

Betriebs Berater

32 | 2019

Geoblocking ... GrSt ... Unternehmensbewertung ... Tarifbindung ... Recht ... Wirtschaft ...

5.8.2019 | 74. Jg.
Seiten 1793–1856

DIE ERSTE SEITE

Dr. Hans-Joachim Fritz, RA/FAHaGesR/FAArbR

Neue Wege gehen – oder: Agiles Arbeiten in der Matrix

WIRTSCHAFTSRECHT

Katharina Spenner, LL.M., RAin, und **Dr. Ingmar A. Oltmanns**, RA

Regulierung des Geoblockings in der EU: Auswirkungen für Unternehmen | 1795

Rainer Schaaf, LL.M., RA, und **Dr. Konstantin Filbinger**, RA

Rechtsprobleme im Zusammenhang mit der Begründung des Gruppengerichtsstands nach § 3a InsO | 1801

STEUERRECHT

Dr. Sabine Schulte-Beckhausen, RAin, **Dr. Karen Möhlenkamp**, RAin, und **Stefanie Baron**, RAin

Ladesäulen für E-Fahrzeuge auf dem Betriebsgelände: energierechtliche und steuerrechtliche Pflichten | 1815

Dr. Sybille Wünsche, MBR, StB

Grundsteuerreform: Es währt schon lange, wird es auch gut? | 1821

BILANZRECHT UND BETRIEBSWIRTSCHAFT

Christian Schenk, WP/StB, und **Alexander Thees**, WP/StB

Vom Sanierungskonzept zum Unternehmenswert – Überleitung unter Nutzung von Synergiepotenzialen | 1835

ARBEITSRECHT

Prof. Dr. Dr. h.c. Manfred Löwisch und **Laura Wegmann**

Betriebsänderung: Entdynamisierung arbeitsvertraglicher Tarifbindung mit arbeitsvertraglichen Mitteln | 1844

Christian Schenk, WP/StB, und Alexander Thees, WP/StB

Vom Sanierungskonzept zum Unternehmenswert – Überleitung unter Nutzung von Synergiepotenzialen

In existenzgefährdenden Unternehmenskrisen werden Sanierungskonzepte erstellt, um eine Entscheidung über die weitere Finanzierung treffen zu können oder Haftungsrisiken der Organe zu vermindern. Oftmals wird in solchen kritischen Situationen auch über den Verkauf oder die Einlage des Unternehmens nachgedacht – und hierfür wird ein Unternehmenswert benötigt. Die Anforderungen an Sanierungskonzepte wie auch die Bewertung von Unternehmen sind isoliert voneinander detailliert in den Standards des Instituts der Wirtschaftsprüfer (IDW S 6 und IDW S 1) dargestellt, werden in der Praxis zumeist getrennt voneinander extern beauftragt und sind zeitintensiv. Auch wenn beide Standards und Prozesse konzeptionelle Unterschiede aufweisen, bestehen doch einige Gemeinsamkeiten und Schnittmengen. Der nachfolgende Aufsatz richtet sich sowohl an Adressaten aus dem Bereich der Unternehmensbewertung als auch aus dem Bereich Sanierung/Restrukturierung sowie an Investoren im Bereich von Distressed M&A und zeigt, wie Sanierungskonzepte zeitnah in einen objektivierten Unternehmenswert überführt werden können.

I. Ausgangslage, Aktualität und Verlautbarungen

Derzeit ist eine massive Zunahme von Restrukturierungsfällen zu beobachten.¹ Im Zuge dessen ist davon auszugehen, dass zukünftig vermehrt Sanierungskonzepte zur Überwindung der Krise angefragt werden. Der BGH hat in verschiedenen Urteilen wesentliche Aspekte von Sanierungskonzepten beleuchtet und Anforderungen definiert, die im neu gefassten IDW S 6 „Anforderungen an Sanierungskonzepte“ berücksichtigt und konkretisiert werden.² Häufig gestellte Fragen zur Anwendung des IDW 6 sind im F&A zu IDW 6 beantwortet.³

In Restrukturierungsfällen wird parallel oder ergänzend auch oftmals über den Verkauf (ggf. von Teilen) des notleidenden Unternehmens nachgedacht (distressed M&A-Transaktion). Auch können Umstrukturierungen notwendig sein, wie z. B. eine gesellschaftsrechtliche Einlage des Unternehmens o.Ä. Hierzu bedarf es eines subjektiven Entscheidungswerts bzw. eines entsprechenden Unternehmenswerts.⁴ In all' diesen Fällen kann als Basis auf einem objektivierten Unternehmenswert gem. IDW S 1 aufgesetzt werden. Erst in einem zweiten Schritt können dann individuelle, subjektive Konzepte und Vorstellungen Berücksichtigung finden.⁵ Dieser Aufsatz beschränkt sich auf die Ausführungen zum objektivierten Unternehmenswert (unter Berücksichtigung einer mittelbaren Typisierung⁶).

Bei dem IDW S 1 handelt es sich um einen Standard, der vor dem Hintergrund der in Theorie, Praxis und Rechtsprechung entwickelten Standpunkte die Grundsätze darstellt, nach denen Unternehmen bewertet werden. Weitere wesentliche Hinweise existieren hinsichtlich

der Bewertung kleiner und mittelgroßer Unternehmen (IDW-Praxis-hinweis 1/2014)⁷ sowie hinsichtlich der Berücksichtigung des Verschuldungsgrads (IDW-Praxis-hinweis 2/2018)⁸.

Auch wenn die berufsständischen Verlautbarungen zunächst getrennt voneinander zu sehen sind und konzeptionelle Unterschiede aufweisen, offenbaren der Prozess der Erstellung eines Sanierungskonzepts und der Prozess der Unternehmensbewertung erhebliche Gemeinsamkeiten. Offenkundig wird dies bereits im IDW-Praxis-hinweis 2/2017 zur Beurteilung von Unternehmensplanungen, der sowohl bei Bewertungen als auch bei Restrukturierungen Anwendung findet.⁹ Wie im Folgenden dargestellt, kann die Unternehmensbewertung auch noch weitaus mehr auf für das Sanierungskonzept vorgenommenen Analysen und Planungen aufsetzen. Für Bewertungen notwendige Zusatzarbeiten bzw. Anpassungen können zudem zeitlich effizient vorgenommen werden, wenn ein Verständnis darüber erlangt wird, wo wesentliche konzeptionelle Unterschiede auftreten und wie mit diesen umzugehen ist.

II. Darstellung der Grundzüge und Ziele von Sanierungskonzepten und von Unternehmensbewertungen

Ein Sanierungskonzept stellt einen schriftlich formulierten Handlungsrahmen dar, mit dem nach der Überzeugung seines Verfassers bei sachgerechter Anwendung eine Unternehmenskrise dauerhaft überwunden und die Leistungs- und Ertragsstärke sowie die nachhaltige Überlebensfähigkeit eines Krisenunternehmens sichergestellt werden können. Krisenbewältigungsmodelle gliedern den Prozess der Krisenüberwindung in zwei Stufen: In einer ersten Stufe muss die Überlebensfähigkeit des Unternehmens unmittelbar gesichert werden, um in der sich daran anschließenden zweiten Stufe das Ziel einer dauerhaften Wiederherstellung der Wettbewerbsfähigkeit zu erlangen.¹⁰ Ein Sanierungskonzept muss Fragen zur Erfolgswahrscheinlichkeit der Sanierung, d. h. zur Wiederherstellung der Wettbewerbsfähigkeit, beantworten und zudem den Anforderungen aus Rechtsprechung und regulatorischen Anforderungen genügen. Um diesem ge-

1 Abrufbar unter <https://www.finance-magazin.de/banking-berater/banking/massiver-anstieg-von-restrukturierungen-2035991/> (Abruf: 22.5.2019).

2 IDW S 6, IDW Life 8/2018, 813 ff.

3 F&A zu IDW S 6, IDW Life 8/2018, 826 ff.

4 Zur Unterscheidung zu den Begrifflichkeiten *Thees/Sulek*, BB 2018, 1963.

5 IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A, Rn. 38.

6 IDW S 1 i. d. F. 2008, FN-IDW 2008, 271 ff., Rn. 30.

7 IDW PH 1/2014, FN-IDW 4/2014, 282 ff.

8 IDW PH 2/2018, IDW Life 10/2018, 966 ff.; dazu *Peemöller*, BB 2018, 2795 ff.

9 IDW PH 2/2017, IDW Life 3/2017, 343 ff.

10 IDW, WPH Edition, Sanierung und Insolvenz, 2017, Kap. B, Rn. 1.

recht zu werden, müssen Sanierungskonzepte alle für die Sanierung eines Unternehmens erforderlichen Sachverhalte und Maßnahmen abdecken.

Die Bearbeitung sämtlicher Kernbestandteile eines Sanierungskonzepts ist zwingend, um den Anforderungen der Rechtsprechung zu genügen und zu einer fundierten Aussage zur Sanierungsfähigkeit zu gelangen. Kernbestandteile sind demnach immer:

- die Beschreibung von Auftragsgegenstand und -umfang,
- Darstellung von Basisinformationen über die wirtschaftliche und rechtliche Ausgangslage des Unternehmens in seinem Umfeld, einschließlich der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage,
- eine Analyse von Krisenstadium und -ursachen sowie eine Analyse, ob eine Insolvenzgefährdung vorliegt,
- Darstellung des Leitbilds mit dem Geschäftsmodell des sanierten Unternehmens,
- die Darstellung der Maßnahmen zur Abwendung einer Insolvenzgefahr und Bewältigung der Unternehmenskrise sowie zur Herstellung des Leitbilds des sanierten Unternehmens,
- ein integrierter Unternehmensplan,
- die zusammenfassende Einschätzung der Sanierungsfähigkeit.¹¹

Das Ziel der Unternehmenswertung besteht hingegen darin, zu einem bestimmten Stichtag den Wert eines Unternehmens als Bewertungsobjekt zu ermitteln. Der objektivierte Unternehmenswert stellt einen nachprüfbaren Zukunftserfolgswert aus Sicht der Anteilseigner dar. Dieser ergibt sich im Regelfall bei der Fortführung des Unternehmens auf Basis des bestehenden Unternehmenskonzepts. Einbezogen werden alle realistischen Zukunftserwartungen im Rahmen der Marktchancen, -risiken und finanziellen Möglichkeiten des Unternehmens. Konzeptionell ergibt sich der Wert eines Unternehmens durch den Barwert der mit dem Eigentum an dem Unternehmen verbundenen zukünftigen Nettozuflüsse an die Unternehmenseigner. Zur Ermittlung dieses Barwerts wird ein Kapitalisierungszinssatz verwendet, der die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativanlage repräsentiert. Der Zukunftserfolgswert wird regelmäßig entweder nach dem Ertragswertverfahren oder den Discounted-Cashflow-Verfahren vorgenommen. Nur für den Fall, dass der Barwert der finanziellen Überschüsse, die sich bei der Liquidation des gesamten Unternehmens ergeben, den Fortführungswert übersteigt, kommt der Liquidationswert als Unternehmenswert in Betracht.¹²

III. Gemeinsamkeiten zwischen Sanierungskonzepten und Unternehmensbewertungen

1. Markt-, Branchen- und Wettbewerbsanalysen

Sanierungskonzepte müssen sich mit dem Umfeld des Unternehmens und der gesamtwirtschaftlichen Lage beschäftigen, da diese den allgemeinen Rahmen der Unternehmenstätigkeit vorgeben. Im Vordergrund der Analyse steht die voraussichtliche Entwicklung der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen, die durch demografische, technologische, politische und gesellschaftsrechtliche Trends geprägt wird. Als Informationsquellen können hierzu u.a. Gutachten des Sachverständigenrats zur gesamtwirtschaftlichen Entwicklung oder Marktstudien herangezogen werden. Darüber hinaus sind die relevanten Faktoren und Entwicklungen in der speziellen Branche Grundlage für die Beurteilung eines strategischen Restrukturierungsplans. Es sind die

Einflussfaktoren zu identifizieren, die starken Bezug zur Geschäftstätigkeit des Unternehmens haben und deswegen für eine erfolgreiche Neustrukturierung wesentlich sind. Entscheidend ist dabei die Analyse der charakteristischen Wettbewerbssituation.¹³

Für die Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse bei der Unternehmensbewertung sind ebenfalls marktorientierte Informationen erforderlich. Als marktbezogene Daten können auch hier insbesondere Informationen über branchenspezifische Märkte und volkswirtschaftliche Zusammenhänge verwendet werden.¹⁴ Wie im Fall von Sanierungskonzepten kann es sich anbieten, die Entwicklung von Marktanteilen und Marktwachstum im Rahmen der Marktanalyse zu beurteilen. Es ist zudem wichtig, alle wesentlichen Wettbewerber zu identifizieren. Aus dieser Gruppe sind dann insbesondere die Unternehmen auszuwählen, die hinsichtlich ihres (zukünftigen) Geschäftsmodells möglichst vergleichbar mit dem zu analysierenden und bewertenden Unternehmen sind. Dies ist auch vor dem Hintergrund wichtig, die im Rahmen der Unternehmensplanung unterstellte Umsatz- und Margenentwicklung (s. auch Abschn. III. 3. und V. 1.) jeweils anhand der historischen und prognostizierten Entwicklung von vergleichbaren Unternehmen vergleichen zu können.¹⁵

2. Darstellung der Vergangenheit des Unternehmens inkl. Analysen der Krisenursachen

Bei der Unternehmensanalyse im Rahmen von Sanierungskonzepten ist die historische Entwicklung der Ergebnis-, Finanz- und Vermögenslage des Unternehmens einschließlich des Geschäftsmodells zu erfassen. Im Mittelpunkt steht die Entwicklung der Umsätze, Kosten und Deckungsbeiträge der Produktgruppen und Geschäftsbereiche. Einflüsse, die für die Ergebnis-, Finanz und Vermögensentwicklung von Bedeutung sind, z.B. gesellschaftsrechtlicher, zivilrechtlicher sowie arbeitsrechtlicher Art, sind zu berücksichtigen. Als Analyseinstrument dient hierbei u.a. die Stärken-Schwächen Analyse.¹⁶

Auch bei Unternehmensbewertungen bildet die Vergangenheitsanalyse den Ausgangspunkt für die Prognose künftiger Entwicklungen und für Plausibilitätsüberlegungen. Zur Beurteilung der bisherigen leistungs- und finanzwirtschaftlichen Entwicklungen des zu bewertenden Unternehmens sind Gewinn- und Verlustrechnungen, Bilanzen und interne Ergebnisrechnungen heranzuziehen. Um die in der Vergangenheit wirksamen Erfolgsursachen und Ergebnistreiber erkennbar zu machen, sind Vergangenheitsrechnungen um nicht wiederkehrende und periodenfremde Sachverhalte zu bereinigen. Diese Bereinigungen sind vorzunehmen, um vergleichbare Ergebnisse zu erhalten, die als Bezugsgrößen für die künftige Entwicklung dienen können.¹⁷ Neben der Bereinigung der Ergebnisse der Vergangenheit sollte auch eine Analyse der Planungstreue vorgenommen werden. Dabei werden die historischen Planungsrechnungen mit den tatsächlich realisierten Ergebnissen verglichen. Wesentliche Abweichungen sind zu analysieren und zu erläutern, um Erkenntnisse über die Güte der Planungsrechnungen zu erlangen.¹⁸

¹¹ F&A zu IDW S 6 (Fn. 3), Nr. 2.1.

¹² IDW S 1 i.d.F. 2008 (Fn. 6), Rn. 1 ff. Auf den Liquidationswert wird im Folgenden nicht eingegangen.

¹³ F&A zu IDW S 6 (Fn. 3), Nr. 4.3; IDW S 6 (Fn. 2), Anlage 2.

¹⁴ IDW S 1 i.d.F. 2008 (Fn. 6), Rn. 70 f.

¹⁵ IDW PH 2/2018 (Fn. 8), Rn. 29 ff.

¹⁶ F&A zu IDW S 6 (Fn. 3), Nr. 4.4.

¹⁷ IDW S 1 i.d.F. 2008 (Fn. 6), Rn. 72–73, Rn. 103, Rn. 179.

¹⁸ IDW PH 2/2018 (Fn. 8), Rn. 26.

3. Detailplanungsrechnung

Die Planung bei Sanierungskonzepten beschreibt, mit welchen Maßnahmen das Leitbild des sanierten Unternehmens erreicht werden soll. Neben der Darstellung der Maßnahmen sind deren finanzielle und zeitliche Effekte in eine Finanzplanung aufzunehmen und anhand geeigneter Kennzahlen im Planungszeitraum zu plausibilisieren. Durch die rechnerische Verprobung werden zudem die Finanzierbarkeit der beabsichtigten Sanierungsmaßnahmen, deren Effekte und die jederzeitige Durchfinanzierung im Planungsverlauf nachgewiesen. Die Planungsphasen lassen sich in eine Stufe 1, innerhalb derer die Fortführungsfähigkeit sichergestellt werden muss, und in eine Stufe 2, an deren Ende auch die Sanierungsfähigkeit nachgewiesen werden muss, unterscheiden.¹⁹ Auch wenn die Planungszwecke sowie die Phaseneinteilung für Unternehmensbewertungen zunächst unterschiedlich erscheinen, so lassen sich jedoch wesentliche Gemeinsamkeiten hinsichtlich Methodik, Zeitraum und Objektivität bzw. Validität der Unternehmensplanungen herausarbeiten.

Der Zweck der Unternehmensplanung für die Unternehmensbewertung ist zunächst die Ableitung ausschüttbarer finanzieller Überschüsse. Dabei lassen sich für einen gewissen Zeitraum die finanziellen Überschüsse sicherer prognostizieren als für die späteren Jahre. Deshalb hat es sich für Bewertungszwecke als hilfreich erwiesen, die finanziellen Überschüsse in unterschiedlichen Zukunftsabschnitten zu planen. In der Regel erfolgt die Planung in zwei Phasen: Phase I umfasst eine Detailplanung, die Phase II eine langfristige Fortschreibung (auch „Ewige Rente“ bzw. „Terminal Value“ genannt).²⁰

Vergleicht man nunmehr die beiden Planungsrechnungen, so ist zunächst zu konstatieren, dass sich im Bereich des Sanierungskonzepts die Gesamtplanung (also die Planungen der Stufe 1 und Stufe 2) insgesamt (im Regelfall) über drei bis fünf Jahre erstrecken soll. Diese Zeitdauer ist im Regelfall identisch mit dem Planungshorizont der Detailplanungsphase (Phase I) bei Unternehmensbewertungen. Der konkrete Zeitraum wird im Falle des Sanierungskonzepts durch den Nachweis des Erreichens der Sanierungsfähigkeit (Stufe 2) festgelegt. Ist das Unternehmen sanierungsfähig, so soll dies regelmäßig aus der Unternehmensplanung des letzten Planjahres deutlich gemacht werden.²¹ Der konkrete Zeitraum der Detailplanungsphase für Unternehmensbewertungen (Phase I) ist letztlich abhängig von den zur Verfügung stehenden Planungsunterlagen des Unternehmens.²² Da im Rahmen von Sanierungskonzepten jeweils eine Detailplanung bis zur Sanierungsfähigkeit vorliegt, kann zur Bewertung die anzusetzende Phase I nicht kleiner sein als die Planungsphase im Sanierungskonzept. Insofern kann davon ausgegangen werden, dass regelmäßig die Unternehmensplanung im Sanierungskonzept (Stufe 1 und Stufe 2), der Phase I bei der Unternehmensbewertung entspricht (zur Phase II, s. Abschn. V. 1.). Abweichungen bestehen hinsichtlich des Detaillierungsgrads. Während im Rahmen von Sanierungskonzepten für das laufende Geschäftsjahr und das folgende Planjahr eine monatliche Quantifizierung notwendig ist und für Folgejahre dann viertel- bzw. halbjährliche oder ganzjährige Planangaben ausreichend sein können, kann im Fall von Unternehmensbewertungen regelmäßig auf unterjährige Quantifizierungen verzichtet werden. Beide Prozesse erfordern eine angemessene, integrierte Vermögens-, Finanz- und Ertragsplanung, die abgestimmt zu den betrieblichen Teilplänen des Unternehmens ist und letztlich auf derselben Planungsmethodik fußt.²³

Letztlich basieren beide Planungsrechnungen auf demselben objektiven bzw. objektivierten Ansatz. Bei der Erstellung des Sanierungskon-

zepts können nur objektive oder zumindest objektivierbare Kriterien ohne subjektive Wertungselemente zugrunde gelegt werden.²⁴ Bei objektivierten Unternehmensbewertungen können darüber hinaus nur solche finanziellen Überschüsse zugrunde gelegt werden, die sich zum Bewertungsstichtag aus bereits eingeleiteten Maßnahmen oder aus hinreichend konkretisierten Maßnahmen im Rahmen des bisherigen Unternehmenskonzepts und der Marktgegebenheiten ergeben.²⁵ Zumindest wenn die notwendigen Sanierungsmaßnahmen durch Beschlussvorlagen hinreichend konkretisiert sind – unter der Bedingung, dass diese Maßnahmen entsprechend von den Kapitalgebern umgesetzt werden – ist die Verwendung der Unternehmensplanung im Sanierungskonzept für Zwecke der objektivierten Unternehmensbewertung grundsätzlich möglich.²⁶

IV. Wesentliche Unterschiede – Bewertungsbedingte Zusatzarbeiten

1. Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes

Da die objektivierte Unternehmensbewertung auf der Barwertermittlung finanzieller Überschüsse basiert, wird für Bewertungszwecke ein adäquater Kapitalisierungszinssatz benötigt. Hierbei handelt es sich um die Rendite der besten Alternativanlage. Für den objektivierten Unternehmenswert sind als Ausgangsgröße für die Bestimmung der Eigenkapitalkosten Kapitalmarktrenditen für Unternehmensbeteiligungen (in Form eines Aktienportfolios) üblich und sachgerecht.²⁷ Im Regelfall wird auf das Kapitalmarktpreisbildungsmodell CAPM zurückgegriffen. Relevante Faktoren in diesem Modell sind – neben dem risikolosen Basiszins und der Marktrisikoprämie – insbesondere der im Regelfall aus einer sog. Peer Group abgeleitete und anhand des Verschuldungsgrads adjustierte Beta-Faktor. Dieser Beta-Faktor gibt als Maß für das unternehmensindividuelle Risiko die Schwankungsbreite des Kurses einer Aktie oder Branche im Verhältnis zum Gesamtmarkt an. Grundsätzlich ist dieser zukunftsbezogen zu schätzen und stellt das systematische Risiko des Unternehmens dar.²⁸

Insbesondere hinsichtlich der Ermittlung und Eingrenzung der Peer Group, die dem Beta-Faktor zugrunde liegt, kann auf die umfassenden Analysen im Bereich Branchen und Wettbewerb zurückgegriffen werden (s. Abschn. III. 1.). Die Identifikation unmittelbarer vergleichbarer Unternehmen ist oftmals sehr zeitintensiv. Dies sind vor allem Unternehmen, die hinsichtlich des Geschäftsmodells, der spezifischen Produktsegmente bzw. des Diversifikationsgrads und der Produktart mit dem zu bewertenden Unternehmen zukünftig vergleichbar sind. Da im Rahmen der Wettbewerbsanalyse des Sanierungskonzepts regelmäßig entsprechende Vergleichsunternehmen bereits analysiert werden, erscheint ein unmittelbarer Rückgriff auf die entsprechenden Unternehmen als Peer Group zunächst naheliegend. Zwar wird ein solcher Rückgriff möglicherweise daran scheitern, dass u. a. die analysierten (direkten) Wettbewerber nicht börsennotiert sind und somit ein Beta-Faktor nicht abgeleitet werden kann. In diesem Fall können

19 IDW S 6 (Fn. 2), Rn. 17–18, Rn. 72–74.

20 IDW S 1 i. d. F. 2008 (Fn. 6), Rn. 76–78.

21 F&A zu IDW S 6 (Fn. 3), Nr. 4.2.

22 IDW S 1 i. d. F. 2008 (Fn. 6), Rn. 77.

23 IDW S 6 (Fn. 2), Rn. 42, 74, 78; IDW S 1 i. d. F. 2008 (Fn. 6), Rn. 27, 77.

24 IDW S 6 (Fn. 2), Rn. 22.

25 IDW S 1 i. d. F. 2008 (Fn. 6), Rn. 32.

26 IDW PH 2/2018 (Fn. 8), Rn. 55.

27 IDW S 1 i. d. F. 2008 (Fn. 6), Rn. 114.

28 Thees/Zajons, BB 2017, 1261 f.

aber zumindest anhand der Detaildarstellung der Branche und der Beschreibung der Branchencharakteristika Informationen über eine sachgerechte Erweiterung der Peer Group gewonnen werden.²⁹

Die Bedeutung der Peer-Group-Unternehmen wird umso wichtiger, als oftmals nicht nur eine Ableitung des Beta-Faktors für die Eigenkapitalkosten, sondern sogar die Ableitung der gesamten gewichteten Kapitalkosten aus der Peer Group von Nöten sein wird. Oft weisen sanierungsbedürftige Unternehmen eine hohe Verschuldung auf. Um bei der Berücksichtigung der Verschuldung keine unrealistischen Werte zu erzeugen, soll dann bestmöglich auf die verschuldeten gewichteten Kapitalkosten der Peer-Group-Unternehmen (unter Anwendung der Adjusted-Present-Value-, oder der Weighted-Average-Cost-of-Capital-Methode) zurückgegriffen werden.³⁰

2. Gesonderte Identifikation von nicht betriebsnotwendigem Vermögen

Die Bewertung künftiger finanzieller Überschüsse basiert auf der Grundannahme, dass durch das Zusammenwirken aller materiellen und immateriellen Vermögenswerte finanzielle Überschüsse generiert werden, deren Barwert über der Summe der Einzelwerte der eingesetzten Vermögenswerte liegt. Neben dem betriebsnotwendigen Vermögen, das zur Erzielung der entsprechenden Überschüsse erforderlich ist, verfügt ein Unternehmen auch häufig über nicht betriebsnotwendige Vermögensteile. Aus Transparenzgründen soll nach dem IDW S 1 das nicht betriebsnotwendige Vermögen gesondert ausgewiesen werden. Es handelt sich hierbei um eine funktionale Abgrenzung. Zum nicht betriebsnotwendigen Betriebsvermögen gehören alle Vermögenswerte im betriebswirtschaftlichen Sinne, die frei veräußert werden könnten, ohne dass davon die eigentliche Unternehmensaufgabe berührt würde.³¹

Im Rahmen von Sanierungskonzepten wird hingegen keine gesonderte Darstellung von nicht betriebsnotwendigem Vermögen gefordert. Allerdings sollte die Existenz eines solchen wesentlichen, nicht betriebsnotwendigen Vermögens einem Sanierungskonzept durch kritische Durchsicht entnommen werden können, da sowohl die Darstellung der Vergangenheit als auch die Planungsrechnung des Unternehmens (s. Abschn. III. 2. und III. 3.) Aufschluss darüber geben sollten, welche Vermögenswerte aus leistungswirtschaftlicher Sichtweise benötigt, und welche Erträge und Aufwendungen hierdurch erwirtschaftet wurden und werden. Beispielhaft sei hier an ein unbebautes Grundstück im Betriebsvermögen des zu sanierenden Unternehmens gedacht. Sollte sich aus der Vergangenheit und der Unternehmensplanung ergeben, dass hieraus weder Erträge erwirtschaftet werden noch Investitionen geplant sind, so deutet vieles auf eine Nichtbetriebsnotwendigkeit des Grundstücks hin.

Zu beachten ist jedoch, dass nicht betriebsnotwendige Vermögenswerte, wie z.B. Wertpapiere oder überschießende Liquidität, wie sie oftmals im Rahmen von Unternehmensbewertungen vorzufinden sind, wohl nicht häufig im Rahmen von Sanierungskonzepten aufzufinden sein werden. Bei existenziellen Unternehmenskrisen besteht im Regelfall ein erheblicher Liquiditätsengpass. Würden entsprechende nicht betriebsnotwendige Vermögenswerte existieren, so wären diese wohl bereits erstrangig liquidiert worden, um entsprechende Liquiditätslücken zu schließen. Insofern ist davon auszugehen, dass wesentliches nicht betriebsnotwendiges Vermögen bei sanierungsbedürftigen Unternehmen eher die Ausnahme als die Regel ist.

V. Wesentliche Unterschiede – Bewertungsbedingte Anpassungen

1. Anpassungen im Terminal Value (Phase II)

Wie in Abschn. III. 3. dargestellt, sollte im Regelfall die integrierte Unternehmensplanung im Sanierungskonzept der Phase I der Unternehmensbewertung entsprechen. Am Ende der Phase I muss im Falle von Sanierungskonzepten das Erreichen der Sanierungsfähigkeit nachgewiesen werden. Es stellt sich nunmehr die Frage, wie ausgehend von der Detailplanungsphase aus dem Restrukturierungskonzept eine Überleitung in die Phase II der Unternehmensbewertung vollzogen werden kann. Die Phase II der Unternehmensbewertung ist in der Regel nicht Gegenstand der Unternehmensplanung. Zugleich hat diese Phase besondere Bedeutung bei Unternehmensbewertungen, da sie häufig einen erheblichen Anteil am Unternehmenswert determiniert. Sie basiert auf einer langfristigen Fortschreibung von Trendentwicklungen wobei vor allem der zyklischen Entwicklungen der Unternehmensergebnisse Rechnung zu tragen ist. Die ewige Rente ist deshalb unter Berücksichtigung gesonderter Analysen selbständig herzuleiten. Dabei darf das letzte Planjahr für Bewertungszwecke keinesfalls unreflektiert für die Phase II übernommen werden.³²

Um mögliche Anpassungen in der Phase II von Unternehmensbewertungen zu verstehen, muss zunächst ein Verständnis über das letzte ausgewiesene Detailplanungsjahr im Sanierungskonzept gewonnen werden. Das Erlangen der Sanierungsfähigkeit bedeutet, dass die Wettbewerbsfähigkeit wiederhergestellt ist. Es muss letztlich eine durchgreifende Sanierung dargestellt werden, d.h. die Wiederherstellung der Rentabilität der unternehmerischen Tätigkeit als Voraussetzung, aus eigener Kraft im Wettbewerb bestehen zu können. Wettbewerbsfähigkeit setzt die Finanzierbarkeit am Markt voraus, was grundsätzlich eine angemessene Rendite sowie ein angemessenes positives Eigenkapital voraussetzt. Die Renditefähigkeit muss sich im letzten Planjahr zumindest am unteren Ende der branchenüblichen Bandbreite orientieren. Eine positive Rendite ist zumindest im letzten Planjahr auch dann notwendig, wenn sich die gesamte Branche in der Krise befindet und die branchenübliche Rendite temporär negativ ist. Andernfalls würde das Unternehmen seine Substanz sukzessive aufzehren.³³

Auf Grundlage dieser Ausführungen erscheint es zunächst naheliegend, das letzte Planjahr im Sanierungskonzept auch für die Phase der ewigen Rente zu verwenden. Da die internen finanziellen Überschüsse auch mit externen Branchenkennzahlen (z. B. EBITDA, EBIT) verglichen werden, kann eine gewisse Nachhaltigkeit dieser Überschüsse erwartet werden. Allerdings ist eine derart vereinfachte Annahme nicht sachgerecht, denn ein für die ewige Rente notwendiger Gleichgewichtszustand ist nicht zwingend am Ende des Detailplanungszeitraums dargestellt. So kann z. B. das letzte Detailplanungsjahr aufgrund zyklischer Einflüsse in einer besonderen Boomphase liegen. Trotz Erreichen einer branchenüblichen Rendite handelt es sich dann nicht um eine nachhaltige Rendite. Darüber hinaus sind im Besonderen bei kleineren und mittleren Unternehmen Fragen der übertragbaren Ertragskraft sowie von kalkulatorischen Tätigkeitsvergütungen zu analysieren. So sind im Rahmen objektiver Unternehmenswerte im Regelfall zwingend marktübliche Unterneh-

29 Franken u. a., Kapitalkosten und Multiplikatoren für die Unternehmensbewertung, 4. Aufl. 2016, S. 415 ff.

30 IDW PH 2/2018 (Fn. 8), Rn. 55 i.V.m. Rn. 43 ff.; Zwirner/Zimny, DB 2019, 80 f.

31 IDW (Fn. 5), Kap. A, Rn. 85 f.

32 IDW PH 2/2017 (Fn. 9), Rn. 54.

33 IDW S 6 (Fn. 2), Rn. 24 ff.; F&A zu IDW S 6 (Fn. 3), Txt. 5.1 bis 5.5.

merlöhne bzw. marktübliche Vergütungen für im Unternehmen mitarbeitende nahestehende Personen zu berücksichtigen. Insofern sind die nachhaltigen finanziellen Überschüsse in der Phase II anzupassen.³⁴ Ob eine solche marktgerechte Vergütung, z. B. für nahestehende Personen, im Rahmen der Darstellung der Sanierungsfähigkeit auch vorliegen muss, erscheint u. E. noch nicht hinreichend geklärt. Zumindest scheint es zulässige Ausnahmefälle zu geben, in denen neben der Renditefähigkeit z. B. auch familiäre Gründe für den Fortbestand des Unternehmens entscheidend sind.³⁵ Aus diesem Grund sind weitere Überlegungen hinsichtlich langfristiger Markt- und Wettbewerbsbedingungen sowie der Einbindung und Vergütung des Unternehmers und der nahestehenden Personen erforderlich. Auch hier sollten jedoch bereits getätigte Ausführungen im Sanierungskonzept zu den Bereichen Markt-, Branchen- und Wettbewerbsanalyse sowie der Unternehmensdarstellung hilfreich sein (s. Abschn. III. 1. und III. 2.).

2. Überführung geplanter finanzieller Überschüsse in Erwartungswerte

Wie in Abschn. III. 3. bereits erläutert, basieren grundsätzlich beide Unternehmensplanungen auf zumindest objektivierbaren Kriterien. Insofern könnte zunächst davon ausgegangen werden, dass die im Sanierungskonzept zu Grunde gelegte Unternehmensplanung auch für Zwecke der Unternehmensbewertung ohne Anpassungen verwendet werden kann. Allerdings ist dies wohl nur in Ausnahmefällen sachgerecht. Der wesentliche Unterschied zwischen beiden Konzepten basiert hierbei auf dem Wahrscheinlichkeitskriterium. Nach dem Sanierungskonzept des IDW S 6 bedarf es einer überwiegenden Wahrscheinlichkeit der Sanierung und der damit dargestellten finanziellen Überschüsse im Sanierungskonzept.³⁶ Eine überwiegende Wahrscheinlichkeit liegt dann vor, wenn gewichtigere Gründe für eine Sanierung sprechen als dagegen; der Eintritt des Erfolgs muss also wahrscheinlicher sein als das Scheitern.³⁷ Im Gegensatz hierzu werden bei objektivierten Unternehmensbewertungen die finanziellen Überschüsse in Form von Erwartungswerten benötigt. Die aus den Unternehmensplanungen resultierenden finanziellen Überschüsse sind im Detail entsprechend zu korrigieren, wenn sie andere Werte als Erwartungswerte widerspiegeln.³⁸ Erwartungswerte stellen hierbei das Ergebnis einer mehrwertigen Planung dar, die ex- oder implizit auf mit Eintrittswahrscheinlichkeiten gewichteten Szenarien basieren.

Insbesondere bei Sanierungsfällen kommt es regelmäßig zu einer erheblichen Abweichung zwischen dem Konzept der überwiegenden Wahrscheinlichkeit und dem Erwartungswert. Dies basiert darauf, dass in Sanierungsfällen im Regelfall letztlich auch die Möglichkeit einer Insolvenz besteht, mit entsprechenden negativen finanziellen Auswirkungen. Die Abweichung kann anhand des folgenden stark vereinfachten Beispiels dargestellt werden:

- Für das sanierungsbedürftige Unternehmen A wird ein Sanierungskonzept erarbeitet, dass mit überwiegender Wahrscheinlichkeit von nachhaltigen, jährlichen finanziellen Überschüssen von Zahlungseinheiten (ZE) 200 ausgeht. Die Wahrscheinlichkeit sei hierbei mit 75 % geschätzt – es liegt also (mathematisch) eine überwiegende Wahrscheinlichkeit vor. Mit einer Wahrscheinlichkeit von 25 % wird von finanziellen Überschüssen von ZE 0 ausgegangen (d. h. die Sanierung wäre nicht erfolgreich).
- Eine objektivierte Unternehmensbewertung würde zu nachhaltigen finanziellen Überschüssen auf Basis von Erwartungswerten von ZE 150 kommen ($ZE\ 200 \cdot 75\% + ZE\ 0 \cdot 25\%$).

Diese Transformation der geplanten finanziellen Überschüsse vom Sanierungskonzept in zweckentsprechende Erwartungswerte für objektivierten Unternehmenswerte ist schwierig, da entsprechende Angaben über die zu Grunde gelegte Eintrittswahrscheinlichkeit im Sanierungsgutachten bekannt sein müssten. Eine prozentuale bzw. mathematische Erfassung und Darstellung der Eintrittswahrscheinlichkeit ist im Sanierungskonzept jedoch grundsätzlich nicht vorgesehen.³⁹ Für Zwecke der Unternehmensbewertung ist es deshalb empfehlenswert, frühzeitig die implizite rechnerische Wahrscheinlichkeit im Sanierungskonzept abzuleiten. Dies wird nur durch Hinterfragen der zu Grunde gelegten Sanierungsmaßnahmen und Annahmen unter Berücksichtigung der Wettbewerbs- und Branchenanalyse möglich sein. Hilfreich ist in diesem Zusammenhang, wenn im Sanierungskonzept zur Berücksichtigung von Planungsunsicherheiten auch auf Sensitivitäts- bzw. Alternativrechnungen zurückgegriffen wird, quantitative Risiko einschätzungen vorgenommen werden⁴⁰ und eine reibungslose Prozesskommunikation zwischen dem Sanierer und dem Bewerter erfolgt.

VI. Zusammenfassung

1. Unternehmensbewertungen können auf Analysen und Planungstätigkeiten des Sanierungskonzepts aufsetzen. Dies betrifft insbesondere die Markt-, Branchen- und Wettbewerbsanalysen, die Darstellung der Vergangenheit des Unternehmens und der Krisenursachen sowie der Detailplanungsrechnung.
2. Bewertungsbedingte Zusatzarbeiten gibt es vor allem bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes sowie der gesonderten Identifikation von nicht betriebsnotwendigem Vermögen. Relevante Informationen hierzu sollten jedoch regelmäßig aus einem Sanierungskonzept gewonnen werden können.
3. Bewertungsbedingte Anpassungen ergeben sich vor allem im Terminal Value und in der Transformation von überwiegend wahrscheinlichen finanziellen Überschüssen in Erwartungswerte. Auch hier sollten sich zumindest wesentliche Anhaltspunkte aus dem Sanierungskonzept ergeben.

Christian Schenk, WP/StB, ist Partner im Düsseldorfer Büro der Beiten Burkhardt Rechtsanwalts-gesellschaft mbH und Geschäftsführer der BBWP GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft. Er beschäftigt sich schwerpunktmäßig mit Sanierungskonzepten und Restrukturierungen.



Alexander Thees, WP/StB/ö. b. u. v. Sachverständiger für Unternehmensbewertung, ist Partner im Düsseldorfer Büro der Beiten Burkhardt Rechtsanwalts-gesellschaft mbH und Geschäftsführer der BBWP GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft. Er beschäftigt sich schwerpunktmäßig mit Unternehmensbewertungen.



34 IDW S 6 (Fn. 2), Rn. 55 ff.; IDW PH 1/2014 (Fn. 7), Rn. 32 ff.

35 F&A zu IDW S 6 (Fn. 3), Nr. 5.2.

36 IDW S 6 (Fn. 2), Rn. 21.

37 F&A zu IDW S 6 (Fn. 3), Nr. 3.1.

38 IDW S 1 i. d. F. 2008 (Fn. 6), Rn. 90.

39 F&A zu IDW S 6 (Fn. 3), Nr. 3.1.

40 IDW S 6 (Fn. 2), Rn. 80.