

# GoingPublic

## Magazin

Das Kapitalmarktmagazin



**SPECIAL**

# Distressed M&A 2010

**2. Jahrgang**

**Unternehmensverkauf in Krisensituationen**

powered by



**Luther**

# Sanierung made in England

*Das englische Recht bietet effektive Restrukturierung –  
Lohnt sich für deutsche Unternehmen der Blick über den Kanal?*

Von Dr. Andreas F. Bauer, Partner, und Andreas Dimmling, Associate, GSK Stockmann + Kollegen, sowie Glen Flannery, Partner, Nabarro LLP\*

*Deutsche Unternehmen sind neidisch: Im Bereich der Distress Asset Acquisition ermöglicht das englische Recht insbesondere mit dem Scheme of Arrangement (Scheme), dem Company Voluntary Agreement (CVA) und dem „Pre-Pack“-Kauf vom Insolvenzverwalter (Pre-Pack) eine rasche und unkomplizierte Sanierung. Zwar werden die englischen Methoden teilweise in Deutschland kopiert. Dabei stellt sich aber anhand vieler Praxisprobleme die Frage, ob deutsche Unternehmen nicht gleich das Original anwenden können.*



Dr. Andreas F. Bauer



Andreas Dimmling



Glen Flannery

## Scheme und CVA

Beide Instrumente sind im Kern ein Sanierungsvergleich zwischen dem schuldnerischen Unternehmen und seinen Gläubigern. Inhalt des Schemes oder des CVA können z.B. der Verkauf von Unternehmensteilen oder Debt-to-Equity-Swaps sein. Attraktiv sind sie, weil die Vereinbarung gegen den ausdrücklichen Willen einzelner Gläubiger durchgesetzt werden kann (sog. Cram-down), soweit die jeweiligen Mehrheitsquoten erreicht werden.

Ein Scheme als außerinsolvenzgerichtliches Sanierungsinstrument muss dabei von mehr als 50% der beteiligten Gläubiger und 75% der Gläubigerforderungen in verschiedenen Gläubigergruppen angenommen und von einem Gericht bestätigt werden. Ein CVA dagegen benötigt die Zustimmung von 75% der Gläubiger und einer absoluten Mehrheit der Gesellschafter. Das CVA wird ohne Beteiligung eines Gerichts von einem

Insolvenzfachmann verwaltet, der schon im Entwurfsstadium von der Geschäftsführung des Unternehmens hinzugezogen wird.

Beide Institute unterscheiden sich v.a. in folgenden Aspekten:

- ◆ Bei einem CVA können die ungesicherten Gläubiger anders als beim Scheme nicht in die Rechte der gesicherten Gläubiger eingreifen.
- ◆ Das CVA gilt anders als ein Scheme unter der EU-InsVO als Insolvenzverfahren und wird daher in den EU-Mitgliedstaaten (außer Dänemark) anerkannt.

## Pre-Pack

Pre-Packs treten innerhalb eines Insolvenzverfahrens auf. Allerdings hat sich das schuldnerische Unternehmen bereits zuvor und unter Beteiligung des späteren Insolvenzverwalters mit einem Investor über alle wesentlichen Punkte eines Distressed-Asset-Kaufs geeinigt.

\*) GSK Stockmann + Kollegen bildet in Europa seit Jahren einen Verbund mit den exklusiven Allianz-Partnern Nabarro LLP in Großbritannien, August & Debouzy in Frankreich und Nunziante Magrone in Italien.

Pre-Packs funktionieren vor allem deshalb, weil in England die gesicherten Gläubiger die Person des Insolvenzverwalters bestimmen und den Verkauf vor der Insolvenz vorbereiten können. Die Insolvenz wird somit kaum publik, und der Insolvenzverwalter kann zu Going-Concern-Preisen den Betrieb veräußern.

### Keine vergleichbaren außergerichtlichen Sanierungselemente in Deutschland

Das deutsche Unternehmens- und Insolvenzrecht kennt die nach englischem Recht vorgestellten Sanierungsinstrumente zumindest außerhalb des Insolvenzverfahrens nicht. Insbesondere ist es ohne Insolvenz unmöglich, nicht zustimmungswillige Gläubiger zu einem Sanierungsvergleich zu zwingen. Echte Pre-Packs scheitern, weil die Gläubiger keinen Einfluss auf die Auswahl des Insolvenzverwalters haben.

Andererseits können die Inhalte eines Sanierungsvergleichs außerhalb des Insolvenzverfahrens, wie sie in einem Scheme oder einem CVA typisch sind, auch nach deutschem Recht erreicht werden. In der Praxis scheitern derartige Sanierungsinstrumente aber oft an drei Kernproblemen: Erstens gibt es unter den Gläubigern häufig Akkordstörer. Zweitens lässt die maximal dreiwöchige Insolvenzantragspflicht gemäß § 15a InsO nicht genug Zeit für eine außergerichtliche Sanierung. Drittens gestalten Einzelprobleme der Sanierungsinstrumente diese schwierig. So ist z.B. bei Debt-to-Equity-Swaps gegenwärtig unklar, ob zu versteuernde Sanierungsgewinne anfallen oder Verlustvorträge verloren gehen.

In Deutschland werden den englischen ähnliche Sanierungsinstrumente daher meist nur innerhalb eines Insolvenzverfahrens angewandt.

### Übertragende Sanierung

Beliebtes Sanierungsinstrument in Deutschland während eines Insolvenzverfahrens ist die übertragende Sanierung. Dabei werden einzelne Vermögenswerte des Unternehmens als Paket an einen Erwerber verkauft.

Im Insolvenzverfahren sind die Risiken, die außergerichtlich mit der übertragenden Sanierung verbunden sind, erheblich abgemildert. Allerdings muss im Regelinsolvenzverfahren erst die Zustimmung des Gläubigerausschusses bzw. der Gläubigerversammlung eingeholt werden, bevor der Insolvenzverwalter grünes Licht für eine übertragende Sanierung geben kann. Dies ist zum Teil mit erheblichem Zeitverlust, höheren Kosten und geringerem Kaufpreis im Vergleich zu einem Verkauf außerhalb der Insolvenz verbunden.

### Insolvenzplanverfahren

Eine übertragende Sanierung oder andere Sanierungsmaßnahmen sind vor allem im Rahmen eines Insolvenzplanverfahrens denkbar. So kann das fertige Sanierungskonzept ähnlich einem englischen Pre-Pack schon bei Insolvenzantrag dem Gericht vorgelegt werden. Ein Cram-down wie bei englischen CVAs und Schemes ist ebenfalls vorgesehen, so dass dissentierende Gläubiger teilweise überstimmt werden können. Problematisch am Insolvenzplanverfahren ist, dass es in der Regel mit erheblichen Kosten verbunden ist und nicht kurzfristig durchgeführt werden kann. Dies führt im Vergleich zum englischen Pre-Pack oft zu einer erheblichen Zeitverzögerung.



### Englisches Recht für deutsche Gesellschaften?

Angesichts der mangelhaften Effektivität der deutschen Sanierungsinstrumente im Vergleich zu den englischen fragen sich immer mehr deutsche Unternehmen, ob sie die Sanierung nach englischem Recht durchführen können. Eine Rechtswahlklausel in deutschen Sanierungsverträgen reicht aber nicht aus, um die nationalen Insolvenz- und Steuervorschriften auszuhebeln.

Eine Alternative ist jedoch, den Tätigkeitsmittelpunkt der Gesellschaft (sog. COMI – Centre of Main Interest) vor der Sanierung nach England zu verlegen, so wie dies in der Vergangenheit z.B. die Schefenacker AG getan hat. Ein solcher Schritt muss aber im Hinblick auf § 15a InsO, eine meist erforderliche Änderung in der Gesellschafterstruktur, handelsregisterrechtliche Anpassungen und steuerliche Auswirkungen gut vorbereitet werden. Eine intensive rechtliche und wirtschaftliche Beratung ist dafür unerlässlich.

#### Fazit

Das englische Recht bietet mit dem Scheme, dem CVA und den Pre-packs drei effektive Sanierungsinstrumente an, zu denen es in Deutschland außerhalb des Insolvenzverfahrens keinen adäquaten Vergleich gibt. Den englischen Verfahren ähnliche Mechanismen gibt es in Deutschland am ehesten im Insolvenzplanverfahren und bei der übertragenden Sanierung im Insolvenzverfahren. Deutsche Unternehmen können nur in begrenztem Umfang von den englischen Regelungen profitieren. Dies ist nur dann möglich, wenn noch ausreichend Zeit und Ressourcen vorhanden sind, einen Wechsel des COMI nach England zu prüfen.