



# Welcher Weg passt?

**Unternehmensbewertung** | Im Rahmen einer Insolvenz können verschiedene Methoden zur Anwendung kommen, um den Fortführungswert des Betriebs zu ermitteln.

**Autorin: Katrin Schröder**

Das Insolvenzverfahren dient dazu, die Gläubiger bestmöglich zu befriedigen. Daran soll auch das Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen (ESUG) nichts ändern. Das ESUG ermöglicht es darüber hinaus, die Anteils- und Mitgliedschaftsrechte der am Schuldner beteiligten Personen in den Insolvenzplan mit einzubeziehen,

§ 217 S. 2 Insolvenzordnung (InsO), und zur Not auch gegen deren Willen gegen Abfindung (§ 225a Abs. 5 InsO) durchzusetzen. Nachfolgend dargestellt sind die Bewertungsmethoden in der Insolvenz sowie Hinweise zur Geltendmachung und Durchsetzung von Abfindungsansprüchen.

## Bedeutung der Transaktionsstruktur

Zwei Besonderheiten sind beim Unternehmenserwerb aus der Insolvenz für die Bewertung von Bedeutung. Die erste Besonderheit ist die Transaktionsstruktur, also die Entscheidung zwischen Asset Deal (übertragende Sanierung) und Share Deal (Anteilsverkauf). Typischerweise erfolgt der Erwerb aus der Insolvenz als Asset Deal, bei dem nur die Aktiva, wie etwa Immobilien, Maschinen oder Vorräte, erworben werden. Die Verbindlichkeiten verbleiben beim Insolvenzverwalter, vorausgesetzt, der Verkauf findet nach Eröffnung des Verfahrens statt. Die zweite Besonderheit betrifft die typische Ertragsentwicklung in Insolvenzfällen. Üblicherweise ist sie durch eine Verlustsituation gekennzeichnet. Das Eigenkapital ist bei Antragstellung meist verbraucht. Nach erfolgter Sanierung und Restrukturierung ist in der Regel ein Gewinnsprung zu verzeichnen, der primär aus den Sanierungs- und Restrukturierungsmaßnahmen während der Insolvenz wie zum Beispiel einer Teilbetriebsstilllegung, der Beendigung unvorteilhafter Verträge sowie der Freisetzung von Personal resultiert. Im Rahmen eines Insolvenzplans spielt die Unternehmensbewertung beim Vergleich der Verwertungsszenarien (Vergleichsrechnung) eine entscheidende Rolle. In der Literatur wird in diesem Zusammenhang die These vertreten, dass nach Eröffnung des Insolvenzverfahrens die Anteile am Unternehmen zwangsläufig wertlos seien. Zur Begründung wird auf eine Passage der RegE (BT-Drs. 17/5712, Satz 32) verwiesen, wonach im Insolvenzverfahren „regelmäßig von einer Wertlosigkeit der Anteile auszugehen“ sei. Das steht jedoch im klaren Widerspruch zur Ausgleichspflicht gemäß § 225a Abs. 5 InsO. Im Übrigen lässt die Formulierung „regelmäßig“ auch Ausnahmen zu. Hiervon zu unterscheiden ist die Frage, wie der Unternehmenswert zu ermitteln ist. § 225a Abs. 5 InsO sieht zwar eine Berechnung der Abfindung vor, wie sie sich „aus der Abwicklung des Schuldners“ ergibt. Das bedeutet aber nicht, dass nur der Liquidationswert anzusetzen ist. Jedenfalls bei Insolvenzanträgen wegen bloß drohender Zahlungsunfähigkeit (§ 18 Abs. 2 Insolvenzordnung – InsO) muss wegen der Eigentumsgarantie (Art. 14 Abs. 1 GG) hinterfragt werden, ob die zwangsweise Entziehung von Anteils- und Mitgliedschaftsrechten zum Liquidationswert verfassungsgemäß und durch den Minderheitenschutz (§ 251 InsO) und das Obstruktionsverbot (§ 245 InsO) hinreichend abgesichert wäre. Danach müssen die Anteilseigner im Planszenario mindestens so gestellt werden, wie sie im Regelinsolvenzverfahren stünden, das heißt, der Plan muss eine Abfindung mindestens in Höhe des Liquidationswerts vorsehen. Ist zudem der Verkauf möglich und auch wahrscheinlich, stellt sich die Frage, ob den Anteilseignern über den Liquidationswert hinaus auch ein Teil dieses insolvenzplanspezifischen Mehrwerts zusteht. Fraglich ist, wie ein Fortführungswert in der Insolvenz zu ermit-

telt ist. Die Praxis wendet substanz- (Substanzwert- oder Liquidationsverfahren) und ertragswertorientierte Verfahren (Discounted-Cash-Flow-Verfahren) sowie (eingeschränkt) Transaktions- und Multiplikatorenverfahren an.

## Substanzwert- oder Liquidationsverfahren

Die substanzorientierten Verfahren bewerten ausschließlich den Wert der Vermögensgegenstände (Aktiva), ohne die damit erzielbaren Erträge aus der Sanierung und Restrukturierung zu berücksichtigen. Der Liquidationswert entspricht dabei dem Betrag, der durch die Zerschlagung des Unternehmens sowie dem anschließenden Einzelverkauf erzielt werden kann. Davon zu unterscheiden ist der Wiederherstellungswert. Er bildet die Kosten und Investitionen ab, die bei einer fiktiven Duplikation des Unternehmens anfallen würden. Substanzorientierte Verfahren spielen im Vorfeld und in der Insolvenz eine besondere Rolle. So muss der Schuldner bei einer GmbH in der Krise überprüfen, ob eine insolvenzrechtliche Überschuldung (§ 19 Abs. 2 InsO) besteht (§ 15a Abs. 1 InsO). Darüber hinaus muss der Insolvenzverwalter oder eigenverwaltende Schuldner zum Berichtstermin ein Masseverzeichnis erstellen. Hängt der Wert der Masse davon ab, ob das Unternehmen fortgeführt oder stillgelegt wird, sind sowohl der Liquidations- als auch der Fortführungswert zu ermitteln (§ 151 Abs. 2 InsO). Allerdings enthält die InsO keine Regelungen, wie der Fortführungswert zu ermitteln ist. Insbesondere ist nicht geregelt, ob eine Einzel- oder Gesamtbewertung erfolgen soll und wie der etwaige Firmenwert auf die Einzelvermögensgegenstände zu verteilen ist. Generell gilt aber, dass nur der tatsächliche Wert anzusetzen ist. Damit ist der am Markt voraussichtlich zu realisierende Wert gemeint. Gesuchte Größe ist daher der Zukunftswert.

## DCF-Verfahren

Der Zukunftswert kann anhand des DCF-Verfahrens ermittelt werden. Dabei werden die zukünftig zu erwartenden Cashflows, die mit den Unternehmensaktiva erzielt werden, mit einem angemessenen Diskontierungszinssatz abgezinst. Problematisch an der DCF-Methode sind einerseits die Schätzung des zukünftigen Cashflows und andererseits die Ermittlung des Diskontierungszinssatzes. Letzterer wird aus Vorsichtsgründen meist zu hoch angesetzt und kann dadurch das Bewertungsergebnis verzerren. Zudem wird darauf hingewiesen, dass mit diesem Verfahren nur die dem Unternehmen für die Eigenkapitalgeber entzugsfähigen Erträge diskontiert werden. In der Insolvenz werden aber regelmäßig Eigenkapitalgeber wegen der Befriedungsreihenfolge der InsO mit ihren Stammkapitalrückzahlungsansprüchen nicht mehr bedient. Die Anteilsrechte haben nach diesem Verfahren folglich nur dann einen Wert, wenn die

Insolvenzmasse zur vollständigen Befriedigung der Insolvenzgläubiger im Sinne von §§ 38, 39 InsO ausreicht (vgl. Wortlaut von § 245 Abs. 2 Nr. 2 InsO: „weder ein Gläubiger, der ohne einen Plan mit Nachrang gegenüber den Gläubigern der Gruppe zu befriedigen wäre, noch der Schuldner oder eine an ihm beteiligte Person einen wirtschaftlichen Wert erhält“). Entscheidend für die Ermittlung des Unternehmenswerts in der Insolvenz muss daher richtigerweise immer auch das verfolgte Unternehmenskonzept sein.

### Transaktions- und Kapitalmultiplikatoren

Ferner können auch Transaktions- und Kapitalmultiplikatoren Anwendung finden. Bei einem Multiplikatorenverfahren wird eine Kennzahl, etwa Umsatz und EBIT (Earnings Before Interest and Taxes), mit einem Multiplikator vervielfacht, um damit entweder – je nach Multiplikator – zum Entity Value (Wert des Gesamtkapitals abzüglich eines eventuell bestehenden Aktivkapitals) oder Equity Value (Wert des Eigenkapitals) zu gelangen. Grundsätzlich problematisch an diesen Verfahren ist jedoch die reduzierte Vergleichbarkeit eines insolventen Unternehmens mit nicht insolventen Vergleichsunternehmen. So wird bei einem Asset Deal im Gegensatz zum Share Deal kein vollständiges Bilanzgerüst vom Käufer übernommen, sondern vielmehr nur Teile der Aktiva (die Passiva ergeben sich aus der Insolvenztabelle). Das macht die Anwendung der Multiplikatorenverfahren, die einen Unternehmenswert für ein ganzes Unternehmen hervorbringen sollen, problematisch. Ferner sind historische Finanzkennzahlen während der Insolvenz als Basis für Multiplikatorenverfahren nicht nutzbar. Im Übrigen ist die Risikostruktur eines Turnarounds nach der Insolvenz nur sehr eingeschränkt mit börsennotierten Unternehmen vergleichbar. Daher sind Unternehmen, die aus der Insolvenz durch Asset Deal erworben werden, in ihrer Struktur insgesamt nur stark eingeschränkt mit Unternehmen vergleichbar, die durch einen Share Deal über die Börse erworben werden. Soweit aber eine Unternehmensplanrechnung (also Planbilanz und eine aus der Ertragsplanung abgeleitete Finanzplanung) vorliegt, ist es zumindest denkbar, dass die so gewonnenen Werte als vorläufige Werte angesetzt werden. Diskutabel ist dann nur noch die Höhe des Multiplikators.

### Durchsetzung möglicher Abfindungsansprüche

Die Durchsetzung möglicher Abfindungsansprüche zum Fortführungswert erfolgt anhand eines Minderheitenschutzantrags (§ 251 InsO) sowie der sofortigen Beschwerde gegen den Planbestätigungsbeschluss (§ 253 Abs. 1 InsO). Sieht der Insolvenzplan eine Abfindungsregelung (§ 251 Abs. 3 Satz 1 InsO) vor, findet die Entscheidung über den Abfindungsanspruch außerhalb des Planverfahrens statt, um die Umsetzung des Insolvenzplans nicht zu verzögern.

Weist das Gericht die sofortige Beschwerde wegen Vorrangs des Planvollzugsinteresses zurück, ist dem Beschwerdeführer aus der Masse der Schaden zu ersetzen, der ihm durch den Planvollzug entsteht. Dieser Schadenersatzanspruch wird mittels Leistungsklage beim Landgericht geltend gemacht (§ 253 Abs. 4 Satz 4 InsO).

### Ausblick

Daher ist festzuhalten, dass auch Anteilseigner im Planverfahren einen Anspruch auf einen Teil des Fortführungswerts haben. Sofern im Schrifttum, das überwiegend aus dem Zeitraum vor Inkrafttreten des Gesetzes zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen (ESUG) im März 2012 stammt, das Gegenteil vertreten wird, dürfte die zugrunde liegende These, dass eine Insolvenz immer zur Zerschlagung (Unternehmensliquidation) führt, überholt sein. Das hat auch der ESUG-Gesetzgeber für die Sanierung und Restrukturierung im Insolvenzplanverfahren anerkannt. Außerhalb des Planverfahrens, also bei Durchführung eines Asset Deals oder Share Deals, ist darauf aufmerksam zu machen, dass der Liquidationswert beim Unternehmenserwerb in der Insolvenz grundsätzlich nur die Untergrenze der Bewertungsbandbreiten darstellt. Ein Insolvenzverwalter wird nie unterhalb des Liquidationswerts veräußern können, weil der Liquidationswert den Gläubigern des insolventen Unternehmens als Worst-Case-Szenario in jedem Fall zur Verfügung steht. Bewertungstechnisch liefert der Liquidationswert zudem auch für den potenziellen Erwerber nicht den gesuchten Unternehmenswert ab, da dieser nicht liquidieren, sondern fortführen will. Das obere Ende der Bewertungsbandbreiten stellt häufig der Ertragswert dar, der die zukünftige, meist positive Ertragslage abbildet. Der Ertragswert ist dabei umso höher, je fortgeschrittener die Umsetzung des Sanierungs- und Restrukturierungskonzepts zum Zeitpunkt der Bewertung ist. ●

#### KATRIN SCHRÖDER

Rechtsanwältin bei Buchalik Brömmekamp Rechtsanwaltsgesellschaft mbH, Düsseldorf, sowie ESUG-Beraterin (Deutsches Institut für angewandtes Insolvenzrecht e. V. – DIAI); Schwerpunkte ihrer Tätigkeit sind unter anderem die Restrukturierung/Sanierung im Rahmen einer Insolvenz