

Betriebs Berater

26 | 2019

GrEst ... Anzeigepflicht ... Restrukturierungsrichtlinie ... M&A ... Recht ... Wirtschaft ... 24.6.2019 | 74. Jg. Seiten 1473–1536

DIE ERSTE SEITE

Prof. Dr. Jens M. Schmittmann

Sanierung, Restrukturierung und Steuern: Ende gut, alles gut?

WIRTSCHAFTSRECHT

Prof. Dr. Moritz Brinkmann, LL.M. (McGill)

Mobiliarsicherheiten im Insolvenzeröffnungsverfahren

Zugleich eine Besprechung von BGH, 24.1.2019 – IX ZR 110/17, BB 2019, 712ff. | 1474

Prof. Dr. Daniel Graewe, LL.M., RA, und VRiLG Dr. Martin Pellens

Überwachungspflicht, Delegation und Darlegungslast des Geschäftsführers in der Unternehmenskrise | 1478

STEUERRECHT

Dipl.-Kfm. **Tino Duttiné, StB**

Insolvenz und Sanierung im aktuellen steuerlichen Umfeld | 1493

Michael Krumwiede, StB, und Manuela Gräbner, LL.M.

Insolvenzrechtliches Aufrechnungsverbot – Aktuelle BFH-Rechtsprechung | 1499

Dr. Axel von Bredow, MBR, StB, und Sebastian Gibis, M.Sc.

Anzeigepflichten für Steuergestaltungen – Ein Überblick, aber wer hat den Durchblick? (Teil II) | 1502

BILANZRECHT UND BETRIEBSWIRTSCHAFT

Dipl.-Kfm. **Bernd Richter, WP/StB, und Benedikt Schemminger**

Neufassung des IDW S 6: Kommt die Disruption zu kurz? | 1513

Juliana Holle, LL.M., und Dr. André Schröer

Vorinsolvenzliches Sanierungsverfahren im Kontext der Anreizwirkungen von M&A-Prozessen | 1517

ARBEITSRECHT

Dr. Thomas Granetzny, RA, und Ilka Esser

Arbeitsrechtliche Besonderheiten in der Insolvenz – insbesondere im Rahmen eines Unternehmenskaufs | 1525

Juliana Holle, LL.M., und Dr. André Schröer*

Vorinsolvenzliches Sanierungsverfahren im Kontext der Anreizwirkungen von M&A-Prozessen

Für die Suche eines Kapitalgebers in Sanierungssituationen werden häufig „distressed M&A“-Berater engagiert. Diese Investorenprozesse erfordern die Kenntnis der besonderen rechtlichen Rahmenbedingungen sowie andere Prozessdesigns als Investorenprozesse von nicht-krisenbetroffenen Unternehmen (im Folgenden: healthy M&A-Transaktionen). Während innerhalb von healthy Transaktionen im Regelfall eine eindeutige Auftraggeber-Auftragnehmer-Beziehung zwischen dem Gesellschafter des Zielunternehmens und dem M&A-Berater vorliegt, ist fraglich, ob diese eindeutige Beziehung auch bei distressed M&A-Prozessen vorliegt. Im nachfolgenden Beitrag werden zunächst die Auswirkungen, die unterschiedliche Sanierungsverfahren auf die Anreizbeziehung zwischen Auftraggeber und M&A-Berater haben, näher betrachtet. Dazu wird die Prinzipal-Agent-Theorie als Ausgangsbasis der Auftragnehmer und -geber-Beziehung dargestellt und innerhalb dieser Beziehung auf die unterschiedlichen Stadien einer möglichen M&A-Auftragsbeziehung übertragen. Dann folgt die Diskussion von Lösungssätzen.

I. Prinzipal-Agent-Beziehung

1. Überblick

Die Prinzipal-Agent-Theorie (im Folgenden: „P-A-Theorie“, „P-A-Beziehung“) entstammt der Neuen Institutionenökonomik, welche sich mit den Auswirkungen von Institutionen als Systeme informeller und formaler Regeln, die menschliches Handeln in Transaktionen in eine bestimmte Richtung lenken sollen, auf das wirtschaftliche Handeln von Wirtschaftseinheiten befasst.¹ Im Rahmen der P-A-Beziehung wird innerhalb eines vergüteten Vertragsverhältnisses der Auftraggeber als Prinzipal² und der Auftragnehmer als Agent bezeichnet. Die Theorie befasst sich mit der Lösung der in diesem Kontext auftretenden Handlungsanreize und -ineffizienzen.³ Der Auftragnehmer besitzt normalerweise einen Wissensvorsprung (Informationsasymmetrie),⁴ der zum Vor- oder Nachteil des Prinzipals eingesetzt werden kann. Der Prinzipal wird versuchen, mögliche Interessensdivergenzen mit dem Agenten durch entsprechende Anreizsetzung (z. B. Vergütung) sowie dessen Überwachung auszugleichen.⁵

Die Differenz vom Idealzustand beidseitiger vollständiger Informationen und dem Zustand, in dem die Leistung des Agenten bei Informationsasymmetrie erbracht wird, wird durch die Agenturkosten beschrieben.⁶ Diese Kosten lassen sich in drei Kategorien untergliedern: die Kontrollkosten (monitoring costs) des Prinzipals zur Sicherstellung, dass der Agent die Leistung entsprechend der Vereinbarung erfüllt (z. B. Vertragsabschluss-, Überwachungskosten), die Signalisierungskosten (signaling costs) des Agenten, um dem Prinzipal zu signalisieren, trotz der Informationsasymmetrien nicht gegen diesen zu

agieren (z. B. Gewährleistungen, Übernahme von Schadensersatzansprüchen) und die Residualkosten (residual loss), welche den Wohlfahrtsverlust beschreiben, der durch die Abweichung der Leistungserbringung das mögliche Nutzenmaximum des Auftraggebers schmälert.⁷

Zwischen den Kosten liegt eine Trade-off-Beziehung vor.⁸ Residualkosten können z. B. durch erhöhte Kontrollkosten gesenkt werden, erhöhte Signalisierungskosten können die Kontrollkosten und die Residualkosten verringern.

Folglich werden Vertragsgestaltungen angestrebt, mit denen die Agenturkosten gesenkt werden, die im Pareto-Optimum bei null liegen.⁹ Dies erfolgt ausschließlich dann, wenn beide Parteien über vollständige Informationen verfügten und somit kein Agenturproblem vorläge. Jegliche Handlungen des Agenten wären vorab zu erkennen und könnten vom Prinzipal, falls vertragsabweichend, unterbunden werden.¹⁰ Professionelle M&A-Dienstleistungen werden daher zur Minimierung der Agenturkosten weitgehend erfolgsabhängig vergütet – im Sinne optimaler Anreizkompatibilität.

Eindeutige P-A-Beziehungen sichern Transparenz in M&A-Prozessen. Hierzu ist es zur Vermeidung der Agenturkosten notwendig, dass die tatsächliche juristische Vertragsbeziehung (formelle Beziehung) und die informelle Beziehung (Interessensebene) deckungsgleich sind. Die nachfolgenden Betrachtungen untersuchen diese Deckungsgleichheit in unterschiedlichen Krisenstadien/Sanierungsverfahren.

2. Eindeutige Ausrichtung der Tätigkeiten im M&A-Prozess

Ausgehend vom Verkauf eines healthy Unternehmens lassen sich Krisenphasen bis hin zum Stadium der Insolvenz beschreiben, in denen sich die Verantwortlichkeiten und die Abhängigkeiten aufgrund der Zunahme der Anzahl an Prozessbeteiligten verändern. Ebenso können

* Für wertvolle Hinweise danken wir Dr. Gregor Bräuer, hww Insolvenzverwalter Partnerschaft, Düsseldorf.

1 Schwegler, *Moralisches Handeln von Unternehmen*, 2007, S. 13 ff.; Mikl-Horke/Pirker/Resch, *Theorie der Firma: interdisziplinär*, 2011, S. 105 f.

2 Im Folgenden wird vereinfachend davon ausgegangen, dass der Prinzipal der geschäftsführende Gesellschafter der Gesellschaft ist.

3 Scherm/Pietsch, *Organisation*, 2007, S. 55.

4 Diese kann in drei unterschiedlichen Vertragssituationen auftreten: hidden Characteristics (Informationsasymmetrie liegt vor dem Vertragsabschluss), hidden Intention (Informationsasymmetrie liegt vor und nach Vertragsabschluss) und hidden Action/Information (Informationsasymmetrie liegt nach Vertragsabschluss); dazu Scherm/Pietsch, *Organisation*, 2007, S. 56.

5 Jensen/Meckling, *Journal of Financial Economics*, 1976, 305, 308.

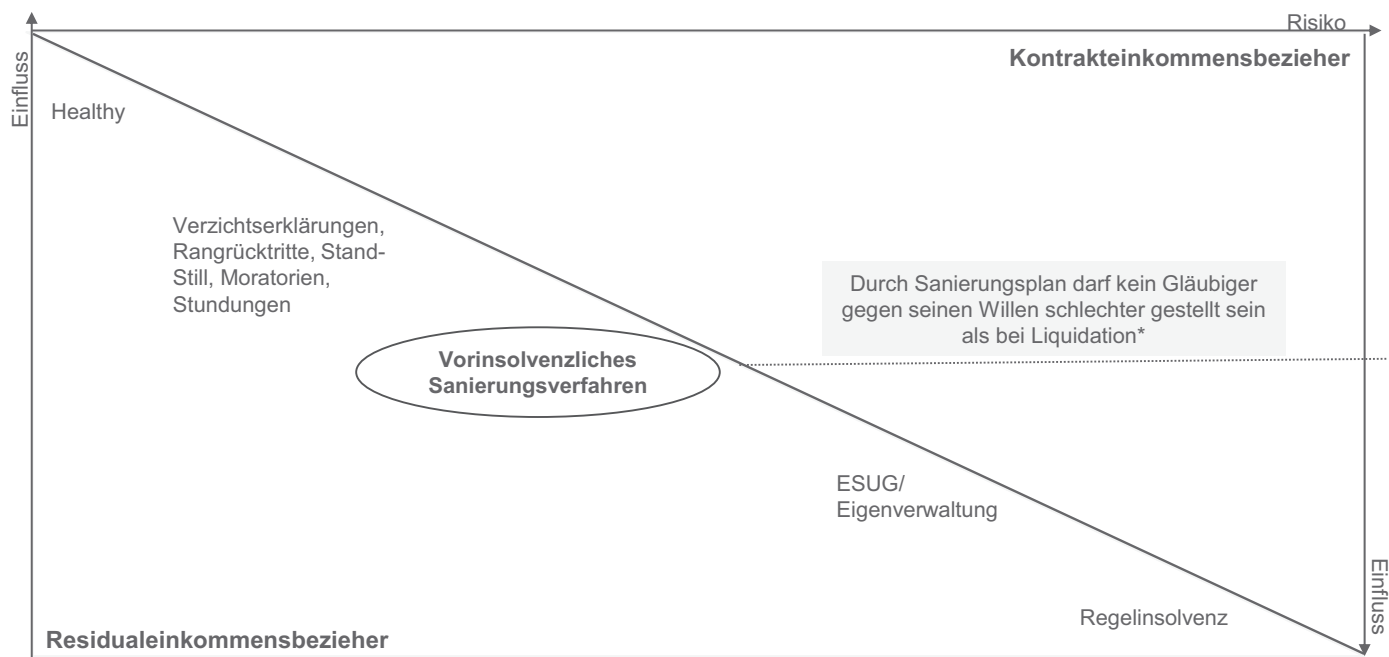
6 Heyd/Beyer, in: Heyd/Beyer (Hrsg.), *Die Prinzipal-Agenten-Theorie in der Finanzwirtschaft*, 2011, S. 36.

7 Dazu Jensen/Meckling, *Journal of Financial Economics*, 1976, 305, 308; Scherm/Pietsch, *Organisation*, 2007, S. 61.

8 Schmid, *Barrieren im Wissenstransfer: Ursachen und deren Überwindung*, 2013, S. 88.

9 Kieser/Ebers, *Organisationstheorien*, 6. Aufl. 2006, S. 262.

10 Picot/Diet/Franck, *Organisation*, 5. Aufl. 2008, S. 72.



*Liquidation umfasst auch die Veräußerung des Unternehmens im Wege der übertragenden Sanierung; VID, Positionspapier, 16.2.2016, abrufbar unter www.vid.de/initiativen/grundsätze-eines-vorinsolvenzlichen-sanierungsverfahrens/, Abruf: 12.4.2019, Punkt 2, Nr. 10

Abbildung 1: Einfluss der Kontrakt- und Residualeinkommensbezieher nach (Krisen-)Stadien
(Quelle: eigene Darstellung)

das formelle und das informelle Abhängigkeitsverhältnis zwischen dem Prinzipal und dem M&A-Berater innerhalb eines Verkaufs aus einem Krisenstadium auseinanderfallen und an Transparenz verlieren.

Abbildung 1 verdeutlicht die sich mit zunehmender Krise stetig verändernden Macht- und Interessenpositionen von Gesellschaftern, auch als Residualeinkommensbezieher bezeichnet, und Kontrakteinkommensbeziehern als Sammelbegriff für diejenigen, welche ihr Einkommen auf der Basis eines vorab geschlossenen Vertrags erzielen.¹¹ Beispielhaft erläuternd ergibt sich im healthy M&A ein hoher Einfluss der Residualeinkommensbezieher – je fortgeschrittener die Krise, desto geringer ihr Einfluss und desto höher ihr Ausfallrisiko.

Im Folgenden werden fünf Stadien, innerhalb derer M&A-Prozesse eingeleitet werden können, und deren Implikationen auf die P-A-Beziehung dargestellt: der healthy-M&A-Prozess (Abschn. II.), die außergerichtliche Sanierung (Abschn. IV.), der M&A-Prozess im vorinsolvenzlichen Sanierungsverfahren (Abschn. VI.), in der Eigenverwaltung (Abschn. V.) sowie in der Regelinsolvenz (Abschn. III.).

II. Healthy M&A-Prozess

1. Definition

Innerhalb eines M&A-Prozesses eines nicht krisenbetroffenen Unternehmens liegt die Verkaufsabsicht des Gesellschafters eines Unternehmens üblicherweise in der Suche nach einer Nachfolgelösung oder Absicherung der privaten Vermögensposition. Der Verkäufer ist meist nicht innerhalb eines knappen Zeitrahmens auf den Verkauf angewiesen und frei in der Entscheidung, ob er ein Kaufangebot annimmt oder das Unternehmen selbst fortführen wird.

2. Beteiligte

Der healthy M&A-Prozess umfasst eine überschaubare Anzahl an Prozessbeteiligten. Im Fokus steht der Gesellschafter der zu verkaufenden

Gesellschaft, der von einem M&A-Berater unterstützt und begleitet wird. Auch wenn dies eher theoretischer Natur ist, tragen implizit zum Erfolg der Transaktion neben dem o.g. Residualeinkommensbezieher auch Kontrakteinkommensbezieher (bspw. Fremdkapitalgeber [FK-Geber], Arbeitnehmer, Lieferanten) bei. Diese könnten sich gegen eine Unterstützung der Gesellschaft unter neuer Gesellschafterstruktur sperren.

3. Struktur P-A-Beziehung

Die P-A-Beziehung im healthy M&A-Prozess ist die übersichtlichste. Die formelle und informelle P-A-Beziehung sind dabei deckungsgleich.

Formelle P-A-Beziehung: Der Gesellschafter agiert als Prinzipal und beauftragt den M&A-Berater als seinen Agenten. Das Ziel beider Parteien ist der Verkauf der Gesellschaft zum maximal möglichen Kaufpreis bei niedrigst möglichem Zeit- und Arbeitsaufwand – die Zielkongruenz ist abgesichert durch eine stark erfolgsorientierte Vergütung des Agenten. Die formelle Beziehung ist eindeutig und besteht ausschließlich zwischen den beiden genannten Parteien.

Informelle P-A-Beziehung: Die informelle P-A-Beziehung, welche auf der Interessenebene der beiden Parteien, unabhängig von dem formell geschlossenen Vertrag, basiert, besteht im healthy M&A-Prozess idealtypisch ebenfalls interessenidentisch zwischen dem Prinzipal und dem M&A-Berater.

Der Einfluss und die Entscheidungsbefugnis des Gesellschafters haben hier den höchstmöglichen Grad; ein Einfluss anderer Stakeholder ist üblicherweise nicht vorhanden. Der M&A-Berater orientiert sich vollkommen an den Interessen seines eindeutigen, klar identifizierbaren Prinzipals.

11 Dazu Fama/Jensen, Journal of Law and Economics 1983, 301, 302.

Da mit dem Voranschreiten einer Krise hingegen der Gesellschafter an Einfluss verliert und dieser auf die FK-Geber übergeht, könnte sich die P-A-Beziehung mit Verschärfung einer Krise zunehmend verschieben und an Übersichtlichkeit verlieren – die Deckungsgleichheit von formeller und informeller Beziehung ginge verloren.

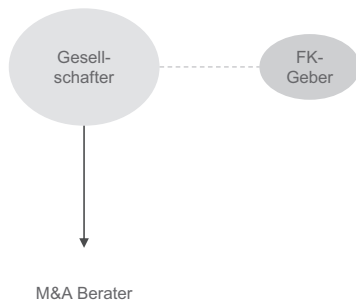


Abbildung 2: P-A-Beziehung im healthy M&A-Prozess (Quelle: eigene Darstellung)

III. Regelinsolvenzverfahren

1. Definition

Als in dieser Betrachtung exakt gegenläufig zu healthy Transaktionsprozessen (vgl. Abbildung 1) sind Investorenprozesse in Regelinsolvenzverfahren in einen gesetzlich klar geregelten Rahmen eingebettet. Dieser gibt die Parteien vor, welche in das Insolvenzverfahren mit einbezogen werden müssen und können, wie die jeweiligen Akteure eingesetzt werden und welche Aufgaben und Befugnisse sie haben.

2. Beteiligte

Im Mittelpunkt des Regelinsolvenzverfahrens steht die Insolvenzschnuldnerin (insolventes Rechtssubjekt). Der Einfluss des Gesellschafters wird im Regelverfahren, insbesondere mit der Eröffnung des Verfahrens, auf ein Minimum reduziert. Die FK-Geber bilden die Gläubigerversammlung und ggf. den (vorläufigen) Gläubigerausschuss.

Ein weiterer Beteiligter ist der Insolvenzverwalter, auf den die Verwaltungs- und Verfügungsbefugnis über das Unternehmen mit Eröffnung des Verfahrens übergeht. Er fungiert wirtschaftlich als Treuhänder der Gläubigerinteressen. Ebenfalls wichtige Beteiligte im M&A-Prozess sind die Arbeitnehmer, welche in den Gläubigerausschuss durch einen Vertreter einbezogen werden, der Betriebsrat, sowie Kunden und Lieferanten und deren Beziehung zur Insolvenzschnuldnerin als möglicherweise interessantes „Asset“.¹² Die folgenden Ausführungen konzentrieren sich jedoch auf die wesentlichen Beteiligten.

3. Struktur P-A-Beziehung

Zur Betrachtung der P-A-Beziehung aus Sicht des M&A-Beraters werden im Regelinsolvenzverfahren insbesondere die Positionen des Gesellschafters, des Insolvenzverwalters und des FK-Gebers herangezogen.

Formelle P-A-Beziehung: Innerhalb des vorläufigen Regelverfahrens schließt der M&A-Berater in der Regel den Mandatsvertrag mit der Insolvenzschnuldnerin, bei der der Gesellschafter häufig noch einen starken Einfluss hat, unter Zustimmung des vorläufigen Insolvenzverwalters.¹³ Im eröffneten Verfahren verschiebt sich die formelle Bindung durch den Übergang der Verwaltungs- und Verfügungsbe-

fugnis auf den Insolvenzverwalter (§ 80 i.V.m. § 148 InsO). Damit ist die formelle P-A-Beziehung im Regelinsolvenzverfahren zwar ebenfalls eindeutig, der (vorläufige) Insolvenzverwalter wird jedoch ebenfalls als Beteiligter hinzugezogen, welcher das Vermögen des Schuldners zu sichern und zu erhalten hat (vgl. § 22 InsO).

Informelle P-A-Beziehung: Entgegen der formellen Darstellung der P-A-Beziehung richtet sich die informelle Beziehung nicht mehr direkt an den Vertreter der Insolvenzschnuldnerin, welcher den M&A-Berater beauftragt hat. Der Insolvenzverwalter verfolgt, ebenso wie die Insolvenzordnung, das Ziel „die Gläubiger [...] zu befriedigen, indem das Vermögen des Schuldners verwertet und der Erlös verteilt oder in einem Insolvenzplan eine abweichende Regelung insbesondere zum Erhalt des Unternehmens getroffen wird“ (§ 1 S. 1 InsO). Damit zielt der M&A-Prozess auf die höchstmögliche Gläubigerbefriedigung ab. Daraus folgt, dass die FK-Geber als Gläubiger und Entscheider über die Zukunft eines Unternehmens (§ 157 InsO) und Transaktionserfolg den informellen Prinzipal des M&A-Beraters darstellen. Daher wird die formelle Beziehung in Abbildung 3 gestrichelt, die hier angenommen informelle Beziehung als durchgezogene Linie dargestellt.

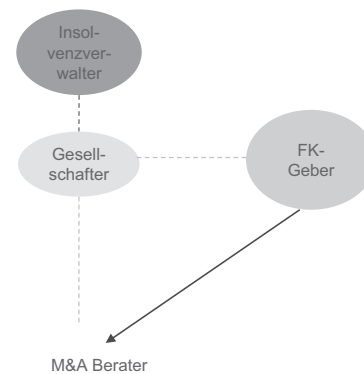


Abbildung 3: P-A-Beziehung im Regelinsolvenzverfahren (Quelle: eigene Darstellung)

In der Praxis wird der Transaktionserfolg durch die Zusammenarbeit zwischen Insolvenzverwalter und M&A-Berater sichergestellt – die Gläubiger sind zwar Entscheider, bestimmen aber nicht das tägliche Prozesshandeln. Hier steht meist der Insolvenzverwalter als Vertreter des Prinzipals zur Verfügung und begründet eine informelle Beziehung, die idealerweise zwar der Gläubigerbefriedigung dient, aber auch dazu führen kann, dass Abhängigkeiten entstehen, die auch die Funktion des Insolvenzverwalters als „Agent“ der Gläubiger beeinflussen. Die Situation ändert sich mit Eröffnung des Verfahrens, da der Insolvenzverwalter dann auch formeller Auftraggeber wird.

IV. Außergerichtliches Sanierungsverfahren

1. Definition

Als außergerichtliche Sanierungsverfahren werden jene Sanierungsmaßnahmen bezeichnet, welche vor Einleitung eines Insolvenzverfahrens ergriffen werden können (bspw. Kapitalbeschaffung, Darlehens-

¹² Oftmals sind qualifizierte, erfahrene Mitarbeiter der Grund für einen Unternehmenskauf auch im Rahmen eines distressed M&A-Prozesses, sodass deren Abwanderung die Wahrscheinlichkeit einer Transaktion stark beeinflussen kann.

¹³ Eine weitere Abgrenzung aufgrund der Bestellung eines „schwachen“ oder „starken“ vorläufigen Insolvenzverwalters nach § 22 InsO soll an dieser Stelle nicht weiter ausgeführt werden.

verzicht oder ähnliche liquiditätsschöpfende Maßnahmen). Wird in diesem Krisenstadium ein M&A-Berater beauftragt, so ergibt sich eine Konstellation an Beteiligten, welche nur geringfügig von einem healthy Prozess abweicht.

2. Beteiligte

Der Kreis der Beteiligten innerhalb außergerichtlicher Sanierungsmaßnahmen ist ebenso begrenzt wie jener im nicht krisenbetroffenen Prozess. Im Kern finden sich hier die Gesellschafter, deren Entscheidungsbefugnis und Einfluss gegenüber einem healthy Prozess leicht abnehmen, jedoch noch immer eine starke Stellung haben. Die FK-Geber gewinnen leicht an Einfluss und bilden einen für die P-A-Beziehung wesentlichen Gegenspieler des M&A-Beraters ab.

3. Struktur P-A-Beziehung

Die P-A-Beziehung innerhalb außergerichtlicher Sanierungsmaßnahmen ähnelt formell jener im healthy Prozess. Ein geringfügiger Unterschied ergibt sich auf der Ebene der informellen P-A-Beziehung – der mögliche, perspektivische Einflusszuwachs der FK-Geber und möglicher Restrukturierungsberater mit Blick auf eine mögliche insolvenznahe Situation ist nicht ohne Einfluss auf den M&A-Prozess.

Formelle P-A-Beziehung: Wird als Bestandteil einer außergerichtlichen Sanierungsmaßnahme ein M&A-Berater beauftragt, so wird der Vertrag unverändert zwischen dem Gesellschafter und dem M&A-Berater geschlossen. Der geringfügig zunehmende Einfluss der FK-Geber im außergerichtlichen Verfahren verändert die Konstellation nur wenig.

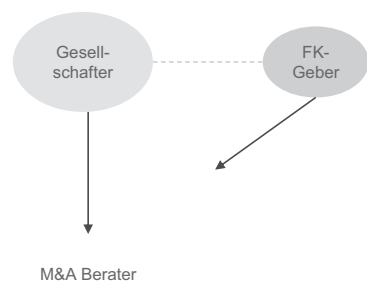


Abbildung 4: P-A-Beziehung im M&A-Prozess innerhalb eines außergerichtlichen Sanierungsverfahrens (Quelle: eigene Darstellung)

Informelle P-A-Beziehung: Fraglich ist, ob der M&A-Berater dem Gesellschafter als seinem Prinzipal folgen wird. Auslöser einer externen Kapitalsuche ist bei außergerichtlichen Sanierungsverfahren häufig der Kontrakteinkommensbezieher in Form der FK-Geber. Insbesondere bei der Verlängerung von Krediten oder bei der Nichteinhaltung von Kreditverträgen (z.B. Überschreitung von Covenants) lassen Banken, um ihre Position abzusichern, Sanierungskonzepte erstellen.¹⁴ In der Praxis bestehen dann Anreize, dass der M&A-Berater beginnt, sich im Prozess um die Mitglieder des Bankenpools „zu kümmern“ und sich Interessenkonflikte mit dem formellen Auftraggeber ergeben, in Abbildung 4 dargestellt als verkürzte Linie.

V. ESUG/Eigenverwaltung

1. Definition

Mittels des zum 1.3.2012 in Kraft getretenen Gesetzes zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen (ESUG) wird eine

frühzeitige Sanierung von Unternehmen angestrebt, auch, um die Möglichkeiten und Chancen einer außergerichtlichen Sanierung zu erhöhen. Schlussendlich bildet das ESUG eine detaillierte rechtliche Grundlage für die einzubeziehenden Beteiligten in das Insolvenzverfahren innerhalb der Eigenverwaltung.

2. Beteiligte

Innerhalb der Eigenverwaltung kann das Management die Insolvenzmasse unter Aufsicht eines Sachwalters (§ 270c InsO) verwalten und über diese verfügen (§ 270 Abs. 1 S. 1 InsO). Das Management wird von einem insolvenzrechtlich erfahrenen Berater unterstützt, der bereits vor der Beantragung der Eigenverwaltung involviert ist und die Vorbereitung des Insolvenzantrags begleitet. Auch nach Antragstellung steht der Berater dem Management weiterhin zur Seite und unterstützt beispielsweise die Sanierungsmaßnahmen oder Verhandlungsprozesse mit Kunden und Lieferanten. Oftmals sind diese Berater dann in anderen Fällen auch als Insolvenzverwalter oder Sachwalter tätig. In der Eigenverwaltung nehmen sie entweder eine Berater- oder Organstellung ein.

Diese auszugsweise Darstellung der Beteiligten innerhalb der Eigenverwaltung, welche noch nicht Beteiligte wie Lieferanten, Kunden, Arbeitnehmer oder den Betriebsrat berücksichtigt, illustriert, dass die Eigenverwaltung das Verfahren ist, welches im M&A-Prozess die breiteste Struktur an Prozessbeteiligten aufweist.

3. Struktur/P-A-Beziehung

Neben der größeren Zahl an Prozessbeteiligten weitet sich innerhalb der Eigenverwaltung auch die Komplexität der P-A-Beziehung aus.

Formelle P-A-Beziehung: Der M&A-Berater schließt den Mandatsvertrag mit dem Geschäftsführer der Insolvenzschuldnerin. Zur Beauftragung eines M&A-Beraters sollen die Zustimmung des Sachwalters und ein korrespondierender Beschluss des (vorläufigen) Gläubigerausschusses eingeholt werden (§ 275 Abs. 1 S. 1 InsO; § 276a InsO).

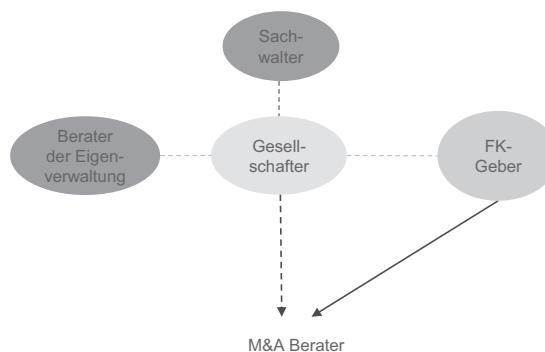


Abbildung 5: P-A-Beziehung im M&A-Prozess innerhalb einer Eigenverwaltung (Quelle: eigene Darstellung)

Informelle P-A-Beziehung: Während der formellen P-A-Beziehung zwischen M&A-Berater und Management die Zustimmung seitens des Sachwalters und des Gläubigerausschusses vorausgehen, verschwimmt die P-A-Beziehung vermehrt auf der informellen Ebene. Wie bereits erläutert, dient das Insolvenzverfahren gem. § 1 InsO der

¹⁴ Dazu Brömmekamp/Radner, InsVZ 2010, 152 ff.

bestmöglichen Befriedigung der Gläubiger. Dementsprechend verfolgt der M&A-Berater mit einem distressed M&A-Prozess formell die größtmögliche Gläubigerbefriedigung. Die Erzielung des höchstmöglichen Kaufpreises liegt auch im Interesse des M&A-Beraters selbst, dessen Vergütungsmodell im Wesentlichen prozentual an den Kaufpreis gekoppelt ist. Zudem kann ohne die Zustimmung der Gläubiger kein Transaktionserfolg erzielt werden.

Das Interesse des höchstmöglichen Kaufpreisangebots kann jedoch dem Interesse der Gesellschafter entgegenstehen. Diese wünschen sich möglicherweise einen bestimmten Käufer, welcher zukünftig das Unternehmen leitet oder dessen strategischer Partner wird, jedoch nicht das höchste Angebot abgibt. Dieses Interesse steht nicht nur dem des M&A-Beraters entgegen, sondern formell auch dem der Gläubiger. Das Management kann einzelne Kaufinteressenten benachteiligen, indem es diese mit weniger Informationen versorgt (hidden agenda) und damit eine ungünstigere Basis zur Abgabe eines attraktiven Kaufangebots schafft – insofern gelten für die P-A-Beziehung zwischen Gläubiger und Schuldnerin ähnliche Anreize wie zwischen M&A-Berater und Management.

Im Falle eines solchen Szenarios kann die bereits angeordnete Eigenverwaltung unter bestimmten Umständen aufgehoben werden; ebenso hat der Sachwalter, stellt er Umstände fest, die zu einer Benachteiligung der Gläubiger führen könnten, diese unverzüglich dem Gläubigerausschuss und Insolvenzgericht anzuzeigen. Die Aufhebung der Eigenverwaltung steht jedoch üblicherweise auch dem Interesse des Beraters der Eigenverwaltung entgegen, da sie der Reputation des Beraters schaden könnte und ggf. zu einem Mandatsverlust führt.

Allerdings erweitert sich der Interessenskonflikt dahingehend, dass der Berater der Eigenverwaltung die Bestellung einer bestimmten Person für das Amt des (vorläufigen) Sachwalters empfehlen kann, welche dem Gläubigerausschuss nahegelegt wird und dementsprechend bei Zustimmung des vorläufigen Gläubigerausschusses vom Insolvenzgericht im Verfahren eingesetzt wird (§ 274 Abs. 1 InsO i.V.m. § 56a InsO). Dieser (gesetzlich legitimierte) Empfehlungsprozess schafft eine Abhängigkeit von Sachwaltern und Beratern der Eigenverwaltung, deren Rollen in anderen Verfahren möglicherweise tauschen sowie ein weiteres Abhängigkeitsverhältnis des Sachwalters vom Gläubigerausschuss.¹⁵

Dementsprechend liegt zwar eine formelle P-A-Beziehung zwischen der Insolvenzschriftlerin und dem M&A-Berater vor, es ist aber nicht auszuschließen, dass sich Letzterer auf informeller Ebene neben den Interessen der Gläubiger an denen des Sachwalters oder des Beraters, welche möglicherweise mit seinen eigenen übereinstimmen, orientiert.

VI. Vorinsolvenzliches Sanierungsverfahren

1. Definition

Am 22.11.2016 stellte die EU-Kommission ihren Richtlinienvorschlag (RL-E) „zum präventiven Restrukturierungsrahmen, zur zweiten Chance und zu Maßnahmen für eine stärkere Effizienz von Restrukturierungs-, Insolvenz- und Entschuldungsverfahren“ vor, der darauf abzielt „Hindernisse für die Ausübung der Grundfreiheiten [...] zu beseitigen, die auf Unterschiede zwischen den nationalen Vorschriften und Verfahren für die präventive Restrukturierung, die Insolvenz und die zweite Chance zurückzuführen sind“¹⁶. Auf dieser Basis hat das EU-Parlament am 28.3.2019 die Richtlinie zum künftigen „Präventi-

ven Restrukturierungsrahmen“ beschlossen,¹⁷ welche nunmehr am 6.6.2019 vom Europäischen Rat angenommen wurde.¹⁸

Gemäß der Richtlinie zum vorinsolvenzlichen Sanierungsverfahren verbleibt die Kontrolle über das Unternehmen beim Unternehmensinhaber, der uneingeschränkt Verfügungsbefugter ist. Wie die Umsetzung in Deutschland erfolgen soll, ist derzeit offen. Angedacht wird, zumindest laut RL-E (in der Eindeutigkeit nicht mehr zu finden in der verabschiedeten Richtlinie, hier ausschließlich Nennung eines „Verwalters“), die Einsetzung eines Mediators zur Unterstützung des Managements sowie eines Beauftragten zur Einhaltung der Gläubigerinteressen (Teil 4, Art. 25 RL-E i.V.m. EG 18 RL-E). Gemäß RL-E soll der Restrukturierungsrahmen vor der Insolvenz und ohne eine gerichtliche Zugangsprüfung zur Verfügung stehen.

2. Beteiligte

In diesem Verfahren verliert der Gesellschafter weiter an Einfluss, dieser geht zunehmend auf die FK-Geber über. Dennoch wird der Gesellschafter, ggf. unterstützt durch einen „Mediator“ oder beaufsichtigt durch einen „Beauftragten“, das Unternehmen fortführen. Wie die Rolle dieser „Office-Holder“/Verwalter genau ausgestaltet werden soll, ist aktuell noch unklar.

3. Struktur/P-A-Beziehung

Formelle P-A-Beziehung: Innerhalb des vorinsolvenzlichen Sanierungsverfahrens wird im Falle eines M&A-Prozesses der Gesellschafter den M&A-Berater beauftragen. Eine Genehmigung seitens eines Gläubigerausschusses würde wohl nicht benötigt. Die formelle P-A-Beziehung entspricht damit der der o.g. (Sanierungs-)Verfahren.

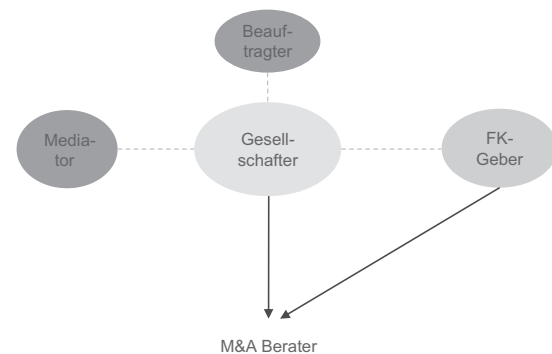


Abbildung 6: **Voraussichtliche P-A-Beziehung im M&A-Prozess innerhalb eines vorinsolvenzlichen Sanierungsverfahrens** (Quelle: eigene Darstellung)

Informelle P-A-Beziehung: Eine besondere Schwierigkeit des vorinsolvenzlichen Sanierungsverfahrens liegt in der Verteilung der Zuständigkeiten. Während diese bereits in der Eigenverwaltung zu

15 Jacoby/Madaus/Sack/Schmidt/Thole: Evaluierung, Kurzbericht – Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen (ESUG), 10.10.2018, S. 12.

16 EU-Kommission, Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über präventive Restrukturierungsrahmen, die zweite Chance und Maßnahmen zur Steigerung der Effizienz von Restrukturierungs-, Insolvenz- und Entschuldungsverfahren und zur Änderung der Richtlinie 2012/30/EU COM (2016) 723 final, abrufbar unter <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:52016PC0723&from=EN>, Abruf: 27.5.2019, Erwägungsgrund 1.

17 EU-Parlament, P8_TA-PROV(2019)0321, abrufbar unter [www.europarl.europa.eu/RegData/ta/seance/pleniere/textes_adoptes/provisoire/2019/03-28/0321/P8_TA-PROV\(2019\)0321_DE.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/ta/seance/pleniere/textes_adoptes/provisoire/2019/03-28/0321/P8_TA-PROV(2019)0321_DE.pdf), Abruf: 23.5.2019.

18 Europäischer Rat, PM vom 6.6.2019, abrufbar unter <https://www.consilium.europa.eu/de/press/press-releases/2019/06/06/giving-entrepreneurs-a-second-chance-new-rules-on-business-insolvency-adopted/> (Abruf: 13.6.2019).

Problemen führt, so ist die Eigenverwaltung immerhin ein gerichtliches Sanierungsverfahren, welches von einem Sachwalter überwacht wird. Das vorinsolvenzliche Sanierungsverfahren soll eine frühe Restrukturierung ermöglichen. Sollte dieses Verfahren Einzug in die Insolvenzordnung finden, so wird es ebenso das Ziel der Gläubigerbefriedigung verfolgen (§ 1 InsO). Ob dieses so kommt, ist jedoch vor dem Hintergrund der Sanierungsorientierung fraglich und war bereits beim Einzug von Sanierungsinstrumenten des ESUG umstritten.¹⁹

Unstrittig bleibt, dass FK-Geber im Falle eines Verkaufs eventuell einen Verzicht hinnehmen müssten. Dementsprechend hätten diese einer Transaktion zustimmen, weshalb sich der M&A-Berater frühzeitig mit ihnen in Verbindung setzen wird und auch hier Abhängigkeiten bestehen. Sollte der Mediator an die Stelle des Beraters der Eigenverwaltung treten, so ist der M&A-Berater von diesem und dem Gesellschafter bei Entscheidungen und der Informationsbeschaffung abhängig.

Sollte sich herausstellen, dass das Management der Schuldnerin eine hidden Agenda verfolgt, sich gegen einen Verkauf sperrt und damit die Befriedigung der Gläubigerforderungen gefährdet, so könnte ausschließlich der Beauftragte, ähnlich dem Sachwalter, in den Prozess einschreiten. Welche Verfügungsmacht diesem innerhalb eines außergerichtlichen, vorinsolvenzlichen Sanierungsverfahrens obliegt ist derzeit ungeklärt. Letztlich werden die informellen Beziehungen im Vergleich zur Eigenverwaltung relativ stärker zugunsten der Gesellschafter wirken.

VII. Lösungsvorschläge

Agenturkosten entstehen in sämtlichen Sanierungswegen immer dann, wenn sich beteiligte Akteure nicht an die formell-vertraglichen Vereinbarungen halten. Insofern ist der einfachste Weg, Anreizkompatibilität zu erhalten, dass sich alle Teilnehmer an ihren Vertrag (im institutionenökonomischen und damit im hier diskutierten Kontext auch legalen Sinne) halten.

Eine weitere Lösungsmöglichkeit bestünde darin, die Rolle des „Mediators“ oder des „Beauftragten“ zeitlich zu begrenzen oder so zu limitieren, dass dieselbe Person nicht beide Rollen (natürlich in unterschiedlichen Verfahren) gleichzeitig ausüben darf und keine wechselseitigen Interessen entstehen.

Beispiel:

Einige Jahre darf jemand als „Beauftragter“ und nicht als „Mediator“ tätig sein, dann darf er für die folgenden Jahre die Rolle wechseln – ähnlich wie bei der Prüferrotation des Abschlussprüfers.

Alternativ wäre auch denkbar, dass es öffentlich bestellte „Beauftragte“ oder „Mediatoren“ gibt, die dann auch dauerhaft in der Rolle bleiben.

Gelingt es, die Agenturkosten zu senken, kann auch das Vergütungsmodell des M&A-Beraters bleiben, wie es ist. Sollten sich die informellen Konflikte nicht auflösen lassen, sollte überlegt werden, das Vergütungsmodell zu modifizieren. Eine weniger starke Erfolgsorientierung der Honorierung entspräche dann dem Wegfall einer eindeutigen informellen Beziehung und könnte dafür sorgen, dass sich der M&A-Berater eher an einer „konsensualen“ Lösung innerhalb seiner Auftraggebergruppen beteiligt. Hier steht die unterneh-

mens- und weniger die transaktionsberatende Leistung im Vordergrund. Dass die Deal-Wahrscheinlichkeit dadurch sinken könnte ist unerheblich, wenn es, wie bspw. teilweise in Eigenverwaltungsverfahren üblich, notwendig ist, einen Fremdvergleichspreis zu bekommen, um einen Insolvenzplan mit dem „Alt“-Gesellschafter durchführen zu können.

VIII. Zusammenfassung

1. Die P-A-Theorie lässt sich auf M&A-Prozesse übertragen. Innerhalb der Beziehung zwischen dem Prinzipal und dem M&A-Berater als Agenten können die formelle Beziehung, als Beziehung auf Vertragsbasis, und die informelle Beziehung, als Beziehung aufgrund informeller Abhängigkeiten, unterschieden werden. Sind diese deckungsgleich und damit eindeutig, liegen Anreizkompatibilität und maximale Transparenz im M&A-Prozess vor. Im healthy M&A-Prozess ist diese Deckungsgleichheit im Regelfall gegeben, ebenso überwiegend in Regelinsolvenzverfahren.
2. Innerhalb der Zwischenstadien zwischen healthy M&A-Prozess und einem Prozess in der Regelinsolvenz verschieben sich nicht nur die Einflussmöglichkeiten der Kontrakt- und Residualeinkommensbezieher, sondern es besteht auch die Gefahr, dass die Deckungsgleichheit der formellen und der informellen P-A-Beziehung abnimmt.
3. Mit der Einführung eines vorinsolvenzlichen Sanierungsverfahrens wird sich eine weitere Stufe zwischen das außergerichtliche Verfahren und die Eigenverwaltung eingliedern und die teilweise unübersichtliche P-A-Beziehung auf informeller Ebene erweitern.
4. Letztlich werden P-A-Probleme gelöst, wenn sich alle Beteiligten des Verfahrens an ihre vertraglich vorgegebene Rolle halten („Ethik im Verfahren“) und informelle Spielräume nicht ausgenutzt werden. Eine Eingrenzung der Tätigkeitsfelder der beteiligten „Office Holder“ würde institutionell dafür sorgen, dass Interessenkonflikte eingedämmt werden. Im Falle einer Verwässerung der P-A-Beziehung sollte überlegt werden, das klassische Vergütungsmodell der M&A-Beratung zu modifizieren.

Juliana Holle, LL.M., ist als Associate seit 2016 bei der internationalen Mid-Market M&A-Beratungsgesellschaft Livingstone Partners GmbH in Düsseldorf tätig und unterstützt schwerpunktmäßig das distressed M&A-Team.



Dr. André Schröer ist als Partner bei Livingstone Partners GmbH in Düsseldorf tätig. In seiner bisherigen beruflichen Tätigkeit hat er über 100 Transaktionen beratend und begleitend unterstützt, davon etwa ein Drittel „Special Situations“.



¹⁹ Vgl. *Brömmekamp*, Vorinsolvenzliches Sanierungsverfahren ante portas!?, abrufbar unter <https://www.buchalik-broemmekamp.de>, Stand: März 2016 (Abruf: 14.3.2019).