl Verkäufer als auch Käufer ausgesetzt sind. Im Falle einer Insolvenz des Transaktionspartners oder

-objekts kann dies die quotale Befriedigung von Außenständen sowie die Erfüllungsverweigerung oder Anfechtung durch den Insolvenzverwalter bedeuten.

Eine insolvenzrechtliche Anfechtung ist auch Jahre später möglich

Mit der insolvenzrechtlichen Anfechtung sollen Vermögensverschiebungen, die im Vorfeld der Insolvenz zulasten der Gläubigersamtheit erfolgten, rückgängig gemacht werden. Meist betrifft die Anfechtung Transaktionen, die während einer drohenden Zahlungsunfähigkeit vorgenommen wurden. Bei einer erfolgreichen Anfechtung sind die erhaltenen Leistungen zurück zu gewähren.

Wird der Verkauf eines Unternehmens (Anteile oder Assets) angefochten, wäre dieses an den insolventen Verkäufer zurück zu übertragen. Auf die Forderung auf Rückgewähr des Kaufpreises entfällt dagegen lediglich eine Quote, die mit Abschluss des Insolvenzverfahrens gezahlt wird.

Aber auch für den Verkäufer ist der Verkauf nicht risikolos, sofern das Transaktionsobjekt später in die Insolvenz fällt. Falls im Rahmen der Transaktion noch Gesellschafterdarlehen zurückgeführt wurden, können entsprechende Auszahlungen oder Verrechnungen im Fall einer späteren Insolvenz des verkauften Unternehmens der Anfechtung unterliegen.

Bestand ein Ergebnisabführungsvertrag zwischen der verkauften Einheit und der Muttergesellschaft, wird der Insolvenzverwalter prüfen, ob eine positive Fortführungsprognose in der letzten Bilanz vor dem Verkauf angenommen werden durfte. War dies nicht der Fall, führt die Abwertung durch das Ansetzen von Zerschlagungsanstelle von Fortführungswerten zu einem Verlust und somit zu einem deutlich höheren Ergebnisausgleichsanspruch. Dieser kann im Nachhinein auch durch den Insolvenzverwalter eingefordert werden.

Daher ist es bei M&A-Transaktionen wichtig, dass weder bei der Verkäuferin noch beim Transaktionsobjekt (zeitnahe) Insolvenzen auftreten. Weiterhin sollte der Kaufpreis als angemessen eingeschätzt werden können, auch wenn dieser z.B. Preisabschläge aufgrund einer krisenbedingten Eilbedürftigkeit enthält.

Abb. 1 – Capital IQ – Abgeschlossene M&A-Deals in Deutschland

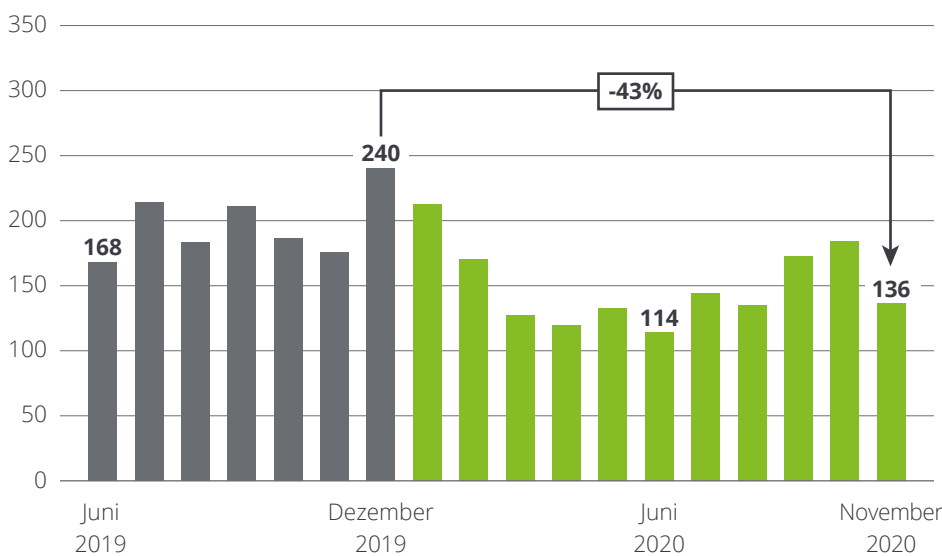
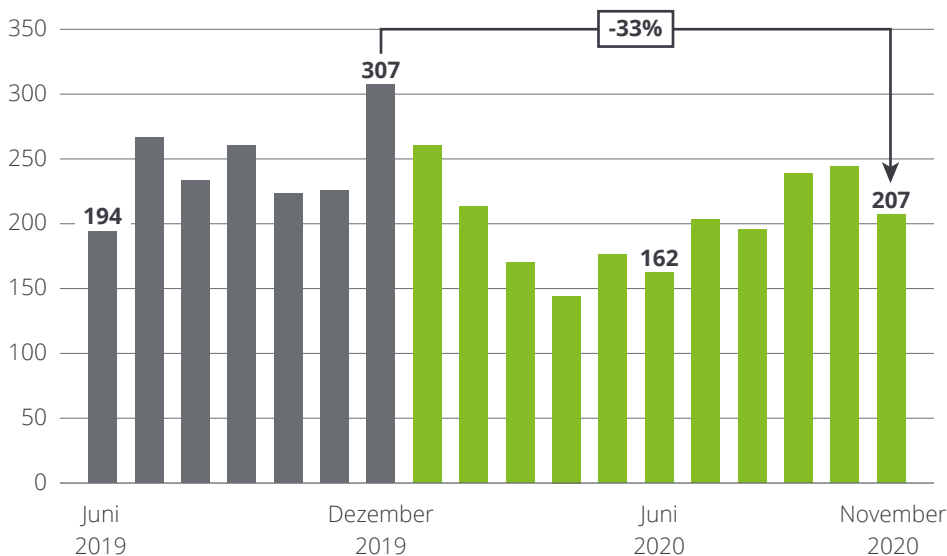


Abb. 2 – Capital IQ – Angekündigte M&A-Deals in Deutschland



Durch die Einhaltung bestimmter Vorgehensweisen können insolvenzrechtliche Risiken deutlich gemindert werden

Im Folgenden möchten wir auf drei Maßnahmen zur käufer- und verkäuferseitigen Absicherung von Insolvenzrisiken bei M&A-Transaktionen eingehen:



Beurteilung der wirtschaftlichen Situation

Beurteilung der wirtschaftlichen Situation des Verkäufers

Zur Beurteilung der Bonität des Verkäufers sollten zumindest eine Jahresabschlussanalyse durchgeführt sowie Bonitätsauskünfte von z.B. Warenkreditversicherern, Wirtschaftsauskunfteien oder Marktexperten eingeholt werden.

Befindet sich der Verkäufer in wirtschaftlichen Schwierigkeiten, so kann der Nachweis ernsthafter Sanierungsbemühungen dazu dienen, eine Gläubigerbenachteiligung auszuschließen. Dies könnte z.B. ein Sanierungskonzept, das sich zumindest in Anfängen bereits in Umsetzung befindet und bei dem eine begründete Aussicht auf Erfolg besteht, sein. Über die Mindestinhalte laut BGH und dem Standard des Instituts der Wirtschaftsprüfer (IDW S 6) sollte sich zuvor informiert und ggf. externe Sanierungsexpertise eingeholt werden.

Bei anhaltender Unsicherheit sollten weitere Nachweise angefordert und vertragliche Vereinbarungen angepasst werden.

Wirtschaftliche Situation des Transaktionsobjekts aus Sicht des Verkäufers

Der Verkäufer sollte umfassend über die Unternehmens- und Finanzsituation des zu verkaufenden Unternehmens oder

Geschäftsbereichs informiert sein. Hierbei sollte in der Finanzplanung im aktuellen und zumindest im darauffolgenden Geschäftsjahr eine Durchfinanzierung vorliegen (sog. positive Fortbestehensprognose). Um die drohende Zahlungsunfähigkeit auszuschließen, ist seit dem 01.01.2021 ein Zeitraum von 24 Monaten relevant. Sofern dies nicht der Fall ist, sollte eine Zwischenfinanzierung zur Abdeckung temporärer Finanzbedarfe gewährt oder eine Durchfinanzierung durch das Erwerberkonzept (ggfs. inkl. einer „Mitgift“) sichergestellt werden. Für einen belastbaren, objektiven Nachweis bietet sich eine externe Begutachtung durch entsprechende Experten an.

Abschließend sollte der Verkäufer die Erwerberplanung hinsichtlich der Durchfinanzierung sowie ernsthafter Sanierungsbemühungen mit Aussicht auf Erfolg prüfen und diese dem Kaufvertrag zugrunde legen.

Wirtschaftliche Situation des Transaktionsobjekts aus Sicht des Käufers

Der Käufer sollte eine ausreichende Due Diligence durchführen, die zumindest die Finanz-, Markt-, Steuer- und Rechtssituation des Zielunternehmens umfasst. Hinsichtlich der Vollständigkeit der bereitgestellten Daten und der Richtigkeit der gezogenen Rückschlüsse sollte eine Bestätigung der Geschäftsführung/des Vorstands eingeholt werden. Sofern die Unternehmenssituation als kritisch eingeschätzt wird, sollten Sanierungsexperten hinzugezogen und entsprechende Absicherungsmaßnahmen eingeleitet werden. Käufer und Verkäufer sollten gemeinsam für einen Zeitraum von 24 Monaten die Durchfinanzierung sicherstellen.



Nachweis zur objektiven Kaufpreisermittlung

Ein Nachweis zur objektiven Kaufpreisermittlung und somit zum Ausschluss einer (vorsätzlichen) Gläubigerbenachteiligung kann bewertungstechnisch und/oder empirisch erfolgen.

So könnten basierend auf einer plausibilisierten Finanzplanung eine Unternehmensbewertung in Anlehnung an den IDW S 1 erstellt und hierüber ein objektiv hergeleiteter Kaufpreis ermittelt werden.

Sofern eine kritische M&A-Transaktion ausschließlich mit einer Partei im Exklusivverfahren verfolgt wird, könnten aus einem alternativen Bieterverfahren gewonnene Erkenntnisse ausgewertet und mit deren Hilfe eine Kaufpreisvalidierung vorgenommen werden.

Bei kritischen M&A-Transaktionen ist es empfehlenswert, dass die wirtschaftliche Stabilität aller Beteiligten hinterfragt und das Ergebnis im Rahmen einer ausreichenden Dokumentation abgesichert wird.



Wahl des richtigen Vollzugs-konzepts und -zeitpunkts

Soll an der Transaktion festgehalten werden, obwohl sich die wirtschaftliche Situation des Transaktionspartners oder -objekts als kritisch herausgestellt hat, so sind das angedachte Vollzugskonzept zu hinterfragen und ein möglichst schneller Vollzug zu gewährleisten. Hierbei bietet sich sowohl ein Share als auch ein Asset Deal an.

Beim Share Deal gehen sämtliche Rechte und Pflichten der Gesellschaft auf den Käufer über, hiervon ausgenommen können Verträge mit Change-of-Control-Klausel sein. Regelmäßig stellt ein Share Deal einen deutlich schnelleren Vollzug als ein Asset Deal sicher, da ausschließlich die Geschäftsanteile übertragen werden. Dennoch sollten auch der Share Deal gut vorbereitet und folgende Sachverhalte zuvor geprüft werden:

- Vinkulierung der Geschäftsanteile und Vorliegen entsprechender Übertragungszustimmungen
- Vorgelagerte gesellschaftsrechtliche Veränderungen, wie z.B. Asset Deals oder Umwandlungen, und mögliche (insolvenzrechtliche) Auswirkungen hieraus auf die aktuelle Transaktion
- Finanzielle Mittel des Käufers und Erwerberkonzept, ggf. ist ein Kauf von Teilbereichen (Asset Deal oder Share Deal mit vorgelagertem Asset Deal) einem Gesamtunternehmenskauf vorzuziehen, damit sich der Käufer nicht finanziell übernimmt.

Beim Asset Deal werden wiederum einzelne Vermögensgegenstände übertragen und somit können etwaige Transaktionshindernisse ausgegrenzt werden. Dennoch unterliegen die unterschiedlichen Übertragungsakte verschiedenen Formvorschriften und Zustimmungsvorbehalten, die ggf. zu Prozessverzögerungen führen können. Im Zweifel sollte daher eher auf die Übertragung einzelner Vermögensgegenstände verzichtet werden. Von einer ungeprüften Übernahme ungesicherter Verbindlichkeiten wird abgeraten, da

hierdurch eine Gläubigerbenachteiligung entstehen kann, es sei denn, der Käufer ist von den ernsthaften Sanierungsbemühungen des Verkäufers überzeugt und hat dies dokumentiert. Die Übernahme von aus- und absonderungsberechtigten Verbindlichkeiten ist i.d.R. unkritisch.

Sofern die insolvenzrechtlichen Risiken zu hoch erscheinen, sollte ein Kauf aus der Insolvenz oder aber der Abbruch der Transaktion in Erwägung gezogen werden. Seit dem 01.01.2021 ist die anfechtungssichere Übernahme von Vermögenswerten im Rahmen einer gerichtlich bestätigten Sanierungsmoderation oder eines Restrukturierungsrahmens gemäß des StaRUG möglich.

Im Rahmen der Insolvenz können bereits im vorläufigen Insolvenzverfahren Transaktionsverhandlungen geführt und das Transaktionsobjekt nach der Eröffnung des Insolvenzverfahrens erworben werden. Bei M&A-Transaktionen hat die Insolvenz den Vorteil, dass keine finanziellen Altlasten auf den Erwerber übergehen, eine spätere insolvenzrechtliche Anfechtung ausgeschlossen ist und eine optimierte Erwerbsstruktur unter Hinzuziehung insolvenzrechtlicher Maßnahmen mit der Geschäftsführung/dem Vorstand (Eigenverwaltung) oder dem Insolvenzverwalter (Regelinsolvenzverfahren) im Rahmen einer Vermögensübertragung (Asset Deal/ „Übertragende Sanierung“) oder eines Insolvenzplans (Share Deal) verhandelt werden können. Dennoch gilt es zu beachten, dass stets der Gläubigerausschuss über den Verkauf entscheidet und es im laufenden Prozess somit keine abschließende Sicherheit zum Unternehmenserwerb gibt. Zudem sollten auch ein ggf. nachhaltiger Imageschaden bei einem Erwerb aus der Insolvenz sowie die erschwerte Übernahme von Konzernstrukturen aus den Insolvenzen der Einzelgesellschaften mit in die Betrachtung einbezogen werden.

Aufgrund der Komplexität und zahlreichen Fallstricke sollten bei kritischen M&A-Transaktionen stets Transaktions-, Sanierungs- und Rechtsexperten hinzugezogen werden.

Zusammenfassung in Checklisten

Die Maßnahmen, jeweils in Schritte unterteilt, haben wir auf der letzten Seite in Checklisten für Verkäufer und Käufer zusammengefasst.

Eine gründliche Vorbereitung und Durchführung sind wesentlich für den Erfolg und die Risikominimierung von M&A-Transaktionen

Fazit

Insolvenzrechtliche Risiken können durch eine gründliche Vorbereitung und Durchführung von M&A-Transaktionen erheblich gemindert und die Erfolgswahrscheinlichkeit der Transaktion deutlich erhöht werden.

Die im Rahmen dieses Artikels ausgesprochenen Empfehlungen sind als mögliche Ansätze zur Risikominimierung zu verstehen. Aufgrund der Komplexität und individuellen Herausforderungen von M&A-Transaktionen sind stets die im konkreten Einzelfall passenden Maßnahmen für die jeweilige Verhandlungssituation auszuwählen.

Deloitte bietet sämtliche Transaktions-, Sanierungs- und Rechtsexpertise aus einer Hand an. Zu diesem Artikel stehen Ihnen gerne folgende Ansprechpartner aus dem Bereich Restructuring Services zur Verfügung:



Stefan Sanne

Partner

Tel: + 49 (0)178 8772685

ssanne@deloitte.de



Corinna von Loeffelholz

Senior Manager

Tel: + 49 (0)151 5800254

cvonloeffelholz@deloitte.de



Till Stuetze

Senior Manager

Tel: + 49 (0)151 58004282

tstuetze@deloitte.de

Deloitte bezieht sich auf Deloitte Touche Tohmatsu Limited („DTTL“), ihr weltweites Netzwerk von Mitgliedsunternehmen und ihre verbundenen Unternehmen (zusammen die „Deloitte-Organisation“). DTTL (auch „Deloitte Global“ genannt) und jedes ihrer Mitgliedsunternehmen sowie ihre verbundenen Unternehmen sind rechtlich selbstständige und unabhängige Unternehmen, die sich gegenüber Dritten nicht gegenseitig verpflichten oder binden können. DTTL, jedes DTTL-Mitgliedsunternehmen und verbundene Unternehmen haften nur für ihre eigenen Handlungen und Unterlassungen und nicht für die der anderen. DTTL erbringt selbst keine Leistungen gegenüber Mandanten. Weitere Informationen finden Sie unter www.deloitte.com/de/UeberUns.

Deloitte ist ein weltweit führender Dienstleister in den Bereichen Audit und Assurance, Risk Advisory, Steuerberatung, Financial Advisory und Consulting und damit verbundenen Dienstleistungen; Rechtsberatung wird in Deutschland von Deloitte Legal erbracht. Unser weltweites Netzwerk von Mitgliedsgesellschaften und verbundenen Unternehmen in mehr als 150 Ländern (zusammen die „Deloitte-Organisation“) erbringt Leistungen für vier von fünf Fortune Global 500®-Unternehmen. Erfahren Sie mehr darüber, wie rund 330.000 Mitarbeiter von Deloitte das Leitbild „making an impact that matters“ täglich leben: www.deloitte.com/de

Diese Veröffentlichung enthält ausschließlich allgemeine Informationen. Weder die Deloitte GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch Deloitte Touche Tohmatsu Limited („DTTL“), ihr weltweites Netzwerk von Mitgliedsunternehmen noch deren verbundene Unternehmen (zusammen die „Deloitte-Organisation“) erbringen mit dieser Veröffentlichung eine professionelle Dienstleistung. Diese Veröffentlichung ist nicht geeignet, um geschäftliche oder finanzielle Entscheidungen zu treffen oder Handlungen vorzunehmen. Hierzu sollten sie sich von einem qualifizierten Berater in Bezug auf den Einzelfall beraten lassen.

Es werden keine (ausdrücklichen oder stillschweigenden) Aussagen, Garantien oder Zusicherungen hinsichtlich der Richtigkeit oder Vollständigkeit der Informationen in dieser Veröffentlichung gemacht, und weder DTTL noch ihre Mitgliedsunternehmen, verbundene Unternehmen, Mitarbeiter oder Bevollmächtigten haften oder sind verantwortlich für Verluste oder Schäden jeglicher Art, die direkt oder indirekt im Zusammenhang mit Personen entstehen, die sich auf diese Veröffentlichung verlassen. DTTL und jede ihrer Mitgliedsunternehmen sowie ihre verbundenen Unternehmen sind rechtlich selbstständige und unabhängige Unternehmen.

Checklisten für kritische M&A-Transaktionen

Checkliste Verkäufer



Beurteilung der wirtschaftlichen Situation



Bonitätsprüfung Käufer



Positive Fortbestehensprognose Zielgesellschaft



Belastbares Erwerberkonzept inkl. Durchfinanzierung



Nachweis zur objektiven Kaufpreisermittlung



Unternehmensbewertung



Einholung Vergleichsangebote



Wahl des richtigen Vollzugskonzepts und -zeitpunkts



Share Deal (vor der Insolvenz)



Asset Deal (vor der Insolvenz)



Share Deal nach Asset Deal (vor der Insolvenz)



Share Deal (in der Insolvenz)



Asset Deal (in der Insolvenz)

Checkliste Käufer



Beurteilung der wirtschaftlichen Situation



Bonitätsprüfung Verkäufer



Due Diligence Zielgesellschaft



Vollständigkeitserklärung des Managements



Wahl des richtigen Vollzugskonzepts und -zeitpunkts



Share Deal (vor der Insolvenz)



Asset Deal (vor der Insolvenz)



Share Deal nach Asset Deal (vor der Insolvenz)



Share Deal (in der Insolvenz)



Asset Deal (in der Insolvenz)