

CORPORATE/ M&A IN DER CORONA-KRISE – SPEZIFISCHE AUSWIRKUNGEN DER PANDEMIE AUF DAS DEUTSCHE TRANSAKTIONSGESCHÄFT

In diesem zweiten Teil unserer Client Updates zu gesellschaftsrechtlichen Fragestellungen und dem M&A-Geschäft in Deutschland in Zeiten der Corona-Krise geben wir einen Überblick über verschiedene Tendenzen und Trends, die das deutsche Transaktionsgeschäft jenseits und teilweise unabhängig von den spezifischen, in Reaktion auf die Pandemie erfolgten gesetzgeberischen Schritten¹ beeinflussen werden. Solche Auswirkungen ergeben sich dabei jeweils zum einen auf momentan noch nicht vollumfänglich abgewickelte Unternehmenskäufe, die vor Eintritt der derzeitigen wirtschaftlichen und sozialen Beschränkungen unterzeichnet wurden und so naturgemäß keine spezifisch auf die Pandemie abgestimmten Regelungen enthalten werden, und zum anderen für zukünftige Transaktionen, in denen die Parteien zumindest die Möglichkeit haben, derartige, pandemiebedingte oder allgemein wirtschaftliche Verwerfungen in ihren Transaktionsdokumenten zu adressieren.

Abschnitt 1 (M&A in Zeiten finanzieller Krisen) gibt zunächst einen allgemeinen Überblick über die steigende Bedeutung der insolvenzrechtlichen Rahmenbedingungen bei Unternehmenskäufen, bei denen sich entweder der Verkäufer oder die Zielgesellschaft in einem insolvenznahen Umfeld bewegt. Besonderes Augenmerk liegt hier vor allem auf (i) der Anwendung der Bestimmungen über beidseitig noch nicht vollständig erfüllte Verträge auf Unternehmenskaufverträge im späteren Insolvenzfall und (ii) den insolvenzrechtlichen Anfechtungsregelungen.

Abschnitt 2 (COVID-19 und M&A-Transaktionen in Deutschland) widmet sich sodann ausgewählten Themen, in denen COVID-19 und die sich aus der Pandemie ergebenden wirtschaftlichen Verwerfungen derzeit und in Zukunft auch außerhalb solcher insolvenznaher Fälle Einfluss auf das Verhalten der Parteien sowie die Auslegung bestehender und die zu empfehlende Ausgestaltung zukünftiger Transaktionsdokumente haben wird.

Zum Abschluss behandelt Abschnitt 3 (W&I-Versicherungen in Zeiten von COVID-19) sodann den Sonderbereich der W&I-Versicherungen als Gestaltungsmittel der M&A-Praxis, weil in diesem Sonderbereich bereits eine frühzeitige Reaktion der Versicherer auf die Krise zu beobachten ist und potenzielle Vertragsparteien einer W&I-Versicherung sich dieser graduellen Verschiebungen von Markterwartungen und –praktiken bewusst sein sollten.

¹ Verschiedene, gesellschaftsrechtlich und für das Transaktionsgeschäft besonders relevante Reaktionen in der deutschen und europarechtlichen Gesetzgebung und Verwaltung haben wir bereits in unserem Client-Update vom 14. April 2020 besprochen, verfügbar auf Englisch und Deutsch unter: <https://www.gibsondunn.com/corporate-ma-in-times-of-the-corona-crisis-current-legal-developments-for-german-business/>.

INHALTSVERZEICHNIS

1. *M&A in Zeiten finanzielle Krisen*
 2. *COVID-19 und M&A-Transaktionen in Deutschland*
 3. *W&I-Versicherungen in Zeiten von COVID-19*
-

1. M&A in Zeiten finanzieller Krisen

Die sektorübergreifenden wirtschaftlichen Auswirkungen der Corona-Krise lassen mittelfristig eine Zunahme von Transaktionen erwarten, in denen sich Verkäufer oder Zielunternehmen, unter Umständen aber auch Käufer, im insolvenznahen Umfeld bewegen, oder dies zumindest nicht ausgeschlossen werden kann. Dieser Trend dürfte unabhängig von dem jüngst in Kraft getretenen „Gesetz zur vorübergehenden Aussetzung der Insolvenzantragspflicht und zur Begrenzung der Organhaftung bei einer durch die COVID-19-Pandemie bedingten Insolvenz (COVInsAG)“ gelten.²

Derartige Krisenszenarien stellen die Parteien vor besondere Herausforderungen bei der Planung und Strukturierung einer M&A-Transaktion und deren Durchführung: Beidseitig gilt es, die Risiken einer Insolvenz des Vertragspartners und/oder des Zielunternehmens einzuschätzen und möglichst zu vermeiden. Besonderes Interesse der Parteien wird etwaigen Privilegierungen, ggf. aus dem COVInsAG, gelten. Im Fall einer Krise des Verkäufers sollte der Käufer insbesondere vorab prüfen, ob aus Gründen der Rechtssicherheit nicht ein Erwerb des Zielunternehmens im Rahmen eines vorbereiteten „Pre-Packaged Deals“ in einem geplanten Insolvenzverfahren sinnvoller ist. Sofern allerdings der Verkäufer und/oder dessen Hauptgläubiger nicht zustimmen, bleibt dem Erwerber nur die Wahl von der Transaktion Abstand zu nehmen, oder die Risiken einer späteren Verkäuferinsolvenz soweit wie möglich abzufedern.

Ist auf eine Vertragspartei deutsches Insolvenzrecht anwendbar, entweder weil das für die Bestimmung des anwendbaren Insolvenzstatuts maßgebliche „Center of Main Interest“ (COMI) in Deutschland liegt oder weil gegebenenfalls wegen des in Deutschland belegenen Zielunternehmens ein inländisches Sekundärinsolvenzverfahren eröffnet werden könnte, sehen sich die Vertragsparteien insbesondere zwei Risiken aus einer späteren Insolvenz ausgesetzt: Zum einen könnte ein Insolvenzverwalter (oder im Falle der Eigenverwaltung die insolvente Vertragspartei) die weitere Erfüllung des Unternehmenskaufvertrags ablehnen, wenn der gegenseitige Vertrag zum Zeitpunkt der Insolvenzeröffnung nicht wenigstens von

² In diesem Zusammenhange siehe auch: <https://www.gibsondunn.com/whatever-it-takes-german-parliament-passes-far-reaching-legal-measures-in-response-to-the-covid-19-pandemic/>, dort unter Abschnitt II.2, sowie weiterführend ferner <https://www.gibsondunn.com/european-and-german-programs-counteracting-liquidity-shortfalls-and-relaxations-in-german-insolvency-law/>.

einer Partei bereits vollständig erfüllt ist. Zum anderen könnte der Insolvenzverwalter unter Umständen den Unternehmenskaufvertrag selbst und/oder etwaige Erfüllungshandlungen anfechten wollen.

In beiden Fällen drohen der solventen Gegenseite (im Regelfall dem Käufer) erhebliche Nachteile bis hin zum (fast) vollständigen Totalverlust der von ihr erbrachten Leistung (Kaufpreiszahlung), während sie gleichzeitig das Eigentum am Zielunternehmen entweder nicht erhält oder eine etwaige Übereignung rückabgewickelt werden muss.

1.1 Risiko Erfüllungsablehnung und Schutzvorkehrungen

Wird das Insolvenzverfahren über das Vermögen einer Vertragspartei (Verkäufer) zu einem Zeitpunkt eröffnet, zu dem nicht wenigstens eine Partei den Unternehmenskaufvertrag bereits vollständig erfüllt hat, kann der Insolvenzverwalter entscheiden, ob er den Vertrag weiterhin erfüllen möchte (§§ 103 ff InsO). Wählt der Insolvenzverwalter die Nichterfüllung, sind die gegenseitig noch offenen Ansprüche nicht mehr durchsetzbar. Die Ansprüche der solventen Gegenpartei wegen Nichterfüllung des Unternehmenskaufvertrags können nur zur Tabelle angemeldet werden und sind damit meist wirtschaftlich nahezu wertlos.

Im Zeitraum zwischen der Vertragsunterzeichnung und dem Vollzug ergibt sich Verzögerungspotential aus den üblichen Vollzugsbedingungen wie Kartellfreigabe(n) und sonstigen regulatorischen Freigaben, gesellschaftsrechtlichen Maßnahmen wie etwaigen Gremienvorbehalten und/oder Anteilsvinkulierungen, erforderlichen Verzicht auf Vorkaufsrechte, der Umstellung von Geschäftsjahren oder der Beendigung von Unternehmensverträgen. Häufig vereinbaren Käufer und Verkäufer darüber hinaus den Abschluss von Übergangsdienstleistungsverträgen oder Lizenzverträgen zwischen dem Verkäufer und der Zielgesellschaft, die im Zeitraum zwischen Vertragsunterzeichnung und -vollzug im Detail ausverhandelt werden. Diese Verträge sind einerseits Bestandteil der Gesamttransaktion, andererseits unterliegen diese Verträge ihrerseits dem Risiko einer Erfüllungsablehnung.

Hat der Vertragsvollzug (Closing) dagegen bereits stattgefunden, ist also die dingliche Übertragung erfolgt und der Kaufpreis oder jedenfalls der zum Closing geschuldete Kaufpreisteil bezahlt, wähen sich Erwerber vielfach in Sicherheit. Da es für die Beurteilung des Erfüllungseintritts und des jeweiligen Leistungserfolgs allerdings nicht nur auf die synallagmatischen Hauptleistungspflichten ankommt, sondern auch auf ergänzende Nebenpflichten, dürfte die absolut vollständige Erfüllung aller relevanten Vertragspflichten einer Partei in der Praxis des Unternehmenskaufs eher selten sein. Dies gilt umso mehr bei schwebenden, noch nicht vollständig erfüllten Transaktionen aus Zeiten vor der Corona-Pandemie, bei denen sich die Parteien zu insolvenzrechtlichen Fragestellungen jedenfalls regelmäßig keine tieferen Gedanken gemacht haben oder machen mussten.

Häufige Stolpersteine, die einer vollständigen Erfüllung im insolvenzrechtlichen Sinne trotz Closings entgegenstehen können, sind Kaufpreisanpassungsklauseln, Earn-out Vereinbarungen oder Kaufpreiseinbehalte zur Sicherung von möglichen Gewährleistungsansprüchen. Gerade bei Asset Deals, aber auch bei Share Deals, bei denen nicht alle Zielunternehmen unter einer Holding-Gesellschaft konzentriert sind, stehen oft auch nach dem Vollzugstag vor allem ausländische Übertragungsakte noch aus, sei es,

weil Aktienurkunden nach zwingendem ausländischen Recht noch zu übergeben sind, oder weil die erforderliche Registrierung eines Anteilsübergangs vor Ort nicht erfolgt ist. Soweit für bestimmte Übertragungsakte die Zustimmung Dritter erforderlich ist (beispielsweise für Vertragsübertragungen), ist verkäuferseitig die vollständige Erfüllung ebenfalls nicht eingetreten. Hinzu kommen typischerweise weitere Käufer-Rechte wie etwa Gewährleistungsrechte und/oder Freistellungen oder auch Wettbewerbsverbote mit einer Laufzeit von gegebenenfalls mehreren Jahren oder auch Verpflichtungen zur Ablösung von Verkäufersicherheiten für die Zielgesellschaften durch den Käufer, mit denen ein Insolvenzverwalter den Tatbestand der Nichterfüllung argumentativ unterfüttern kann.

Zur Vermeidung dieser Risiken ist bei zukünftigen Transaktionen etwa an folgende (an dieser Stelle naturgemäß nicht abschließend angesprochene) Schutzvorkehrungen zu denken:

- Der Käufer sollte gerade in Fällen des (dringenden) Liquiditätsbedarfs des Verkäufers oder im Zuge eines „Notverkaufs“ dokumentieren, dass der verhandelte und vereinbarte Kaufpreis dem Marktwert entspricht. Denn bei einem beiderseits noch nicht vollständig erfüllten Vertrag wird der Insolvenzverwalter eines Verkäufers die weitere Erfüllung eines unangemessen nachteiligen Vertrags ablehnen (müssen). Ein kompetitives Bieterverfahren oder eine Fairness Opinion können dieser Entscheidung entgegenwirken. Eine Erfüllungsablehnung kann der Insolvenzverwalter unter Umständen insbesondere bei einem Asset Deal unter dem Gesichtspunkt der Gläubigerbenachteiligung auch dann erwägen, wenn der Käufer nur ausgewählte Verbindlichkeiten des Käufers übernimmt, denn in diesen Fällen liegt im Insolvenzfall des Verkäufers gegebenenfalls eine Gläubigerungleichbehandlung vor, da die Gläubiger der übernommenen Verbindlichkeiten vollständig befriedigt werden, während sonstigen Gläubigern nur die Quote bleibt.
- Die vertragliche Vereinbarung von spezifischen Beendigungsrechten zugunsten des Käufers zwischen Vertragsunterzeichnung und Vollzug für den Fall der Verkäuferinsolvenz dürfte als unzulässige Umgehung des Wahlrechts des Insolvenzverwalters anzusehen sein. Denkbar erscheint demgegenüber ein vertragliches Kündigungsrecht bei Vermögensverschlechterung des Verkäufers.
- Eine größtmögliche Reduzierung des Zeitfensters zwischen Unterzeichnung und Vollzug beugt gegebenenfalls einem (weiteren) Vermögensverfall der Partei in finanzieller Schieflage vor. Soweit rechtlich möglich und in der Verhandlungssituation durchsetzbar, ist daran zu denken, rechtliche Umstände und Bedingungen, die üblicherweise als Vollzugsbedingungen oder -handlungen geregelt werden, bereits vor Vertragsunterzeichnung zu erledigen.
- Eine vollständige Vertragserfüllung käuferseitig dürfte zweifelsfrei nur im Falle einer Einmalzahlung des Kaufpreises zum Closing unter Verzicht auf Kaufpreisanpassungs- oder Earn-out Regelungen zu bewerkstelligen sein. Ein Kaufvertrag mit Locked-Box Mechanismus erscheint deshalb in Krisenszenarios unter diesem Gesichtspunkt tendenziell vorzugswürdig. Anzuraten ist aus dieser insolvenzrechtlichen Perspektive auch ein Verzicht auf Kaufpreiseinbehalte zur Sicherung von Gewährleistungs- oder Freistellungsverpflichtungen (selbst wenn die Zahlung auf ein Treuhandkonto erfolgt), denn auch in diesen Fällen ist der Kaufpreis dem Verkäufer noch nicht vollständig zugeflossen. Alternativ ist gegebenenfalls eine (selbstschuldnerische) Bankbürgschaft oder der

Abschluss einer W&I Versicherung durch den Käufer zur Sicherung derartiger Ansprüche zu erwägen.

- Zur Vermeidung multipler Übertragungshandlungen bei Closing wird ein Anteilskauf im Regelfall einem Asset Deal vorzuziehen sein. Bleibt es bei einem Asset Deal, sind die Übertragungsakte im Detail vorzubereiten und am oder jedenfalls zeitnah zum Closing vorzunehmen. Gegebenenfalls kann sich der Käufer hinsichtlich beweglicher Gegenstände bereits bei Bestehen eines Eigentumsvorbehalts und bei Immobilien über eine Vormerkung vor einer Erfüllungsablehnung schützen (§§ 106, 107 InsO). Für den Rechtskauf (Anteile, IP, Forderungen) sind derartige schutzfähige Anwartschaftsrechte aber im Kontext der Erfüllungswahl nicht geregelt.
- In manchen Fällen kann sich auch die gesetzliche Regelung zu erbrachten Teilleistungen (§ 105 InsO) zugunsten des Käufers auswirken, denn diese sind im Regelfall nicht mehr zurückzugeben. Stehen beispielsweise bei einer Transaktion Übertragungsakte hinsichtlich einzelner – im Regelfall untergeordneter - Vermögensgegenstände noch aus, kann eine Teilleistung vorliegen. Dann kann der Insolvenzverwalter selbst bei Erfüllungsablehnung jedenfalls die bis dahin übertragenen Unternehmensteile im Regelfall nicht mehr zurückfordern. Bei Unternehmen wird Teilbarkeit allerdings nur angenommen, sofern ein Teilbetrieb vorliegt und die ausstehende Erfüllungshandlung nicht den „unteilbaren Unternehmenskern“ betrifft.
- Ist im Zusammenhang mit dem Vertragsvollzug der Abschluss von Übergangsdienstleistungs-, Lizenz-, Miet- oder Lieferverträgen mit dem insolventen Verkäufer vorgesehen oder erfolgt, muss ein Käufer berücksichtigen, dass diese Vereinbarungen ihrerseits dem Risiko einer Erfüllungsablehnung durch den Insolvenzverwalter unterliegen.
- Die nicht insolvente Partei kann über das weitere Schicksal eines nicht vollständig erfüllten Vertrags Klarheit schaffen, indem sie den Insolvenzverwalter zur Ausübung des Wahlrechts auffordert.

Im Ergebnis dürfte eine komfortable Absicherung gegen eine mögliche Erfüllungsablehnung für den Käufer nur zu erreichen sein, wenn im Rahmen einer Locked-Box Transaktion ein fester Kaufpreis vereinbart wird, der bei Vertragsvollzug vollständig gezahlt wird. Gewährleistungs- und Freistellungsansprüche sind gegebenenfalls über eine selbstschuldnerische Bankbürgschaft oder W&I Versicherung des Käufers zu sichern.

1.2 Risiko Anfechtung und Schutzvorkehrungen

Weiteres mögliches Risiko für den Bestand und die Durchführung eines Unternehmenskaufs bringt die Möglichkeit der Insolvenzanfechtung mit sich. Bei Vorliegen der entsprechenden Voraussetzungen kann der Insolvenzverwalter den Unternehmenskaufvertrag selbst und/oder einzelne Erfüllungshandlungen anfechten (§§ 129 ff InsO). Unter Umständen muss der Käufer bei einer erfolgreichen Anfechtung in der Verkäuferinsolvenz die von ihm erhaltene Leistung (also das Eigentum an Unternehmens-Assets oder -anteilen) wieder an die Masse rückübertragen, während sein korrespondierender Anspruch auf Rückzahlung des geleisteten Kaufpreises meist nur einfache Insolvenzforderung und damit - von der Insolvenzquote abgesehen – weitgehend wertlos sein wird.

Die Anfechtungsrechte des Verwalters sind vielfältig. Unter Umständen privilegiert aber das jüngst in Kraft getretene COVInsAG (vorübergehend) den Unternehmenskaufvertrag und/oder dessen Vollzugsmaßnahmen. Im Übrigen bleiben einige Vorsichtsmaßnahmen empfehlenswert, bei deren Beachtung das Risiko der Insolvenzanfechtung zumindest gemindert werden kann.

1.2.1 Anfechtung des Unternehmenskaufvertrags

- Die zunächst bis 30. September 2020³ geltenden Neuregelungen des COVInsAG bezwecken primär die Aussetzung der Insolvenzantragspflicht trotz bestehender, aber COVID-19 bedingter Zahlungsunfähigkeit und privilegieren Handlungen der Organe. In anfechtungsrechtlicher Hinsicht werden übergangsweise vor allem Kreditverträge privilegiert, die neue Liquidität zur Verfügung stellen. Die Neuregelung erklärt aber nicht alle Verträge für anfechtungsfest, die während der Geltung der Aussetzung der Insolvenzantragspflicht abgeschlossen wurden und Sanierungszwecken dienen. Für die Frage der Anfechtbarkeit des Unternehmenskaufvertrags selbst dürften deshalb die bisherigen Regelungen gelten.
- Bei der Vorbereitung und Gestaltung des Kaufvertrags gilt es insbesondere, die Anfechtung des Kaufvertrags wegen unmittelbarer Gläubigerbenachteiligung (§ 132 InsO) zu vermeiden. Diese Anfechtungsmöglichkeit greift ein, wenn die Benachteiligung durch den Kaufvertrag selbst eintritt, der Verkäufer zum Zeitpunkt des Vertragsabschlusses zahlungsunfähig war und der Käufer dies wusste, und der Vertragsschluss in den letzten drei Monaten vor Insolvenzantragstellung oder nach Antragstellung erfolgte. Das Argument eines Kaufpreises der unterhalb der Schwelle des Verkehrswerts liegt, kann zum einen durch den Einwand eines kompetitiven Bieterverfahrens entkräftet werden. Alternativ kann eine Fairness Opinion eines unabhängigen Gutachters eingeholt werden. Übernimmt der Käufer allerdings bei einem Asset Deal einige, aber nicht alle Verbindlichkeiten des Verkäufers, kann eine Gläubigerbenachteiligung unter Umständen im späteren Insolvenzfall schon darin gesehen werden, dass lediglich die Gläubiger der übernommenen Verbindlichkeiten vom Erwerber voll befriedigt werden bzw. wurden, während die sonstigen Gläubiger des Verkäufers auf die Quote verwiesen werden.

Eine Kenntnis von der Zahlungsunfähigkeit wird käuferseitig in der Praxis durch eine positive Bestätigung der Zahlungsfähigkeit mit einer Analyse der Insolvenzreife nach IDW S 11 entkräftet. In manchen Fallgestaltungen mag es auch opportun sein, den Vertragsvollzug auf einen Zeitpunkt von jedenfalls mehr als drei Monaten nach Vertragsabschluss zu legen. Letzteres steht dann allerdings in Widerspruch zum oben diskutierten Ziel einer zügigen Vertragserfüllung zur Vermeidung einer Erfüllungsverweigerung wegen eines teilweise beidseitig noch unerfüllten Vertrages.

- Eine Anfechtung des Unternehmenskaufvertrags aufgrund vorsätzlicher Gläubigerbenachteiligung (§ 133 InsO) bei drohender Zahlungsunfähigkeit des Verkäufers und dessen Vorsatz der Gläubigerbenachteiligung setzt Kenntnis des Käufers von diesen Umständen voraus. Ein Käufer kann

³ Die Regelungen können durch Rechtsverordnung bis 31. März 2021 verlängert werden.

sich durch die Vorlage einer Analyse der Insolvenzreife, die auch die drohende Zahlungsunfähigkeit behandelt, sowie ein Sanierungsgutachten nach IDW S 6 schützen, das den Sanierungsbemühungen des Verkäufers ernsthafte Erfolgsaussichten bestätigt.

1.2.2 *Anfechtung der Vollzugsmaßnahmen / Erfüllungshandlungen*

- Das neue COVInsAG erklärt grundsätzlich (§ 2 Abs. 1 Nr. 4) zeitlich und inhaltlich kongruente Erfüllungshandlungen während des Übergangszeitraums bis 30. September 2020⁴ als anfechtungsfest, soweit die Sanierungs- und Finanzierungsbemühungen des Verkäufers nicht zur Beseitigung der Krise ungeeignet waren und der Käufer dies wusste. Dem Wortlaut nach gilt die Privilegierung ohne Einschränkungen für alle Erfüllungshandlungen, eine Beschränkung auf Erfüllungshandlungen im Zusammenhang mit Kreditverträgen ist im neuen Gesetz nicht geregelt. Allerdings soll die Neuregelung ausweislich der Gesetzesbegründung die Durchführung von bestehenden Verträgen mit Lieferanten oder unter Dauerschuldverhältnissen vor einer Insolvenzanfechtung schützen, da diese Vertragspartner andernfalls die Geschäftsbeziehung unter Umständen beenden würden, was wiederum die Sanierungsbemühungen vereitelt. Auch wenn insoweit noch keine verfestigte Meinung zur Reichweite des Anfechtungsschutzes unter COVInsAG erkennbar ist, sprechen gute Gründe für die Erstreckung auf Erfüllungshandlungen unter einem Unternehmenskaufvertrag. Der Käufer wäre dann geschützt, wenn er ein Sanierungsgutachten vorlegen kann, das unter Berücksichtigung des Transaktionserlöses eine erfolgreiche Sanierung im Grundsatz für wahrscheinlich hält.
- Sollte die Privilegierung nach COVInsAG nicht eingreifen, müsste der Käufer zur Vermeidung der Kongruenzanfechtung von Erfüllungshandlungen (§ 130 InsO) wiederum durch eine gutachterliche Analyse der Insolvenzreife sicherstellen, dass der Verkäufer auch bei Vollzug nicht zahlungsunfähig ist.
- Bei der Vermeidung einer Anfechtung wegen vorsätzlicher Benachteiligung durch inhaltlich und zeitlich kongruente Erfüllungshandlungen (§ 133 Abs. 3 InsO) kann die nicht insolvente Partei schließlich den Vorwurf der tatsächlich eingetretene Zahlungsunfähigkeit bei Vornahme der Erfüllungshandlung durch die gutachterliche Analyse der Insolvenzreife nach IDW S 11 abwenden. Auch die gesetzliche Vermutung der Kenntnis des Vertragspartners von einem etwaigen Gläubigerbenachteiligungsvorsatz des Schuldners dürfte entfallen, wenngleich dies höchstrichterlich noch nicht bestätigt ist. Die Aktualisierung des zum Signing bereits eingeholten Sanierungsgutachtens nach IDW S 6 dürfte jedenfalls noch verbleibende Anknüpfungspunkte des Verwalters für eine Vorsatzanfechtung beseitigen.
- Gelingt es dem Käufer schließlich, die Vertragserfüllung als sog. „Bargeschäft“ (§ 142 InsO) zu gestalten, scheiden mit Ausnahme der vorsätzlichen Gläubigerbenachteiligung (§ 133 Abs. 3 InsO)

⁴ Zur Verlängerungsmöglichkeit vgl. schon oben Fußnote 3.

Anfechtungsrechte des Insolvenzverwalters für Erfüllungshandlungen per se aus. Um ein Bargeschäft zu bejahen, müssen die sich wertmäßig entsprechenden Leistungen der Parteien unmittelbar, d.h. in engem zeitlichem Zusammenhang, ausgetauscht werden. Da sich die Leistungen objektiv wertmäßig entsprechen müssen, wäre absolute Sicherheit letztlich nur über ein Bewertungsgutachten zu erlangen. Gewisse Anhaltspunkte kann aber auch ein Bieterverfahren oder ggf. eine Fairness Opinion bieten.

Der erforderliche zeitliche Zusammenhang lässt gestreckte Erfüllungshandlungen nur in begrenztem Umfang zu, auch wenn strikte Zug-um-Zug Leistungen nicht erforderlich, aber zu empfehlen sind. Kaufpreiseinbehalte zur Sicherung von Gewährleistungsansprüchen, Kaufpreisanpassungsklauseln und insbesondere Earn-out Regelungen sind zu vermeiden. Wenn der Käufer ein „Bargeschäft“ im insolvenzrechtlichen Sinn vereinbaren und umsetzen will, sollte er vorsorglich unter Umständen auch auf die bedingte Anteilsabtretung bereits im Kaufvertrag verzichten.

- Besondere Fragestellungen ergeben sich schließlich, wenn der Verkäufer entweder mit dem Käufer oder der Zielgesellschaft bei Vertragsvollzug weitere Verträge abschließt, beispielsweise Miet- oder Pachtverträge, Lizenzvereinbarungen, Lieferverträge, Vereinbarungen zu Übergangsdienstleistungen oder dergleichen, die ihrerseits wiederum der Anfechtung unterliegen.
- Anders als im Falle der Erfüllungswahl kann der Insolvenzverwalter nicht gezwungen werden, sich über eine Anfechtung zeitnah zu erklären. Dies bringt für den Käufer eine erhebliche Unsicherheit (und für den Insolvenzverwalter Verhandlungsspielraum) mit sich, da das Anfechtungsrecht lediglich der regelmäßigen Verjährung von drei Jahren unterliegt.

Im Ergebnis erfordert die Reduzierung des Anfechtungsrisikos einigen Aufwand auf Seiten des Käufers. Neben einer Fairness Opinion, einer gutachterlichen Analyse der Insolvenzreife wird auch ein Sanierungsgutachten nach IDW S 6 empfehlenswert sein, zu dem der Käufer auf die Kooperation des Verkäufers angewiesen ist. Die Erfüllungshandlungen sollten im Idealfall als Bargeschäft mit einem Leistungsaustausch Zug-um-Zug vereinbart und durchgeführt werden. Jedenfalls dem Wortlaut nach kann der Käufer für die Anfechtungsfestigkeit der Erfüllungshandlungen während des Übergangszeitraums bei Vorliegen eines Sanierungsgutachtens auch auf COVInsAG vertrauen.

[Back to Top](#)

2. COVID-19 und M&A-Transaktionen in Deutschland

2.1. Unternehmenskaufverträge in der Pre-Closing Phase

Nachdem der Start in das Jahr 2020 noch von regen M&A-Aktivitäten geprägt war, wurde der deutsche Markt im März von der Geschwindigkeit und den massiven Auswirkungen der COVID-19-Pandemie überrascht. Für den Großteil der Investoren und Unternehmen standen und stehen nun Maßnahmen zur Umsatz- und Liquiditätssicherung im Vordergrund.

In dieser Situation kann ein bereits abgeschlossener, aber noch nicht vollzogener Unternehmenskaufvertrag („SPA“) für den Verkäufer einen willkommenen Zufluss an liquiden Mitteln bedeuten, während der

selbe Vertrag für den Käufer einen gegebenenfalls mittlerweile unerwünscht gewordenen Liquiditätsabfluss darstellt. In diesem Spannungsverhältnis können verschiedene vertragliche und gesetzliche Regelungen eine Rolle spielen, die im Folgenden skizziert werden und dabei auch als Merkposten für SPA-Verhandlungen in naher Zukunft dienen können.

2.1.1 Regelungen im Kaufvertrag

a) Kündigungsklausel

Üblicherweise sieht das SPA eine Kündigungsregelung vor, die grundsätzlich beiden Vertragsparteien die Beendigung des SPA erlaubt, wenn es bis zu einem bestimmten *Long Stop Date* nicht zum Vollzug der Transaktion (**Closing**) gekommen ist. Auch die häufig vereinbarten Regelungen, die eine einseitige Kündigung bereits zeitlich vor Erreichen des *Long Stop Dates* ermöglichen, setzen meist voraus, dass das Closing aufgrund des endgültigen Ausfalls einer Vollzugsbedingung unmöglich geworden ist. Nicht zuletzt weil für beide Vertragsparteien eines SPA die Transaktionssicherheit regelmäßig im Vordergrund steht, dürfte sich ein allgemeines Kündigungsrecht oder eine Kündigung wegen der Auswirkungen von COVID-19 nur in seltenen Fällen auf die vereinbarte Kündigungsregelung stützen lassen. Sofern jedoch die Voraussetzungen für eine Kündigung unter dem SPA vorliegen, ist bei der Abwägung hinsichtlich der Ausübung dieses Rechts sorgfältig zu prüfen, ob aus der Kündigung die Verpflichtung zur Zahlung etwaig vereinbarter Vertragsstrafen, *Break-up Fees* oder Schadensersatz folgen kann.

b) Spezifische Vollzugsbedingungen: Kartellfreigabe und *Material Adverse Change*

(i) Kartellfreigabe

Knüpft das Kündigungsrecht im SPA an den Ausfall des Closings innerhalb einer bestimmten Frist an, sind in erster Linie die konkret vereinbarten Vollzugsbedingungen in den Blick zu nehmen. Dabei steht vor allem die Freigabe durch die spezifisch benannten Kartellbehörden als Bedingung für das Closing im Vordergrund. Die Auswirkungen der COVID-19-Pandemie auf die Arbeit der Kartellbehörden sind je nach Jurisdiktion sehr unterschiedlich.⁵ Bei unterzeichneten, aber derzeit noch nicht vollzogenen M&A-Transaktionen sollten die Vertragsparteien daher jeweils prüfen, ob der ursprünglich vorgesehene Zeitrahmen (noch) ausreichend ist, welche Erschwernisse und Verzögerungen möglich sind und welche Maßnahmen unter Umständen ergriffen werden könnten oder sogar müssen, um laufende Verfahren zu fördern. Gegebenenfalls könnte es angezeigt sein, frühzeitig Gespräche über eine Anpassung des *Long Stop Date* aufzunehmen.

Ist eine einvernehmliche Einigung insoweit nicht möglich, könnten sich weitere vertragsrechtliche Fragen stellen: Denn unabhängig von etwaigen gesetzlichen Verpflichtungen zur Vertragsanpassung (siehe unten zu § 313 BGB), sind auch vertragliche Regelungen denkbar, die eine Pflicht einer Vertragspartei

⁵ Siehe hierzu erneut: <https://www.gibsondunn.com/corporate-ma-in-times-of-the-corona-crisis-current-legal-developments-for-german-business/> dort Abschnitt 4 (Kartellrecht und Fusionskontrolle in Zeiten von COVID-19), verfügbar auf Deutsch und auf Englisch.

zur Mitwirkung an einer Vertragsanpassung zur Folge haben könnten. So werden in der Praxis zum Teil auch Förderungspflichten zur Herbeiführung des Closings in das SPA aufgenommen oder die salvatorische Klausel sieht eine Vereinbarungspflicht in Fällen unvorhersehbarer Vertragslücken vor. Ob solche Regelungen zu Vertragsanpassungspflichten einer Vertragspartei führen, ist anhand der individuellen Regelung im betreffenden SPA zu prüfen.

(ii) *Material Adverse Change*

Eine weitere vertragliche Vereinbarung im SPA, die je nach Regelungsinhalt zur Vertragsanpassung, zu Ausgleichsleistungen oder aber auch zur Beendigung des SPA führen kann, sind sog. *Material Adverse Effect (MAE)* oder *Material Adverse Change (MAC)*-Klauseln. Im Kern handelt es sich dabei um Klauseln, die – sofern als Vollzugsbedingung oder als Rücktrittsrecht vereinbart – einen Closing-Vorbehalt vorsehen für den Eintritt unvorhergesehener, wesentlich nachteiliger Entwicklungen des Geschäfts der Zielgesellschaft (sog. *Business* oder *Target MAC*) zwischen Signing und Closing, seltener hinsichtlich der Industrie, in der die Zielgesellschaft tätig ist (sog. *Market MAC*), die einen längerfristigen wertmindernden Einfluss auf die Zielgesellschaft haben. Liegt eine solche nachteilige Entwicklung vor, muss der Käufer das SPA nicht vollziehen.

Im verkäuferfreundlichen M&A-Markt der letzten Jahre ist die Vereinbarung derartiger Klauseln selten geworden. Enthält das SPA aber eine MAC-Klausel, dürfte diese nun verstärkt im Fokus liegen. Ob die COVID-19-Pandemie und die daraus resultierenden Folgen dabei tatsächlich ein *Material Adverse Change*-Ereignis darstellen, ist sorgfältig anhand der konkret vereinbarten Regelung und dem Kenntnisstand der Parteien bei Abschluss des SPA zu ermitteln. Auch wenn die MAC-Klausel keine spezifische Aussage hinsichtlich der Einbeziehung oder des Ausschlusses von Epidemien oder Pandemien enthält, stellt dies nur den Ausgangspunkt einer solchen Prüfung dar.

Im zweiten Schritt sind dann vor allem auch die vereinbarten Ausschlüsse zu analysieren: Es ist dabei zu klären, ob etwa der – häufig verwendete – Ausschluss für allgemeine oder auch industriespezifische negative Marktentwicklungen greift, sodann wiederum, ob eine Unterausnahme etwa für den Fall besteht, dass die Zielgesellschaft überproportional stärker von diesen Entwicklungen betroffen ist.

Klärungsbedürftig ist auch, auf welchen Eintrittszeitpunkt und welche Eintrittswahrscheinlichkeit die vereinbarte Klausel hinsichtlich des MAC-Ereignisses abstellt. So zeichnen sich – je nach Industrie – Auswirkungen (teilweise) jetzt ab, sind aber noch nicht (vollständig) eingetreten. Hier kommt es darauf an, ob die Formulierung nur bereits eingetretene Nachteile erfasst oder auch – bereits absehbare – künftige Folgen.

Entscheidend ist zudem, welche Kriterien an die Wesentlichkeit eines Ereignisses anzulegen sind. Zum Teil vereinbaren die Parteien insoweit konkrete Schwellenwerte (z.B. Minderung des EBITDA um x%). Ist das Wesentlichkeitskriterium nicht näher definiert, ist dies durch Auslegung der Vereinbarung mit Blick auf die Zielgesellschaft zu ermitteln.

Schließlich sind auch bei Vorliegen eines MAC-Ereignisses die vertraglich vorgesehen Folgen zu klären. Der Rücktritt vom SPA bzw. dessen Nichtvollzug sind dabei u.U. nur die *ultima ratio*. Denkbar wäre es

etwa auch, über die Anpassung der kommerziellen Vereinbarungen an die geänderten Umstände zu verhandeln.

2.1.2 Gesetzliche Regelungen zur Leistungsverweigerung oder Vertragsanpassung

Ob sich die Vertragspartei eines Unternehmenskaufvertrags angesichts der COVID-19-Pandemie auch auf gesetzliche Regelungen berufen kann, dürfte die (Schieds-)Gerichte in naher Zukunft wohl verstärkt beschäftigen: Vor allem dürfte dabei das rechtliche Instrumentarium bei Störung der Geschäftsgrundlage nach § 313 BGB im Vordergrund stehen. Dieses erlaubt die Vertragsanpassung bzw., bei Unmöglichkeit oder Unzumutbarkeit der Anpassung, den Rücktritt vom Vertrag, wenn sich die dem Vertrag zugrunde gelegten Parteivorstellungen derart schwerwiegend verändert haben, dass einer Partei das Festhalten am unveränderten Vertrag nicht zugemutet werden kann. Mit der COVID-19-Pandemie, den vielfältigen staatlichen Maßnahmen zur Bekämpfung der Ausbreitung des Virus, umgekehrt staatlichen Stützungs- und Förderungsmaßnahmen und den in vielen Fällen daraus folgenden Auswirkungen auf das Geschäft der Zielgesellschaft, den Ertragswert und die Annahmen im Business-Plan scheinen auf den ersten Blick solche schwerwiegenden Veränderungen verbunden zu sein, ohne dass dies eine der Parteien hätte vorhersehen können oder dafür verantwortlich gemacht werden kann. Doch auch wenn die vielfältigen wirtschaftlichen Auswirkungen infolge des Ausbruchs der Pandemie geradezu als ein Lehrbuchbeispiel für eine Störung der vertraglichen Leistungspflichten erscheinen, ist ihre rechtliche Bedeutung differenziert und anhand der konkreten Vereinbarungen zu beantworten.

So treffen die Parteien im SPA regelmäßig umfassende spezifische Vereinbarungen unter weitgehendem Ausschluss gesetzlicher Bestimmungen, der zum Teil auch die – grundsätzlich abdingbare – Regelung in § 313 BGB mit umfasst. Doch selbst wenn ein solcher Ausschluss nicht ausdrücklich vorgesehen ist, kann sich etwa aus der Festlegung eines in der Vergangenheit liegenden Zeitpunkts des (wirtschaftlichen) Risikoübergangs ergeben, dass sich danach verwirklichende Risiken vom Käufer zu tragen sind. Ähnliches kann im Falle einer im SPA enthaltenen MAC-Klausel gelten. Derartige Vereinbarungen sind als Ausdruck des Parteiwillens grundsätzlich vorrangig zu betrachten und können als spezifisch vereinbarte vertragliche Risikoverteilung auch für unvorhergesehene Umstände die Anwendung von § 313 BGB überlagern oder aber ausschließen. All das schließt eine mögliche Vertragsanpassung wegen Störung der Geschäftsgrundlage nicht *per se* aus, denn auch jede vertragliche Regelung (einschließlich des Ausschlusses) kann von den falschen Vorstellungen der Parteien betroffen sein. Die Hürden sind dann aber deutlich erhöht und erfordern eine umfassende Bewertung der Vereinbarungen im SPA.

Können diese Hürden genommen werden, ist im zweiten Schritt entsprechend der Vorgabe in § 313 Abs. 1 BGB zu prüfen, ob unter Berücksichtigung der Umstände des Einzelfalls eine derart schwerwiegende Veränderung der zugrunde gelegten Parteivorstellungen vorliegt, die ein Festhalten am Vertrag unzumutbar werden lässt. Hier werden dann ähnliche Fragen eine Rolle spielen, wie sie bei der Anwendung von MAC-Klauseln im Vordergrund stehen (siehe oben unter **Abschnitt 2.1.1, lit. b), (ii)**), d.h. wie war der Kenntnisstand der Parteien bei Vertragsschluss, ergibt sich aus den vertraglichen Regelungen eine bestimmte Risikoverteilung zwischen den Parteien, wie wesentlich sind die Veränderungen für den Vertragsgegenstand und wie erheblich sind die Folgen einer Anwendung von § 313 BGB für die Parteien.

Ein weiterer wesentlicher Unsicherheitsfaktor kommt noch hinzu: So ist derzeit völlig unklar, wie sich COVID-19 und die Folgen (international) rein faktisch entwickeln werden. Die Länge der Beschränkungen in den einzelnen Ländern, etwaige weitere Ausbruchswellen, wirtschaftliche Aufholeffekte, staatliche Unterstützungs- und Konjunkturprogramme sowie die konkreten Auswirkungen auf die jeweiligen Zielgesellschaften – diese und noch viele andere Aspekte werden erst in Zukunft klarer absehbar. Jedenfalls dürften die individualvertragliche Ausgestaltung der Risikoverteilung zwischen den Parteien eines Unternehmenskaufvertrags – auch mit Blick auf etwaige weitere COVID-19-„Wellen“ – in kommenden Vertragsverhandlungen wieder eine größere Rolle spielen.

2.2 Kaufpreismechanik und Bewertungsfragen

Mit Blick auf die Entwicklung des M&A-Markts in naher und mittlerer Zukunft werden COVID-19 und die wirtschaftlichen Auswirkungen der Pandemie eines der zentralen Themen bei der Unternehmenswert- und damit auch der Kaufpreisermittlung sein. Die Diskussionen dürften sich dabei auf die Frage fokussieren, ob sich ein fairer Unternehmenswert u.a. auf Basis eines normalisierten EBITDA unter Berücksichtigung oder Ausklammerung der Auswirkungen der COVID-19-Pandemie begründen lässt. Dies dürfte aber auch bei bereits abgeschlossenen SPAs mit *Earn-out*- oder *Staggered Payment*-Regelungen oder im Zusammenhang mit *Management Incentive Schemes* bzw. Bonusvereinbarungen eine große Rolle spielen. Denn auch dort wird häufig auf das EBITDA ab- und Sonderregelungen zur Ermittlung desselben aufgestellt.

Hinsichtlich der zwei wesentlichen Herangehensweisen zur Bestimmung des Kaufpreises ergibt sich dabei im Ausgangspunkt folgendes Bild: Haben die Parteien einen sog. Festkaufpreis (*Locked-Box* Verfahren) vereinbart, so soll dieser grundsätzlich genau das sein, ein fest vereinbarter Kaufpreis der typischerweise keiner späteren Anpassung unterliegt. Der Kaufpreis wird dabei zu einem wirtschaftlichen Stichtag bestimmt und das Risiko von Wertveränderungen geht zu diesem Tag auf den Käufer über. Eine Art Wertaufhellung hinsichtlich der Bewertungsannahmen gibt es dabei grundsätzlich nicht. Vielmehr erfolgt die Absicherung des Käufers gegen Wertveränderungen nach diesem Stichtag bis zum Closing durch im Wesentlichen auf einen ordnungsgemäßen Geschäftsgang bezogene Handlungs- und Unterlassungspflichten (*Covenants*) und Garantien (sog. *Ring-Fencing*).

Bei der Vereinbarung variabler Kaufpreise finden sich letztlich vielfältige Herangehensweisen. So sind zunächst die von den Parteien vereinbarten Referenzgrößen für die Kaufpreisermittlung und der Einfluss der COVID-19-Pandemie auf diese Größen in den Blick zu nehmen. Bei der insoweit häufig verwendeten sog. *Closing Accounts* Methode einigen sich die Parteien grundsätzlich auf einen fixen Unternehmenswert (*Enterprise Value*), der typischerweise keiner Anpassung unterliegt. Lediglich die Überleitung in den Marktwert des Eigenkapitals (*Equity Value*) erfolgt auf Basis einer Anpassung von *Cash*-, *Debt*- und (normalisierten) *Working Capital*-Positionen in einem sog. Stichtagsabschluss zum vereinbarten wirtschaftlichen Stichtag. COVID-19-Effekte werden somit nach dieser Methode nur insoweit erfasst, als sich diese auf die vorgenannten Referenzgrößen auswirken. Inwieweit diese dann zu erfassen sind, richtet sich nach den festgelegten Grundsätzen für die Erstellung des Stichtagsabschlusses (einschließlich der Berücksichtigung etwaiger wertaufhellender Tatsachen), die die Parteien mal mehr und mal weniger detailliert regeln. Hier bedarf es einer besonders sorgfältigen Prüfung der Regelungen im SPA,

die neben der erforderlichen rechtlichen Bewertung auch die anzuwendenden wirtschaftlichen Ansatz- und Bewertungsmethoden umfassen sollte.

Die dabei aufgeworfenen Fragen dürften auch mit Blick auf Vereinbarungen von erst in der Zukunft zu zahlenden Kaufpreisbestandteilen, wie bei *Earn-outs* oder anderweitigen *Staggered Payment*-Regelungen, im Vordergrund stehen, wenn diese auf Unternehmenskennzahlen (und nicht etwa auf die Erzielung eines späteren Mindestveräußerungserlöses) bezogen werden. Auch hier wird die Zahlung der zusätzlichen Kaufpreisbestandteile an bestimmte wirtschaftliche Referenzgrößen geknüpft, deren Ermittlung durch die individuelle Vereinbarung von (Bilanzierungs-)Regelungen festgelegt wird. Auch mit Blick auf bereits vereinbarte *Earn-out*-Regelungen dürfte es für die Parteien deshalb empfehlenswert sein, schon frühzeitig die Auswirkungen der COVID-19-Pandemie auf die Unternehmenskennzahlen und den Ansatz bzw. die Bewertung sowie den Parteien insoweit zustehenden Spielraum nach den individuell vereinbarten Regelungen in den Blick zu nehmen.

[Back to Top](#)

3. W&I-Versicherungen in Zeiten von COVID-19

Eine Folge der COVID-19 Pandemie sind größere Umwälzungen auf dem Private Equity- und M&A-Markt inklusive der W&I-Versicherungen. Auch wenn es bislang keine Indikation gibt, dass W&I-Versicherungen für Transaktionen künftig grundsätzlich nicht mehr zur Verfügung stehen könnten, hat COVID-19 Einfluss auf die Risikobewertung der Versicherer und die Ausgestaltung der zur Verfügung stehenden Policen.

3.1 Mögliche Auswirkungen von COVID-19 auf den künftigen Umfang der W&I-Versicherung

Es zeichnet sich bisher nicht ab, dass die Versicherer den Umfang der von ihnen versicherten Garantien grundsätzlich überdenken. Allerdings wird die Versicherung bestimmter, bislang üblicher und versicherbarer Gewährleistungen und Garantien für nicht bereits vor Ausbruch von COVID-19 abgeschlossene Versicherungen einer verstärkten Detailprüfung unterzogen (vgl. nachstehend unter **Abschnitt 3.2** zu den Auswirkungen auf den Underwriting-Prozess). Dies betrifft insbesondere Garantien, die sich darauf beziehen, dass seit einem vertraglich definierten (Bilanz-)Stichtag bezogen auf die Zielgesellschaft(en) und/oder ihren Geschäftsbetrieb keine nachteiligen Veränderungen eingetreten sind, sowie solche, die etwa einen angemessenen Versicherungsschutz für den veräußerten Geschäftsbetrieb in Bezug nehmen – so wird sich, je nach Geschäftsmodell, etwa möglicherweise die Bewertung, ob und unter welchen Umständen eine Betriebsausfallversicherung ein „angemessenes“ Versicherungsniveau darstellt, durch den COVID-19-Ausbruch u.U. verändert haben. Im Fokus dürften des Weiteren die Garantien zur Compliance mit sämtlichen (wesentlichen) Rechtsvorschriften, insbesondere mit Gesundheits- und Sicherheitsvorschriften, und zu Kunden- und Lieferantenbeziehungen stehen. Mit Blick auf die versicherten Schäden schließen zudem einige Versicherer gegenwärtig alle Verluste, die aus der Pandemie entstehen oder mit ihr zusammenhängen, vollständig aus. Andere Versicherer hingegen sind bereit, abhängig von der Art des Geschäfts des zu erwerbenden Unternehmens und der Qualität der Käufer-Due Diligence auf einen pauschalen Schadensausschluss zu verzichten und modifizierte, spezifisch definierte Schadensausschlüsse zu vereinbaren. Die Auswahl der W&I-Versicherung und die Verhandlung der W&I-Police

ist in Corona-Zeiten somit praktisch relevanter denn je, zumal es abhängig von den im Unternehmenskaufvertrag getroffenen Regelungen u.U. bei einer Eigenhaftung des Veräußerers für die nicht-versicherbaren Risiken bleibt.

3.2 Auswirkungen auf den Underwriting-Prozess

Auch schon bislang haben Versicherer im Underwriting-Prozess den aus ihrer Sicht besonders haftungsrelevanten Themen besondere Aufmerksamkeit geschenkt: Eine aus Versicherersicht unzureichende Due Diligence des Käufers zu bestimmten Risikothemen führte dabei im Regelfall zu einem korrespondierenden Ausschluss der Deckung durch den Versicherer. Darüber hinaus war ein Versicherungsausschluss aller bekannten Probleme und Risiken, die im Laufe der Due Diligence-Prüfung des Käufers identifiziert wurden, oder die erst im Zeitraum zwischen Signing und Closing der Transaktion auftraten und bekannt wurden, auch bisher üblich.

Für die möglichen Auswirkungen der COVID-19-Krise auf das Geschäft eines zum Erwerb stehenden Unternehmens und den insoweit relevanten Garantiekatalog des Unternehmenskaufvertrages gilt dies naturgemäß aktuell in ganz besonderer Weise: Wie streng die Parameter sind, die die Versicherer an die entsprechende Prüfung anlegen, ist je nach Branche und Geschäft allerdings sehr unterschiedlich - Unternehmen sind eben auch in sehr stark unterschiedlichem Ausmaß von der gegenwärtigen Krise betroffen, je nach Inhalt und Struktur ihres Geschäfts, geographischer Aufstellung, Abhängigkeiten in der Fertigungstiefe und Lieferkette, Auswirkungen der Pandemie auf Kunden, Lieferanten und Mitarbeiter, und natürlich gegebenenfalls vorhandene Liquiditäts- und bilanzielle Reserven. Bei (wesentlichen) Kunden- und Lieferantenverträgen stellt sich insbesondere auch die Frage, ob diese Verträge - nach jeweils anzuwendendem Recht - etwa wegen höherer Gewalt oder wegen einer Änderung der Geschäftsgrundlage gekündigt oder angepasst werden können, oder ob ein (temporäres) Leistungsverweigerungsrecht besteht. Besonders relevant ist für die Versicherer zudem, wie die Parteien die mit der COVID-19-Krise eventuell verbundenen, sich zwischen Signing und Closing gegebenenfalls ergebenden weiteren Transaktionsrisiken im Unternehmenskaufvertrag regeln, etwa durch einschlägige Vollzugsbedingungen, Kündigungsrechte vor Closing oder die Ausgestaltung einer möglichen MAC-Klausel. Nach unserem Eindruck erwarten Versicherer in der aktuellen Situation im Allgemeinen eine ausdrückliche Regelung der möglichen COVID-19-Risiken im Unternehmenskaufvertrag: Gerade um einen pauschalen Ausschluss aller mit COVID-19 verbundenen Risiken aus dem Versicherungsumfang zu vermeiden, sollten Versicherungsnehmer die Auswirkungen von COVID-19 auf das Geschäft des Zielunternehmens deshalb sehr sorgfältig prüfen und bewerten, um auf solider Faktenbasis mit den Versicherern über einen möglichst maßvollen Ausschluss dieser Risiken erfolgversprechend verhandeln zu können.

3.3 Sonderfall: Auftritt der Pandemie zwischen Signing und Closing

Vorstehende Erwägungen betreffen den Fall, in dem Abschluss und Verhandlung der Police und ihrer Bedingungen nach Ausbruch von COVID-19 liegen. In der anderen praktisch relevanten Fallgestaltung war die Transaktion (und damit die Versicherung) bereits vor COVID-19 unterzeichnet, der Vollzug erfolgt jedoch erst danach. Für Gewährleistungen und Garantien, die zum Closing wiederholt werden, sehen W&I-Versicherungen regelmäßig eine haftungsausschließende Offenlegung hinsichtlich der zwischen Signing und Closing eingetretenen, garantieverletzenden Ereignisse und Fakten vor (sog. Bring-

Down). Was hier offen gelegt werden muss, richtet sich nach den Vereinbarungen zwischen Versicherer und Versicherungsnehmer insbesondere in der Versicherungspolice und beschränkt sich regelmäßig auf zwischen Signing und Closing eingetretene Ereignisse und Fakten, die bei fehlender Offenlegung zu einer Garantieverletzung (am Vollzugstag) führen würden. Unabhängig von den vertraglichen Vereinbarungen haben einige Versicherer aber bereits eine pauschale Offenlegung aller abstrakten Auswirkungen von COVID-19 auf die Transaktion verlangt, nach den konkreten Maßnahmen der Zielgesellschaften zur Abschwächung der Folgen der Pandemie oder der Einschätzung des Käufers hinsichtlich des veränderten Business Case der Zielgesellschaften gefragt oder sich nach einer etwaigen Verständigung der Parteien auf geänderte Transaktionsparameter erkundigt. Ziel dieser Fragen dürfte im Regelfall sein, die entsprechend identifizierten Auswirkungen oder Anpassungen dann als offengelegte Risiken von der Deckung auszuschließen. Die Parteien sollten hier unbedingt darauf achten, die Offenlegung in Inhalt und Umfang auf das vertraglich Vereinbarte zu beschränken und keine darüber hinausgehenden, schriftlichen oder mündlichen Generalaussagen zu Zielgesellschaften oder Transaktion gegenüber dem Versicherer treffen, um die W&I-Police nicht über Gebühr zu entwerten. Umgekehrt sollten sich Versicherungsnehmer aber natürlich auch davor hüten, den vertraglich vereinbarten Offenlegungs- und Informationspflichten nicht umfänglich nachzukommen, da ein Verstoß hiergegen zum Verlust des Versicherungsanspruchs führen kann.

3.4 Ausblick

COVID-19 stellt Versicherer wie Versicherungsnehmer vor neue Herausforderungen bei der Strukturierung von M&A-Prozessen und der Erarbeitung passgenauer W&I-Lösungen. Dennoch steht zu erwarten, dass die W&I-Versicherung weiterhin ein praktikables und wertvolles Instrument für Käufer bleibt, um sich Schadensersatzansprüche für den Fall einer Garantieverletzung – auch unabhängig von ihrer Verhandlungsposition und der Solvenz des Verkäufers - zu sichern. Angesichts der zu erwartenden Verschiebung des M&A-Marktes hin zu einem käuferfreundlicheren Markt sollten Käufer die geeignete Regressstruktur (d.h. Verkäuferhaftung, W&I Versicherung oder Mischformen) für die Zeit nach Closing insbesondere mit Blick auf die zu erwartenden Deckungsausschlüsse unter der W&I Versicherung im Einzelfall kritisch prüfen. Die gute Nachricht dürfte dabei für den potentiellen Versicherungsnehmer aber sein, dass der aktuell zu beobachtende Rückgang an M&A-Transaktionen jedenfalls kurzfristig zu sinkenden Versicherungsprämien führen könnte.

[Back to Top](#)



Die folgenden Gibson Dunn Anwälte haben dieses Client Update erstellt: Lutz Englisch, Birgit Friedl, Marcus Geiss, Sonja Ruttman und Dennis Seifarth.

Wenn Sie Fragen zu den hier besprochenen Themen haben, stehen wir Ihnen gerne zur Verfügung. Unsere Anwälte in Gibson Dunns deutschen Büros in München und Frankfurt verfügen über umfassende Erfahrung in den Bereichen M&A und Gesellschaftsrecht, Finanzierung und Restrukturierung, Steuerrecht, Arbeitsrecht, Immobilienrecht, Kartell- und Wettbewerbsrecht, IP & Technology sowie in den

GIBSON DUNN

Bereichen Compliance, Wirtschaftsstrafrecht und Litigation. Durch unsere oft langjährigen Beziehungen zu Unternehmen aus den unterschiedlichsten Industriezweigen verfügen unsere Anwälte über fundierte Kenntnisse in den verschiedensten Branchen. In enger Zusammenarbeit mit den weltweiten Büros von Gibson Dunn bieten wir Rechtsberatung auf höchstem Niveau und grenzüberschreitende Beratung auch bei komplexesten Transaktionen und zu anspruchsvollsten juristischen Fragen. Für weitere Informationen wenden Sie sich bitte an Ihre gewohnten Ansprechpartner bei Gibson Dunn oder an die folgenden Anwältinnen und Anwälte in den deutschen Büros:

Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, Unternehmenstransaktionen

Lutz Englisch (+49 89 189 33 150, lenglich@gibsondunn.com)
Markus Nauheim (+49 89 189 33 122, mnauheim@gibsondunn.com)
Ferdinand Fromholzer (+49 89 189 33 121, ffromholzer@gibsondunn.com)
Dirk Oberbracht (+49 69 247 411 510, doberbracht@gibsondunn.com)
Wilhelm Reinhardt (+49 69 247 411 520, wreinhardt@gibsondunn.com)
Birgit Friedl (+49 89 189 33 180, bfriedl@gibsondunn.com)
Silke Beiter (+49 89 189 33 121, sbeiter@gibsondunn.com)
Annekatrien Pelster (+49 69 247 411 521, apelster@gibsondunn.com)
Marcus Geiss (+49 89 189 33 122, mgeiss@gibsondunn.com)
Sonja Ruttmann (+49 89 189 33 150, sruttmann@gibsondunn.com)
Dennis Seifarth (+49 89 189 33 150, dseifarth@gibsondunn.com)

Bank- und Finanzrecht, Restrukturierung und Insolvenz

Sebastian Schoon (+49 89 189 33 160, sschoon@gibsondunn.com)
Birgit Friedl (+49 89 189 33 180, bfriedl@gibsondunn.com)
Alexander Klein (+49 69 247 411 518, aklein@gibsondunn.com)
Marcus Geiss (+49 89 189 33 122, mgeiss@gibsondunn.com)

© 2020 Gibson, Dunn & Crutcher LLP

Attorney Advertising: The enclosed materials have been prepared for general informational purposes only and are not intended as legal advice.