

Unternehmensbewertung beim Erwerb aus der Insolvenz

Das Ziel jedes Insolvenzverfahrens ist eine gemeinschaftliche Gläubigerbefriedigung (§ 1 InsO). Soll in einem Insolvenzplan eine abweichende Regelung zur Verwertung und Verteilung der Insolvenzmasse getroffen werden, dürfen die Gläubiger nicht ohne ihr Einverständnis schlechter gestellt werden, als sie ohne Plan im Regelinsolvenzverfahren stünden (§ 245 Abs. 1 Nr. 1 InsO). Den Nachweis dafür erbringt der Insolvenzplan in der Vergleichsrechnung.

Entscheidend für eine belastbare Vergleichsrechnung ist dabei, welcher Wert für die Aktiva, insbesondere den etwaigen Firmenwert/Goodwill, angesetzt wird. Ob für die Gewinnung der Wertansätze in der Vergleichsrechnung stets ein Investorenprozess durchgeführt werden muss, ist nach wie vor ungeklärt. Unstreitig droht mit jedem M&A-Prozess die Gefahr, dass Kunden und Lieferanten die Sanierungsstory anzweifeln oder Konkurrenten ein Angebot abgeben können, um ihren Wettbewerber im Markt zu eliminieren. Hinzu kommt, dass ein M&A-Prozess nicht zwangsläufig in einem Verkauf münden muss – gegebenenfalls sinken bei negativem Ausgang durch die entstandenen Kosten für den M&A-Prozess sogar die Werte in der Vergleichsrechnung. Vor diesem Hintergrund überzeugt es, einen durch eine Unternehmensbewertung gefundenen Wert als Ersatz für einen M&A-Prozess anzusehen. Grundsätzlich finden bei der Unternehmensbewertung in der Insolvenz die klassischen Unternehmensbewertungsverfahren Anwendung.

Substanzwertverfahren

Ausgangspunkt ist der Substanzwert unter Annahme der Liquidation oder der Fortführung. Bei der Substanzbewertung bei Fortführung spricht man von dem Reproduktionswert. Bei dieser Methode wird fiktiv das zu bewertende Unternehmen nachgebaut. Die zum Nachbau aufzuwendenden Kosten sind als Wert der einzelnen Vermögensgegenstände anzusetzen. Es handelt sich also um Wiederbeschaffungswerte bzw. den Zeitwert. Demgegenüber wird der Liquidationswert unter der Annahme der Liquidation (Zerschlagung) des Unternehmens ermittelt. Von dem jeweiligen Wert werden dann zur Ermittlung der Insolvenzquote die Passiva und die Liquidationskosten abgezogen. Insofern ist der Liquidationswert auch ein Ertragswert, da er den Ertrag aus der Zerschlagung bemisst. Da die zukünftigen Erträge oder Erfolgspotenziale des Unternehmens unberücksichtigt bleiben, ist eine Unternehmensbewertung über Substanzwertverfahren aber wenig aussagekräftig.

Ertragswertverfahren

In der Praxis kommen typischerweise das Ertragswertverfahren oder das Discounted Cash-Verfahren (DCF-Methode) zur Anwendung. Während sich beim Ertragswertverfahren

der Unternehmenswert durch die Diskontierung der den Anteilseignern zukünftig zufließenden finanziellen Überschüsse ergibt, werden beim DCF-Verfahren die zukünftig zu erwartenden Cashflows, die mit den Unternehmensaktiva erzielt werden, mit einem angemessenen Diskontierungszinssatz abgezinst. Der auf diese Weise ermittelte Unternehmenswert wird als Zukunftserfolgswert oder Fortführungswert bezeichnet und ist für die Bewertung allgemein anerkannt. Problematisch an der DCF-Methode sind einerseits die Schätzung der zukünftigen Cashflows und andererseits die Ermittlung des Diskontierungszinssatzes. Letzterer wird meist aus Vorsichtsgründen zu hoch angesetzt und kann so das Bewertungsergebnis verzerren.

Multiplikatorenverfahren

Seltener wird bislang das Multiplikatorenverfahren angewandt. Beim Multiplikatorenverfahren wird eine Kennzahl (z. B. Umsatz, EBIT oder EBITDA) mit einem Multiplikator vervielfacht, um damit entweder – je nach Multiplikator – zum Entity Value (Wert des Gesamtkapitals abzüglich eines eventuell bestehenden Aktivkapitals) oder zum Equity Value (Wert des Eigenkapitals) zu gelangen. Grundsätzlich problematisch an diesen Verfahren (und auch an den vorgenannten Verfahren) ist die reduzierte Vergleichbarkeit eines insolventen Unternehmens mit den nicht insolventen Vergleichsunternehmen. Darüber hinaus spielt die Transaktionsstruktur eine erhebliche Rolle. So wird im Rahmen eines Asset Deals in der Insolvenz, im Gegensatz zum Share Deal, kein vollständiges Bilanzgerüst vom Käufer übernommen, wenn nur Teile der Aktiva erworben werden (die Passiva ergeben sich aus der Insolvenztabelle).

Dies macht die Anwendung der Multiplikatorenverfahren problematisch, die einen Unternehmenswert für ein ganzes Unternehmen hervorbringen soll. Zudem sind historische Finanzkennzahlen während der Insolvenz als Basis für Multiplikatorenverfahren nicht nutzbar, denn die Crux der Bewertung in der Insolvenz liegt eben darin, dass die Fortführungswerte aus dem vorinsolvenzlichen Zeitraum stammen und die Fortführung in der Insolvenz auf völlig neuen Berechnungsgrundlagen beruht und zwar sowohl bei der Eigensanierung mittels Insolvenzplan als auch bei der übertragenden Sa-

nierung. Schließlich ist die Risikostruktur eines Turnarounds nach der Insolvenz nur sehr eingeschränkt mit langjährig „gesunden“ Unternehmen vergleichbar. Insgesamt sind also Unternehmen, die aus der Insolvenz z. B. durch einen Asset Deal erworben werden, in ihrer Struktur nur stark eingeschränkt mit Unternehmen vergleichbar, die durch einen Share Deal erworben werden. Soweit aber eine Unternehmensplanrechnung vorliegt, ist es zumindest denkbar, dass die so gewonnenen Werte als vorläufige Werte im Rahmen der Unternehmensbewertung angesetzt werden.

Dreiphasenmodell

Alternativ bietet sich das Dreiphasenmodell bestehend aus der Detailplanungs-, der Erholungs- und der Fortschreibungsphase (Terminal Value) an. Für die Detailplanungsphase ist eine umfassende Unternehmensplanung zu erstellen, die im Idealfall eine integrierte Planung sein sollte. Planungshorizont ist in Abhängigkeit vom Geschäftsmodell des Unternehmens ein Zeitraum von drei bis fünf Jahren nach begonnener Sanierung. Zur Überleitung von der Detailplanungsphase auf den Terminal Value dient die Erholungsphase, die erfahrungsgemäß ca. ein bis zwei Jahre nach Beendigung des Insolvenzverfahrens eintritt. Die Erholungsphase beinhaltet ein Wachstum des Cashflows und die Reduktion der vorhandenen Unsicherheiten über den Kapitalbedarf – etwa durch geometrische Fortschreibung. Gesuchte Zielgröße ist dabei die nachhaltige branchenübliche Renditeerwartung als Nachweis der künftigen Wettbewerbsfähigkeit. Im Anschluss an die Erholungsphase folgt die Fortschreibungsphase, bei der sich das Unternehmen in einem „eingeschwungenen“ Zustand befinden und eine branchenübliche Rendite erreichen soll.

Allerdings ist anzumerken, dass man bei der Bewertung in der Insolvenz allenfalls über Planrechnungen verfügt. Folgt man dem Capital-Asset-Pricing-Modell, das die Entscheidungsfindung von Investoren beleuchtet, wird deutlich, dass die Renditeerwartung von Eigenkapitalgebern in Sondersituationen im Verhältnis zum – in dieser Situation gesteigerten – Risiko entsprechend hoch sein muss. Tatsächlich bieten insolvente Unternehmen jedoch i.d.R. kein adäquates Renditepotenzial, da die vorherrschenden Risiken (z. B. aufgrund von Abschmelzverlusten beim Umsatz, Mitarbeiterfluktuationen, Änderungen des Geschäftsmodells aufgrund zukünftiger Erwartungshaltungen) nicht hinreichend kalkulierbar sind. Dies führt in der Praxis dazu, dass Investoren selten aus der Insolvenz kaufen, sondern eher in den darauffolgenden Jahren, also in der Erholungsphase oder einen hohen Abschlag auf den Unternehmenswert erheben. Ähnliches muss für die Ermittlung des Unternehmenswerts mittels eines Phasenmodells gelten. Eine Ausnahme gilt allenfalls

dann, wenn ein potenzieller Investor ein Kaufangebot macht, denn dann liegt für diesen Investor ein adäquates Risiko-/ Renditeprofil (z. B. infolge der Durchführung eines Insolvenzplans) vor. Vorher gibt es keine „gesicherte“ Renditeerwartung, die aber Grundlage des Phasenmodells ist.

Zeitpunkt der Bewertung

Des Weiteren ist der Zeitpunkt der Bewertung von Bedeutung. Dieser Zeitpunkt wird teilweise im Gesetz vorgegeben, nicht aber im Insolvenzplanverfahren. Nach allgemeinen Bewertungsgrundsätzen muss der Stichtag adäquat zum Anlass und Zweck der Bewertung gewählt werden. In der Literatur werden als Bewertungsstichtag das Datum der Insolvenzantragstellung, der Eröffnung des Insolvenzverfahrens oder der Erörterungs- und Abstimmungstermin genannt. Für das Datum der Eröffnung spricht, dass dies die zeitnächste belastbare Bewertungsgrundlage des Vermögens des Schuldners ist, da auch der Bericht zur Gläubigerversammlung auf diesen Stichtag abstellt. Grundsätzlich ist aber der Tag der Entscheidung über den Plan relevant, d. h., wenn bereits ein längerer Zeitraum seit der Eröffnung des Verfahrens vergangen ist, muss auf aktualisierte Liquidations-/Fortführungswerte zurückgegriffen werden.

Soweit nach dem „Stand-Alone-Ansatz“ teilweise vertreten wird, dass bei der Bewertung schon in den Anfängen umgesetzte leistungs- und finanzwirtschaftliche Sanierungsmaßnahmen ausblenden seien, widerspricht dies allgemeinen betriebswirtschaftlichen Grundsätzen. Danach gilt, dass die Bewertung vom Ertragswert auszugehen hat, wenn das Unternehmen fortgeführt wird und nach dem Stichtagsprinzip auch ein vorliegendes Sanierungskonzept berücksichtigt werden muss, sofern dieses bereits in den Anfängen umgesetzt ist und die mittelfristige Unternehmensplanung die positive Entwicklung belegt (Wurzeltheorie). Eine Unternehmensbewertung, die ein plausibles Sanierungskonzept ausblendet, wäre daher fehlerhaft.

Katrin Schröder

Rechtsanwältin, LL.M. corp.
Buchalik Brömmekamp
Rechtsanwaltsgesellschaft

Schwerpunkte: Insolvenzrecht,
Restrukturierung/Sanierung,
Gesellschaftsrecht/ M&A

Tel. 0211-82 89 77 237

katrin.schroeder@buchalik-broemmekamp.de

