

San**Insights**

**Sanierungen und Insolvenzen
Analysen | News | Fakten**

Ausgabe 05 | Dezember 2021



Dr. Andreas Fröhlich
Baker Tilly
Corporate Finance

Der Sanierungs- und Insolvenzmarkt befindet sich in einem dramatischen Wandel: SanInsFoG, Covid-19, vor allem aber die in diesem Zusammenhang stehenden umfassenden, staatlichen Rettungsmaßnahmen prägen das aktuelle Marktgeschehen.

Als marktführender Distressed M&A-Advisor beleuchten wir für Sie in unseren SanInsights die laufenden Marktumbrüche aus der Corporate-Finance-Perspektive.

Unsere, auf eigenen Recherchen basierenden Auswertungen, Analysen und Befragungen haben dabei immer einen besonderen Fokus auf die in den Sanierungs- und Insolvenzverfahren realisierten Fortführungslösungen.

Viel Spaß beim Lesen!

Inhalt

- 3**  **Die Supply-Chain-Krisen**
Ein brandgefährlicher Cocktail für Automobilzulieferer

- 6**  **SanInsights Cockpit Q3/2021**
Sanierungs- und Insolvenzgeschehen

- 7**  **Insolvenzmonitor Q3/2021**
Top-Antragsverfahren des Quartals

- 8**  **Sanierungsmonitor Q3/2021**
Top-Insolvenzsanierungen des Quartals

- 10**  **Vergleichsrechnung in Restrukturierungsverfahren**
Alternativen zum Dual-Track-Investorenprozess

Die Supply-Chain-Krisen

Ein brandgefährlicher Cocktail für Automobilzulieferer

Im September dieses Jahres liefen in Deutschland mit 208.700 Fahrzeugen 44 % weniger Autos von den Bändern als im Vorjahresmonat. Der Verband der Automobilindustrie (VDA) senkte wiederholt seine Prognose für die Automobil-Produktion in Deutschland für das Jahr 2021 auf nun nur noch 2,9 Mio. Fahrzeuge. Weltweit rechnet AlixPartners mit 7,7 Mio. weniger produzierten PKW. Die Boston Consulting Group geht sogar von 11 Mio. aus.

Chipkrise

Was ist passiert? Man könnte im ersten Moment an Corona-Auswirkungen, strengere politische Regularien, ein verändertes Umweltbewusstsein oder ein abruptes Umschwenken der Gesellschaft in der Mobilitätsfrage als Ursache vermuten, wenn da nicht der Mangel an Halbleitern in aller Munde wäre.

Die Folgen sind so unmittelbar zu spüren wie selten. Die Störung des Gleichgewichts in einer globalisierten Welt mit Just-in-time- oder gar Just-in-sequence-Lieferungen wirkt sich hier mit brachialer Härte aus. Dabei sind die Probleme teilweise selbstgemacht. Zu Beginn der Coronakrise sank die Nachfrage nach PKWs rapide. Infolgedessen produzierten die Automobilhersteller weniger Fahrzeuge und hatten mögliche, kurzfristige Aufholeffekte nicht auf dem Schirm. Ergo bestellten sie weniger Mikrochips. Gleichzeitig zeichnete sich der weltweit gesteigerte Bedarf an Halbleitern – vor allem in der Tech- und Telekommunikationsbranche – schon in den letzten Jahren ab.

Der Wirtschaftsstreit zwischen den USA und China verschärft die Situation, so dass vorausschauende Unternehmen Chips auf Vorrat kauften, um etwaigen Strafzöllen zuvorzukommen.

Die Pandemie führte zusätzlich zu Schließungen von Chip-Fabriken aufgrund von behördlich verhängten Lockdown-Maßnahmen. Auch können Automobilhersteller ihre Marktmacht gegenüber den Chipherstellern nur noch bedingt nutzen – längst sind für diese Halbleiterproduzenten Techkonzerne, wie Apple oder Huawei, die wirtschaftlich bedeutenderen Kunden.

Allein Tesla stemmt sich hier erfolgreich gegen den Trend. Als Hauptgründe sieht Morgan Stanley hier mehrere Faktoren, die hauptsächlich darauf beruhen, dass Tesla einerseits selbst Chips herstellen kann und andererseits einen Technologievorsprung hat, indem für alternative Halbleiter Software umgeschrieben werden kann. Auch benutzt der Autobauer keine Standardprodukte wie die Konkurrenz, sondern

hochmoderne Spezial-Chips. Dies führt dazu, dass die Halbleiterhersteller Tesla als strategisch wichtigeren Zukunftskunden wahrnehmen.

Um dem Problem des Halbleitermangels zu begegnen, werden nun fieberhaft Standorte in Europa und den USA aufgebaut. Jedoch rechnen Experten erst mit einer Erholung im Jahr 2023.



Silvan Drasch
Baker Tilly
Corporate Finance

Stau der Containerschiffe

Die Welt steht vor einem Kollaps der Seefrachtlieferwege. Zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Beitrags fahren nur neun von zehn Containerschiffen – und dies nicht etwa, weil es keine Arbeit für sie gäbe. Corona führte zu teilweise extremer Volatilität in der Nachfrage mit einem sprunghaften Anstieg nach dem vorübergehenden Abflachen der Pandemie im Sommer 2021, was sich auch in den massiv gestiegenen Containerpreisen von bis zu 800 % widerspiegelt. Die coronabedingte Schließung von Häfen sowie die Blockade des Suezkanals durch das Containerschiff „Ever Given“ wirbelten die Seewege in diesem Jahr weiter durcheinander. Der Effekt ist, dass es zu einem Stau in den Häfen gekommen ist. Die Schiffe warten darauf entladen zu werden. Nach Angaben von Sea-Intelligence sind nur noch ca. ein Drittel der Frachter pünktlich. Die Reedereien laufen große Häfen daher schon gar nicht mehr an. So hat jüngst Maersk, der dänische Weltmarktführer, entschieden, Felixstowe, den größten britischen Hafen, nicht mehr anzulassen. Hapag-Lloyd fährt Rotterdam nicht mehr an. Wartezeiten vor Häfen werden mittlerweile in Tagen und nicht mehr in Stunden angegeben. Dies führt zu einem Rückstauproblem: Einerseits stapeln sich die neuen Waren in den Häfen und können nicht abtransportiert werden, da die Schiffe nicht nach Fernost zurückfahren können. Andererseits fehlen tatsächlich Container, da diese in den Bäumen der Schiffe feststecken. Coronabedingt wurde auch viel medizinisches Material in Regionen geschickt, die keinen großen Rückfluss haben – und für den Rücktransport leerer Container gibt es weder Geld noch Kapazitäten.

Verschärft wird dies seitens des Hauptexporteurs China durch das Damokles-Schwert Omikron. Es ist zu erwarten, dass die dortigen Behörden auf diese Covid-Variante noch restriktiver antworten und bereits beim ersten Husten ganze Terminals schließen werden.



Fahrer-Mangel

Dagegen fühlt sich der Mangel an LKW-Fahrern, der nun auch in Deutschland droht, eher harmlos an. Nach einer Prognose des Bundesverkehrsministeriums aus Februar 2020 werden im Jahr 2027 – ohne Berücksichtigung größerer Transportmengen – 185.000 Lastkraftfahrer fehlen. Und dies mit steigender Tendenz.

Rohstoff-Engpässe

Dies alles führt zu einer massiven Verteuerung von Material und vor allem Rohstoffen. Wobei hier jedoch noch weiteres Ungemach droht: China will bzw. muss massiv Strom sparen. Ursache hierfür ist einerseits ein Streit mit Australien. Chinas Stromproduktion läuft mit einem Anteil von 49 % maßgeblich über Kohle. Der Hunger des Landes ist jedoch so groß, dass die eigene Förderung nicht ausreicht. Australien sprang daher bis 2020 in die Lücke, bis China aufgrund des Streits den Kohlefrachtern das Anlanden verwehrte. Andererseits hat China das ehrgeizige Klimaschutzziel bis 2060 klimaneutral sein zu wollen. Daher muss Kohle so schnell wie möglich beim Energiemix heruntergefahren werden. Dies führt nun zu der Situation, dass China besonders energieträchtige Unternehmen herunterfährt oder gar schließt – besonders betroffen sind hier die Produzenten von Silizium und Magnesium. Beide Rohstoffe sind unerlässlich für die Herstellung von Elektronikkomponenten. Beide sind zwar nicht besonders selten, jedoch hat sich China zum Quasi-Monopolist entwickelt, da der Rest der Welt die umweltbedenkliche und stromfressende Verarbeitung nicht vor der eigenen Tür haben möchte, und daher auf die Zulieferung aus dem asiatischen Land setzt.

Allgemeiner Aufschwung kommt zum Erliegen

Das deutsche Wirtschaftswachstum kommt zu Beginn des vierten Quartals 2021 fast zum Erliegen. Gründe hierfür sind neben den Lieferengpässen auch die massiv gestiegenen Energiekosten. Der allgemeine Druck auf die Preise muss

weitergegeben werden. Dies wiederum führt zu der aktuell steigenden Inflationsrate von 4,5 % im Oktober 2021, wie das Bundesamt für Statistik mitteilt – so stark wie seit 28 Jahren nicht mehr. Die kräftig ansteigenden Preise, gerade im Bereich der Grundbedürfnisse, wie Energie, lassen die Kaufkraft der Verbraucher in anderen Bereichen deutlich sinken.

Automobilzulieferer vor dem Kollaps

Diese Probleme potenzieren sich nun – auch oder gerade weil sie teilweise voneinander abhängen. Laut KfV klagen rund 50 % der mittelständischen Unternehmen branchenübergreifend über Lieferprobleme. Verbraucher werden aufgefordert bereits jetzt schon Weihnachtsgeschenke zu besorgen, da bei bestimmten Produkten ein Rückstau von bis zu einem Jahr prognostiziert wird.

Automobilhersteller können zumindest kurzfristig ihre Produktion auf die margenstarken Fahrzeugtypen verlagern, indem sie die verfügbaren Halbleiter prioritär dort verbauen – Zulieferer haben diese Möglichkeit nicht.

Verständlich ist daher, dass der Hunger nach Material und Rohstoffen insbesondere Zulieferer in der Automobilindustrie hart trifft. Und zwar dreifach: Erstens sind sie nicht in der Lage aufgrund der Lieferkettenstörung ihre Produkte herzustellen. Zweitens können sie die Preiserhöhungen bei den Rohstoffen nicht problemlos an die OEMs weitergeben. Und zu guter Letzt sind die Automobilzulieferer direkt von der Nachfrage der Automobilhersteller abhängig, die wiederum essenziell durch die Chipkrise determiniert wird. Verbindliche Abnahmemengen sind genauso schwer zu kalkulieren wie die Beschaffung von Rohstoffen. Planungen werden damit ad absurdum geführt. Was gestern noch galt, kann sich heute bereits überholt haben.

Kommt nun die Insolvenzwelle?

Und das in einer Phase, in der ein zartes Pflänzchen der Hoffnung bei den hart durch Corona gebeutelten Automobilzulieferern gerade am Aufkeimen war. Die staatlichen Hilfen konnten die Unternehmen gerade so durch die Pandemie retten, jedoch verbreitet sich nun die Angst vor Firmenpleiten in der Branche. Besonders kleinere und mittlere Firmen sind davon betroffen. So wird der Anteil der akut insolvenzgefährdeten Unternehmen in dieser Branche nach dem Han-



delsblatt bzw. Euler Hermes auf 23,3 % geschätzt. Die lang erwartete Welle bei den Unternehmenspleiten nach der staatlich verordneten Ruhe durch Kurzarbeitergeld und Hilfszahlungen in der Coronapandemie schien nun mit voller Wucht auf die Automobilbranche einzubrechen. So haben binnen weniger Tage in September und Oktober marktrelevante Zulieferer, wie Bolta-Werke, Heinze, Theysohn, Rächle, ETM Engineering Technologie Marketing sowie Henniges Automotive, Insolvenz angemeldet. Aber auch kleinere Unternehmen mit hohem Automotive-Anteil, wie Elkas Transport- und Lagertechnik, sind betroffen. Nachdem nun jedoch der November hinsichtlich Insolvenzanträgen im Bereich Automotive ruhig verlief, scheint die „Zweckentfremdung“ der Corona-Hilfen – zumindest kurzfristig – weiterhin für ruhiges Fahrwasser zu sorgen.

Investorensuche: schwierig

Investoren zeigen sich vor dem Hintergrund dieser intransparenten und kaum planbaren Zukunftsperspektiven sehr zurückhaltend – und dies nicht nur in Distressed-Fällen. Die Chancen einen weißen Ritter als Retter in der Not in Form einer Unternehmensübernahme aus der Insolvenz zu finden, verschlechtert sich damit kontinuierlich: Alle potenziellen strategischen Interessenten kämpfen gerade an der gleichen Front wie ihre insolventen Leidensgenossen. Finanzinvestoren warten ab, da sie diese Unternehmen nicht ein Jahr durchfüttern wollen. Auch haben sie aktuell Finanzierungsprobleme, da die Banken sich – wegen der Automobilbranche im Allgemeinen und dieser Problemsituation im Speziellen – zurückhaltend zeigen. Dies ist auch ein Problem für die momentan noch gesunden Unternehmen. Nötige Überbrückungsfinanzierungen sind nur schwer zu bekommen. Kurios mutet es dabei an, dass es sich hier

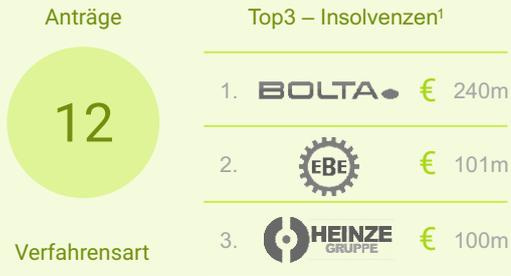
höchstwahrscheinlich nur um einen kurzfristigen Effekt bis 2023 handelt. Die Folgen könnten jedoch bei einer hohen Anzahl an Liquidationen aufgrund fehlender Investoren fatal sein. Während wir heute Lieferprobleme bei Chips und Rohstoffen haben, werden wir die erwarteten Aufholeffekte im Jahr 2023 auf Basis der dann reduzierten Kapazitäten nicht abpuffern können, da die Unternehmen dann verschwunden sein werden. Andererseits könnte dies zu einer großflächigen Marktberreinigung führen, die der Automobilbranche durch die sich aktuell beschleunigende Transformation in jedem Falle bevorsteht – jedoch leider eher im Sinne einer Schrotflinte.

Fazit

Anhand dieser Entwicklung lässt sich gut erkennen, dass Störungen des empfindlichen Gleichgewichts unserer Weltwirtschaft fatale Kettenreaktionen auslösen, die sehr schnell ganze Branchen in existenzielle Nöte zwingen können.

Top-Insolvenzanträge Q3

(Umsatz > EUR 20m und Mitarbeiter > 100, Q3/2021)



Zeitraum 01.07. bis 30.09.2021

Top-Insolvenzsanierungen Q3

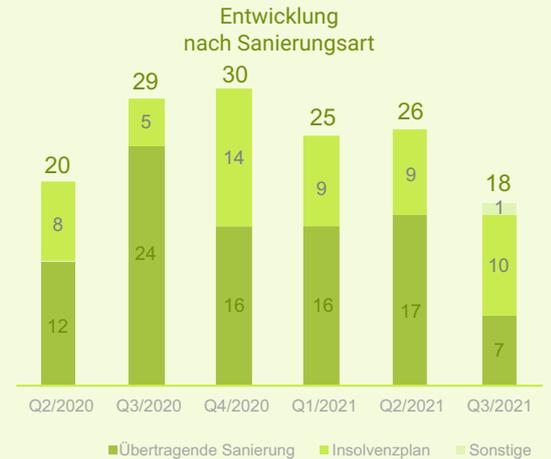
(Umsatz > EUR 20m und Mitarbeiter > 100, Q3/2021)



Ø Lösungsdauer³



Investoren



Quelle: Baker Tilly InsoResult*

SanInsights Cockpit Q3/2021

Sanierungs- und Insolvenzgeschehen

Antragsverfahren – absoluter Tiefststand: Erneut ist die Anzahl der Antragsverfahren von Unternehmen mit über 20 Mio. € Umsatz und über 100 Mitarbeitern gesunken; nunmehr beträgt die Anzahl der Antragsverfahren/Monat für das 3. Quartal 2021 nur noch 4,0. Vergleichbar niedrige Antragszahlen gab es in den letzten 20 Jahren nicht. Seit nunmehr einem Jahr sinken die Antragszahlen kontinuierlich – zynisch wäre zu formulieren, dass die Covid-19-Krise der wirtschaftlichen Verfasstheit der deutschen Unternehmen offensichtlich guttut. Tatsächlich schreitet die „Zombifizierung“ der deutschen Wirtschaft weiter voran.

Der Anteil an Eigenverwaltungsverfahren sinkt dabei deutlich gegenüber den Vorquartalen. Nunmehr starten nur noch 17 % der Verfahren im Rahmen eines §270a Verfahrens in die Insolvenz, während lediglich 8 % einen Schutzschirm als Startpunkt gewählt haben.

Relativ hohe Lösungsanzahl: Weiterhin ist die Anzahl der Lösungen im Quartal höher als die Anzahl der Neu-Antragsverfahren. Noch immer führt ein Überhang an Alt-Verfahren zu mehr Lösungen (18) als Neu-Antragsverfahren (12). Sicherlich tragen die geringe Anzahl an Neu-Antragsverfahren einerseits und die Schwierigkeit zur Gewinnung von Investoren für die ansonsten bevorzugten Übertragungslösungen andererseits maßgeblich zu dieser Entwicklung bei.

Denn immerhin wurden 10 der 18 Lösungen (55 %) mittels Planverfahren umgesetzt – und dabei wurden 6 Lösungen jeweils ohne Einbezug eines externen Investors realisiert. Diese atypisch hohe Quote zeigt den Willen der Akteure in diesen „ungewöhnlichen Insolvenzzeiten“, Fortführungs-lösungen mittels Plan zu generieren.

Lange Leitung: Der hohe Anteil an Planlösungen führt auch zu einer Veränderung bei der durchschnittlichen Lösungsdauer der Verfahren. Während in den Jahren 2019/2020 die durchschnittliche Dauer von der Antragsstellung bis zur Umsetzung einer Fortführungs-lösung bei 204 bzw. 206 Tagen lag, beträgt die Dauer im 3. Quartal 2021 durchschnittlich 314 Tage.

Bedeutung Finanzinvestoren: Die Bedeutung der Finanzinvestoren bei der Gestaltung von Investoren-lösungen in Insolvenzsituationen hat gegenüber den Vorquartalen wieder zugenommen. In 17 % der Verfahren haben Finanzinvestoren die Fortführungs-lösung gestaltet – allerdings immer im Rahmen von Übertragungslösungen.

Transaktion Adler Modemärkte/Zeitfracht: Öffentlichkeits-trächtig war der Erwerb der Adler Modemärkte durch den Logistikspezialisten Zeitfracht. Inwiefern ein Logistiker einen stationären Mode-Einzelhändler nachhaltig sanieren und profitabel fortführen kann, bleibt zu beobachten.

Berücksichtigt werden Unternehmen und Unternehmensgruppen mit einem (konsolidierten) Umsatz von über 20m € und einer Mitarbeiteranzahl von über 100 inklusive (auch ausländischer) Tochtergesellschaften zum Zeitpunkt der Antragstellung. Eine Gewähr für Richtigkeit und Vollständigkeit wird nicht übernommen.

1) Ranking nach Umsatz zum Zeitpunkt der Antragstellung (konsolidiert inklusive Auslandsgesellschaften)

2) Berücksichtigt werden Übertragende Sanierungen bzw. Insolvenzplanumsetzungen mit Closingdatum bzw. gerichtlicher Bestätigung im Betrachtungszeitraum

3) Durchschnittliche Anzahl der Tage von der Antragstellung bis zum Closing bzw. Gerichtsbestätigung (Plan)

Insolvenzmonitor Q3/2021

Top-Antragsverfahren des Quartals

Quelle: Baker Tilly InsoResult®

Unternehmen	Branche	Umsatz Mio. €	Anzahl Mitarbeiter	Amtsgericht	Verwaltung ¹	Verfahrensart	
 BOLTA Gruppe	Automobilzulieferindustrie	230	2.400	Nürnberg	Volker Böhm	Fremdverwaltung	
 Heinze Gruppe	Automobilzulieferindustrie	100	1.100	Bielefeld	Dr. Bero-Alexander Lau, Stephan Höltershinken, Sascha Bibiha, Rüdiger Weiß	Fremdverwaltung	
 Emil Bucher GmbH & Co. KG	Maschinenbau	101	246	Göppingen	Michael Pluta	Fremdverwaltung	
 Baden Board GmbH	Papierindustrie	98	283	Baden-Baden	Marc Schmidt-Thieme	Fremdverwaltung	
 A-Kaiser GmbH	Automobilzulieferindustrie	93	430	Passau	Dr. Michael Jaffé	Fremdverwaltung	
 Carl Wilh. Meyer GmbH & Co. KG	Fachgroßhandel	63	253	Oldenburg	Dr. Per Hendrik Heerma	Fremdverwaltung	
 Pella Sietas GmbH	Werft	56	350	Hamburg-Mitte	Dr. Achim Ahrendt	Fremdverwaltung	
 Scherm Logline Transport GmbH	Spedition	34	280	Ingolstadt	Dr. Hubert Ampferl (Dr. Jan Markus Plathner, Sebastian Netzel)	§ 270d	
scanplus+	ScanPlus GmbH	IT-Dienstleistungen	29	239	Ulm	Prof. Dr. Martin Hörmann (Dr. Maximilian Pluta, Stefan Warmuth, Simon Eickmann)	§ 270a
 AWUKO Abrasives Wandmacher GmbH & Co. KG	Schleifmittel	21	191	Göttingen	Karina Schwarz (Oliver Ruhe-Schweigel, Alexander Demant)	§ 270a	
 Hermle Schleiftechnik KG	Automobilzulieferindustrie	20 ²	130	Rottweil	Dr. Dirk Pehl	Fremdverwaltung	
 Hermann A. Monsees GmbH	Handwerksdienstleistungen	20 ²	240	Bremerhaven	Prof. Dr. Gerrit Hölzle	Fremdverwaltung	

Berücksichtigt werden Unternehmen und Unternehmensgruppen mit einem (konsolidierten) Umsatz von über 20m € und einer Mitarbeiteranzahl von über 100 inklusive (auch ausländischer) Tochtergesellschaften soweit recherchierbar zum Zeitpunkt der Antragstellung. Die Nennung erfolgt absteigend sortiert nach Umsatz. Eine Gewähr für Richtigkeit und Vollständigkeit wird nicht übernommen.

- 1) Angabe in Klammern: Sanierungsberater, der die Eigenverwaltung begleitet hat, sofern recherchierbar
- 2) Schätzung

Sanierungsmonitor Q3/2021

Top-Insolvenzsanierungen des Quartals

Quelle: Baker Tilly InsoResult®

Unternehmen	Branche	Umsatz Mio. €	Anzahl Mitarbeiter	Antragsdatum	Verfahren ³	Verwaltung ²	Lösung ⁵	Investor	
 ADLER	Adler Mode Gruppe	Bekleidungs-einzelhandel	495	3.350	10.01.21	EV	Tobias Wahl (Dr. Christian Gerloff)	Plan	Zeitfracht GmbH & Co. KG
 nanogate	Nanogate Gruppe	Oberflächen-technologie	239	1.800	22.06.20	EV	Günter Staab (Matthias Bayer, Franz Abel)	ÜbSa	Techniplas-Gruppe, Benzy Verwaltung GmbH, Goletz GmbH
 Recylex	Recylex Gruppe Deutschland	Recycling-industrie	231	630	14.05.20	EV	Arndt Geiwitz (Dr. Holger Jakob, Daniel Herper, Andreas Ziegenhagen, Dirk Schoene)	ÜbSa	Glencore, J. Goldschmidt, Zinc Nac., Betzels Gruppe, IMR Gruppe, Vital
 kiel	Kiel Industrial Services AG	Industrie-anlagendienstleistungen	209	1.237	29.04.21	FV	Dr. Jörg Gollnick	ÜbSa	Altrad Group, Kraftanlagen Gruppe
 DRADURA	DRADURA Holding GmbH & Co. KG	Metall-verarbeitende Industrie	130	1.100	13.08.20	EV	Rüdiger Weiß (Dr. Sebastian Braun)	ÜbSa	FMC Beteiligungs KG
 NOBISKRUG	Nobiskrug GmbH	Werft	125	330	12.04.21	FV	Hendrik Gittermann	ÜbSa	Flensburger Schiffbau-Gesellschaft
 Heinrich Huhn	Heinrich Huhn GmbH & Co. KG	Automobil-zulieferindustrie	93	494	24.11.20	FV	Dr. Jan-Philipp Hoos	ÜbSa	Berylls Equity Partners GmbH
	Friedrich Wilhelms-Hütte Eisenguss GmbH	Gießerei	65	394	22.06.20	EV	Prof. Dr. Jan Roth (Dr. Dirk Andres)	ÜbSa	CE Capital Partners GmbH
 ORTRANDER	Ortrander Eisenhütte GmbH	Automobil-zulieferindustrie	51	234	06.12.19	FV	Olaf Seidel	Plan	-

Berücksichtigt werden Unternehmen und Unternehmensgruppen mit einem (konsolidierten) Umsatz von über 20m € und einer Mitarbeiteranzahl von über 100 inklusive (auch ausländischer) Tochtergesellschaften soweit recherchierbar zum Zeitpunkt der Antragstellung. Die Nennung erfolgt absteigend sortiert nach Umsatz. Eine Gewähr für Richtigkeit und Vollständigkeit wird nicht übernommen.

- 1) Zum Zeitpunkt der Umsetzung der Sanierung, EV = Eigenverwaltung, FV = Fremdverwaltung
- 2) Angabe in Klammern: Sanierungsberater, der die Eigenverwaltung begleitet hat, sofern recherchierbar
- 3) Plan = Insolvenzplanverfahren, ÜbSa = Übertragende Sanierung
- 4) Schätzung

Sanierungsmonitor Fortsetzung

Quelle: Baker Tilly InsoResult®

Unternehmen	Branche	Umsatz Mio. €	Anzahl Mitarbeiter	Antragsdatum	Verfahren ³	Verwaltung ²	Lösung ⁵	Investor
 GHBG Gesamthafenbetriebsverein im Lande Bremen e.V.	Personaldienstleistungen	50 ⁴	1.000	09.12.20	EV	Edgar Grönda (Dr. Christian Kaufmann)	Plan	-
 SCHUHKAY Kommanditgesellschaft Schuh Kay (GmbH & Co.)	Bekleidungs-facheinzelhandel	40	370	29.06.20	EV	Peter-Alexander Borchardt (Hanning Wöhren)	Plan	-
 WFS W F S Wurst-Fleischwaren-Service Vertriebsgesellschaft mbH	Lebensmittel-großhandel	37	117	15.10.20	EV	Dr. Alexander Höpfner (Dr. Franz-Josef Hansen)	Plan	-
 BALDWIN Baldwin Technology GmbH	Maschinen- und Anlagenbau	32	122	02.03.21	EV	Christian Plail (Dr. Stephan Laubereau, Georg Stemshorn, Philip Konen)	Einstellung d. Verfahrens	-
 Gepp's Gepp's GmbH	Lebensmittel-einzelhandel	31	215	12.01.21	EV	Dr. Matthias Hofmann (Stefan Ettelt)	Plan	-
 navabi Navabi GmbH	Mode-einzelhandel	25	130	29.06.20	EV	Nada Nasser (Oliver Ruhe-Schweigel)	Plan	City Chic
 SMW Spezialmaschinen und Werkzeugbau GmbH & Co.KG	Metallverarbeitung	21	200	17.01.20	FV	Ralph-Jörn Kurschuss	Plan	Vier Türme UG (Michael Walter)
 Cantec Cantec GmbH & Co. KG	Maschinen- und Anlagenbau	20 ⁴	114	12.01.21	EV	Nils Meißner (Dr. Marc d'Avoine, Paul Michels)	Plan	Soudronic AG
 FOCAST FOCAST Lüneburg GmbH	Gießerei	20 ⁴	110	01.02.21	EV	Boris Freiherr v. d. Bussche (Hans G. Fritsche)	Plan	-

Vergleichsrechnung in Restrukturierungsverfahren

Alternativen zum Dual-Track-Investorenprozess

Die Schicksalsfrage in Insolvenz- und Restrukturierungsverfahren ist aus dem Blick des Gesellschafters mit Eigeninteresse, die Frage nach dem notwendigen Einbezug eines externen Investors, um eine angemessene Gläubigerbefriedigung im Rahmen einer Fortführungslösung sicherstellen zu können. In Eigenverwaltungsverfahren mit Planabsichten ist es daher zur Regel geworden, dass ein sogenannter Dual-Track-Investorenprozess aufgesetzt wird, um stets eine Alternativlösung zu der etwaigen angestrebten Planlösung ohne Einbezug eines Investors aufzubauen und um eine Einschätzung für einen, am Markt realisierbaren, Preis erlangen zu können. Ziel ist die „Flughöhe“ für die wirtschaftliche Ausgestaltung der Planlösung zu ermitteln. Im Rahmen eines Restrukturierungsverfahrens mittels Restrukturierungsplan hat sich hingegen noch keine marktübliche Vorgehensweise zur Gestaltung einer aufzusetzenden Vergleichsrechnung herausgebildet. Im Rahmen des Beitrages werden entsprechende Handlungsoptionen aufgezeigt.

I. Rahmenbedingungen für das Aufsetzen einer Vergleichsrechnung

Seit Inkrafttreten des SanInsFoG und den dort geregelten Änderungen der InsO ist die Einbeziehung der Vergleichsrechnung in einen Insolvenzplan gesetzlich normiert. Dabei war in der Praxis aber auch schon zuvor angekommen, dass eine Vergleichsrechnung obligatorisch ist. Konsens ist daher auch, dass eine Gegenüberstellung des Plans mit realisierbaren Liquidationswerten i. d. R. unzureichend ist – eine Vergleichsrechnung mit einer Bewertung aller alternativen Lösungsoptionen ist regelmäßig erforderlich.

Daher hat sich vor allem in Eigenverwaltungsverfahren mit Planabsichten des Gesellschafters die Erstellung einer Vergleichsrechnung mit den Optionen „Insolvenzplan ohne Einbezug eines Investors“ sowie „Übertragungslösung mit Einbezug eines externen Investors“ als Standard etabliert. In der Praxis zeigen sich auch gemischte Formen dieser beiden, aus Sicht des Gesellschafters, Antipoden-Lösungen.

Nicht immer scheint allerdings ein echter Markttest mit einer offenen Marktansprache im Rahmen eines Dual-Track-Investorenprozesses opportun, um eine Vergleichsrechnung aufstellen zu können. Je nach Geschäftsmodell und Ausgangssituation ist das Aufsetzen eines solchen, parallel zum Insolvenzplanerstellungsprozess laufenden Investoren-

prozesses, auch mit Risiken behaftet. Insbesondere der Gesellschafter, der regelmäßig der Nutznießer einer Planlösung ohne Einbezug eines Dritt-Investors ist, wird versuchen, einen solchen Prozess zu verhindern bzw. zu unterlaufen. Die entsprechenden Zielkonflikte sind offensichtlich.



Dr. Andreas Fröhlich
Baker Tilly
Corporate Finance

Zielkonflikte Dual-Track-Investorenprozess

Folgende mögliche nachteilige Wirkungen durch einen Investorenprozess sind in einer solchen Konstellation zu befürchten:

- *Prozess-Boykottierung durch das Management (insbesondere Geschäftsführender Gesellschafter):* Das Schuldnerunternehmen wird „schlecht geredet“ – „Poison Pills“ werden gelegt, Investitionsbedarfe hochgerechnet, Kundenbeziehungen problematisiert, dargelegte Planungen kritisch beleuchtet, etc.
- *Auswirkungen auf das Investoren-Universum:* Professionelle Investoren wissen um die Problematik, dass Investorenprozesse oftmals nur zur Ermittlung eines Vergleichswertes aufgesetzt werden. Regelmäßig sind daher solche Investoren trotz eines guten Fits nicht mehr bereit in den Prozess einzusteigen. Nur noch „Kern-Wettbewerber“ und Insolvenztouristen (ohne ernsthaftes Investitionsinteresse) verbleiben im Prozess, da diese Investoren entweder in der Lage sind, sich ein eigenes objektives Bild von dem Zielunternehmen ohne die entsprechenden Färbungen durch das Management zu machen oder aber resistent gegen entsprechend destruktive Darstellungen durch das Management sind. In Einzelfällen wird auch versucht, unmittelbare Wettbewerber aus dem Prozess herauszuhalten – wegen etwaiger Risiken der Nutzung der aus der Due Diligence gewonnenen Informationen. Vielversprechende, komplementär aufgestellte sowie oft auch ausländische Investoren, die regelmäßig bereit sind, eine „Strategische Prämie“ zu zahlen, werden durch die, in einigen Fällen defensive Darstellung des Unternehmens durch das Management, welches ggf. Eigeninteressen vertritt, möglicherweise ebenfalls aus dem Prozess gedrängt.

Die dargelegte Problematik ergibt sich insbesondere bei mittelständisch geprägten Krisenunternehmen, die durch einen Geschäftsführenden Gesellschafter geführt werden und nur über eine unterentwickelte zweite Führungsebene verfügen. Diese Ausgangssituation bildet allerdings in den in Deutschland anzutreffenden relevanten Krisenfällen eher die Regel als die Ausnahme.

Das vielfach genutzte Argument, dass durch das Bekanntwerden des Investorenprozesses im Markt die Planbemühungen des Schuldners konterkariert werden, lässt sich aus Sicht des Verfassers durch Erfahrungen in einer Vielzahl mit Fingerspitzengefühl geführter Dual-Track-Prozesse nicht validieren.

Alternativen zum Dual-Track

Die Nachteile eines etwaigen Dual-Track-Investorenprozesses im Zusammenhang mit einer aus Gläubigerperspektive attraktiven Planlösung ohne Einbezug eines Fremdinvestors führen in ausgewählten Fällen auch dazu, dass alternative Vorgehensweisen in Betracht zu ziehen sind. Derzeit werden in Einzelfällen Unternehmensbewertungen (nach IDW S 1) – oft auch als Fairness-Opinion (nach IDW S 8) getarnt – genutzt, um Vergleichsrechnungen aufzusetzen.

Allerdings zeigen insbesondere die institutionellen Gläubiger regelmäßig eine entsprechende Zurückhaltung bei solchen Vorgehensweisen. Frank Günther, One Square Advisors, fasst die Sichtweise einiger Gläubiger pointiert wie folgt zusammen: „Mit einer Vergleichsrechnung, [die nicht auf einem Dual-Track-Investorenprozess basiert] beauftragt durch das Unternehmen, soll der Markttest ersetzt bzw. vermieden werden. Eine unabhängige, objektive Rechnung scheidet damit per se aus.“¹ Die Bedenken einiger Stakeholder hinsichtlich der Aussagefähigkeit von Vergleichsrechnungen, die sich auf etwaige Gutachten stützt, sind dabei durchaus berechtigt, zeigen die üblicherweise genutzten alternativen Vorgehensweisen im Kontext der Erstellung einer Vergleichsrechnung doch erhebliche methodische Mängel.

Methodische/konzeptionelle Schwächen der genutzten Dual-Track-Substitute²

Die Bewertung insolventer oder in einer Krise befindlicher Unternehmen ist in der Betriebswirtschaftslehre ein noch wenig bearbeitetes Sachgebiet. Nur in einigen Ausnahmefällen von Unternehmen, mit auch in Krisensituationen sehr

belastbar planbaren Geschäftsmodellen, so bspw. Immobiliengesellschaften, ist die Bewertung eines Schuldnerunternehmens eine opportune Möglichkeit, einen Vergleichswert zu ermitteln. Eine belastbare Unternehmensbewertung bedarf einer mindestens dreijährigen Unternehmensplanung auf Stand-alone-Basis. Vor dem Hintergrund, dass zumindest in den Insolvenzverfahren regelmäßig eine 3-Monats-Planung eine Herausforderung darstellt und bereits mit Unsicherheiten behaftet ist, ist ein solcher Planungszeitraum oftmals nicht belastbar planbar – zumal dies auch zwangsläufig die Erstellung eines Sanierungskonzeptes erfordern würde. Gleichzeitig hat sich gerade in Insolvenzfällen oftmals gezeigt, dass die zuvor erstellten Sanierungskonzepte eben genau nicht zu einer nachhaltigen Sanierung geführt haben. D. h. die in diesem Zusammenhang erstellten Planungen sind daher regelmäßig nicht nutzbar, um darauf eine entsprechende Bewertung aufzusetzen. Der Versuch, eine Unternehmensbewertung auf Basis des Status quo bzw. historischer Werte zu erstellen, kann dabei zumindest in einem Insolvenzverfahren keine realistische Option darstellen.

Unzureichende Planbarkeit der Geschäftstätigkeit

Grundproblematik für die Bewertung von Krisenunternehmen ist die mangelhafte Planbarkeit der zukünftigen Geschäftstätigkeit. Insolvente Unternehmen sind durch einen Operating sowie Direkten und Indirekten Financial Distress, der in den meisten Fällen kaum zu quantifizieren ist, geprägt. Der Operating Distress in Form von Ineffizienzen und unvorteilhafter Kostenstruktur ist i. d. R. (mit Unsicherheiten) planbar – dazu stellt insbesondere ein Insolvenzverfahren einen guten Instrumentenkasten zur Verfügung. Und auch der Direkte Financial Distress in Form der Sanierungskosten, der Kosten eines Insolvenzverfahrens etc., ist eine planbare Größe. Die vier Kategorien des Indirekten Financial Distress sind allerdings kaum planbare Größen:

- **Umsatz:** Ein Durchbrechen der Abwärtsspirale von sinkenden Umsätzen ist oftmals nicht seriös prognostizierbar. Wichtige Kunden wandern aufgrund der herrschenden Unsicherheit ab.
- **Lieferanten:** Lieferanten erleiden oftmals Verluste. Preiserhöhungen und geänderte Zahlungskonditionen sind die Folge. In Zeiten knapper Rohstoffe sind auch Lieferstopps übliche Konsequenzen einer krisenhaften Unternehmenssituation.
- **Mitarbeiter:** Schlüsselmitarbeiter verlassen regelmäßig das Krisenunternehmen. Die Langfristauswirkungen dieses sog. „Talent Drains“ gefährden oftmals die grundlegende Zukunftsfähigkeit von Unternehmen. Weiterhin ist ein Unternehmen in einer Krisensituation mit Blick auf etwaige Neueinstellungen auch weniger attraktiv auf einem zunehmend schwieriger werdenden Arbeitsmarkt.
- **Investitionen:** Der regelmäßig vorhandene Investitionsstau lässt sich trotz vorhandener finanzieller Mittel nur langsam auflösen, da entsprechende Sachanlagen und auch entsprechend qualifizierte Mitarbeiter in einem dynamischen Marktumfeld nicht immer zeitnah verfügbar sind.

Posten	Wert	Wert
Personalarbeitsaufwand	76.473	0
a) Löhne und Gehälter	0	179.601
b) Soziale Abgaben und Aufwendungen	-8.115	71.965
c) Sonderkosten	0	0
Abschreibungen:	4.746	58.047
1) auf immaterielle	1.827	0
2) auf Vermögen	21.560	1.827
3) auf Vermögen	30.253	21.560
sonstige Abschreibungen	9.798	0
Umsatz	0	9.798
Ergebnis	16.404	0

1) SanInsights 4/2021

2) Fröhlich/Eckhardt: Bewertung insolventer Unternehmen (in Eigenverwaltungsverfahren): Rahmenbedingungen, Herausforderungen, Lösungsansätze, Würdigung, in ZInsO 20/2015, S. 925ff.



Wert ist nicht gleich Preis

Um eine Vergleichsrechnung belastbar aufstellen zu können, sind tatsächlich am Markt realisierbare Preise zu ermitteln. Per Bewertungsverfahren ermittelte theoretische Werte sind daher maximal Indikatoren für einen möglichen Preiskorridor.

Hilfreich ist daher vor allem auch die Einnahme des Blickwinkels eines potenziellen Investors auf das möglicherweise zu erwerbende Schuldnerunternehmen. Der potenzielle Erwerber bezieht regelmäßig folgende Eckwerte in seine Betrachtung ein, um einen Angebotspreis für den Erwerb der Gesellschaft zu ermitteln:

- *Ertragswertermittlung auf Basis einer durch den Erwerber erstellten Mittelfristplanung:* Regelmäßig wird auch der potenzielle Investor eine Planung auf Basis einer eigenen Einschätzung der Risiken und Chancen vornehmen. Dies ist insofern wenig überraschend, als dass die Risikobewertung über den Geschäftsverlauf nach einer Antragstellung regelmäßig grundlegend anders ausfällt, als durch den Verkäufer bzw. den Schuldner. Dieser Wertansatz berücksichtigt die durch den Erwerber zu hebenden Synergiepotenziale und stellt auf eine nachhaltige Sanierung des Zielunternehmens ab. Der ermittelte Wert dürfte eher einen Maximalpreis darstellen, da die durch den Erwerber erst noch zu hebenden Wachstums- sowie Synergie-Potenziale in die Ermittlung einzu beziehen sind. Üblicherweise sind diese Potenziale dem Erwerber zuzurechnen und werden dem Verkäufer nicht entsprechend honoriert (spezifischer Potenzialwert für den jeweiligen Erwerbersinteressenten).
- *Ertragswertermittlung auf Basis aktueller Daten:* Die vom Schuldnerunternehmen erstellte Planung ist regelmäßig maximal ein Anhaltspunkt unter vielen für eine Kaufpreisbestimmung. Vor allem die kritisch hinterfragte 12-Monatsplanung des Targets ab dem Erwerbszeitpunkt

bildet dabei den Datenkranz für eine entsprechende Wertermittlung. Zentral ist dabei die Frage, wer der Ersteller der Planung ist: Wird die Planung durch eine neutrale externe Beratungsgesellschaft erstellt oder wird die Planung durch das Management/die ggf. geschäftsführenden Gesellschafter mit Eigeninteressen erstellt? Die Ertragswertermittlungen in den beiden letztgenannten Fällen erfolgen regelmäßig mittels Multiplikatorverfahren auf Basis einer Planung für die ersten ein bis zwei Jahre der Fortführung nach dem Erwerb des Krisenunternehmens.

- *Substanzwertansatz:* Die Insolvenzverwaltung denkt regelmäßig in den Größen „Liquidationswert“ und „Fortführungswert“ für die relevanten Assets, so für das Sachanlagevermögen und für das Vorratsvermögen. I. d. R. bilden diese beiden Werte den Minimal- und Maximalwert für einen möglichen Kaufpreis im Rahmen eines Asset-Deals.

Weiterhin oftmals propagierte Instrumente³, wie Market-Soundings, Machbarkeitsanalysen oder Markt-Chancen-Analysen, sind per se ungeeignet, mögliche Marktpreise, die die Basis für eine Vergleichsrechnung bilden sollten, zu ermitteln, da nur qualitative Ergebnisse erwartbar sind. Die genannten Vorgehensweisen können möglicherweise Elemente einer Fairness Opinion sein, um ein Gesamtbild zu vervollständigen – die Instrumente sind stand-alone ebenso wie die o. g. Ansätze, die eine Wertermittlung aus Käufer-sicht aufzeigen, kaum ausreichend, um die Basis für eine Vergleichsrechnung schaffen zu können.

Und auch die Ergänzung dieser Instrumente um eine Unternehmensbewertung greift aus den o. g. Gründen regelmäßig zu kurz.

3) Schröder/Rekers, ZInsO 2019, 711; Frind, ZInsO 2021, 1093.

II. Alternative Lösungsansätze zur Erstellung einer Insolvenzplan-Vergleichsrechnung

Nicht behoben, aber doch deutlich reduziert werden, können die konzeptionellen Mängel der oben skizzierten Lösungsansätze durch die Nutzung folgender Instrumente:

Alternative 1:
**Fairness Opinion
(DVFA)**

Alternative 2:
**Hybrid-
Investorenprozess**

Alternative 3:
**Anonymisierter, selektiver
Investorenprozess**

Die angestrebte Fairness Opinion basiert dabei aber ausdrücklich nicht auf dem entsprechenden IDW S 8-Standard, der im Kern eine klassische Unternehmensbewertung darstellt. Eine Fairness Opinion gemäß IDW S 8 stellt lediglich eine Abwandlung einer Unternehmensbewertung gemäß IDW S 1 dar. Eine klassische Unternehmensbewertung ist in dem betrachteten Kontext aber eben genau kein geeignetes Lösungsinstrument.

Im Weiteren wird auf die Erstellung einer Fairness Opinion in Anlehnung an den entsprechenden Standard der DVFA – Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management e.V. – abgestellt.

Vergleichsrechnung Alternative 1 Fairness Opinion (DVFA)

Im Grundsatz ist eine Fairness Opinion eine „Stellungnahme zur finanziellen Angemessenheit einer Unternehmenstransaktion“ (Definition gem. DVFA – Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management e.V.) „[...] die Fairness Opinion [hat] die Funktion, zusammen mit anderen Maßnahmen zur ordnungsgemäßen Vorbereitung einer Entscheidung beizutragen, und somit die Voraussetzungen für das Privileg der „Business Judgement Rule“ zu erfüllen und Haftungsrisiken zu reduzieren.“⁴

Die Methodik zur Erstellung einer Fairness Opinion ist dabei nicht festgelegt – vielmehr gilt der Grundsatz der Methodenvielfalt. D. h. es ist nicht zwingend ein bestimmtes Verfahren auszuwählen, vielmehr ist die Angemessenheit des zu wählenden Instrumentariums jeweils fallspezifisch festzulegen. Die relevante Datenbasis zur Erstellung einer Fairness Opinion zur Ermittlung eines angemessenen Marktwertes für eine Transaktion eines Krisenunternehmens ist folgend exemplarisch dargelegt:

Fairness Opinion – Datengrundlagen zur Marktpreisermittlung in Distressed Transaktionen

Allgemeine Daten	Erfahrungen im spezifischen Distressed-Transaktionsmarkt	Unternehmensspezifische Daten
<ul style="list-style-type: none"> Allgemeine Markt-/Branchenentwicklungen Analyse des Transaktionsmarktes in der speziellen Branche, insbesondere von Distressed Cases Strategische Marktentwicklungen als Auslöser für das Transaktionsgeschehen Analyse Transaktionsbewertungen und ggf. Ableitung von Wertansätzen 	<ul style="list-style-type: none"> Liquidationsrisiken/Fortführungswahrscheinlichkeiten von Krisenunternehmen in der jeweiligen Branche Umfang der Fortführungslösungen (Mitarbeiter), Zeitdauer der Lösungsgestaltung ... Nachhaltigkeit der Fortführungslösungen Wertindikation aus vergleichbaren Distressed-Transaktionen 	<ul style="list-style-type: none"> Historische betriebswirtschaftliche Daten Sanierungskonzept für Planverfahren/Sanierungsstoßrichtungen Mittelfristplanung Wettbewerbsposition/Strategische Relevanz des Unternehmens Wettbewerbslandschaft – strategische Stoßrichtungen etwaiger Interessenten Mögliches Investorenumfeld Leistungsfähigkeit potenzieller Interessenten Zeitschiene für Investorenprozess Gutachten zum Sachanlagevermögen/Immobilien Vorratsvermögen nach Altersstruktur/Umschlagshäufigkeit

Von zentraler Bedeutung ist die Erstellung der Fairness Opinion durch einen Transaktionsexperten. Ein Bewertungsexperte wird aufgrund des methodischen Rüstzeugs regelmäßig einen theoretischen Wert ermitteln und nicht einen möglicherweise am Markt realisierbaren Preis. Es sind Lösungsszenarien zu skizzieren, die mögliche Erwerberkonzepte abbilden – denn neben dem realisierbaren Kaufpreis ist auch zu antizipieren, wie ein mögliches Fortführungskonzept aussehen könnte. Hierzu sind dann Szenarien zu bilden, die den möglichen Erhalt oder die Aufgabe von Standorten und Funktionen sowie die entsprechend davon betroffenen Arbeitnehmer abbilden.

Im Ergebnis ist durch eine derart erstellte Fairness Opinion die Bandbreite für einen Erwartungswert-Marktpreis für den Fall der Umsetzung einer zu einer Planlösung alternativen Investorenlösung zu ermitteln. Es erfolgt keine exakte Wertermittlung, sondern eine Abschätzung von erwartbaren Marktpreisen. Hierzu sind insbesondere auch Fortführungsszenarien zu skizzieren. Es erfolgt keine Reduzierung möglicher Lösungen auf einen (mit hohen Unsicherheiten behafteten) möglichen Wert, sondern es werden zu antizipierende Gesamtlösungen mit möglichen Marktpreisen entwickelt. Diese Lösungsansätze sind mit Erfolgswahrscheinlichkeiten zu hinterlegen. In einer abschließenden Gesamtschau sind alle Detailinformationen, Preisindikationen und Lösungswahrscheinlichkeiten zu einem Gesamtbild zu verdichten, um zu einer möglichst schmalen Preisbandbreite zu gelangen.

Eine „Fairness Opinion“ kann vor allem dann ein geeigneter Ansatz sein, auf einen Dual-Track-Investorenprozess zu verzichten, wenn eine hohe Wahrscheinlichkeit besteht, dass die angestrebte Planlösung umgesetzt wird und vor allem entsprechende finanzielle Mittel zur Unterstützung der Umsetzung zur Verfügung gestellt werden können. Eine hohe Akzeptanz der angestrebten Planlösung durch die Gläubiger ist regelmäßig Grundvoraussetzung, um einen solchen Weg bestreiten zu können. Ist die Vertrauensbasis zwischen Gläubiger und Schuldner bereits geschädigt, dürfte ein solches Vorgehen wenig Chancen auf Erfolg haben. Weiterhin sollte die verlustfreie Fortführung des Geschäftsbetriebes gesichert sein, damit im Falle eines Scheiterns der angestrebten Planlösung kein Notverkauf oder sogar eine Liquidation erforderlich wird.

Vergleichsrechnung Alternative 2 Hybrid-Investorenprozess

Ein Hybrid-Investorenprozess ist eine derzeit in der Praxis noch eher selten angewendete Alternative zur Umsetzung eines Dual-Track-Investorenprozesses. Ein derart gestalteter, gestufter Investorenprozess mit Abbruchmöglichkeiten zu definierten Zeitpunkten ist darauf ausgerichtet, die Interessen des Schuldners und der Gläubiger miteinander zu „versöhnen“ – ohne dass die Gläubiger sich in eine schlechte Verhandlungsposition begeben, da keine Back-up-Lösung als Alternative zum Planverfahren entwickelt wird. Da eine gewisse Zeitverzögerung gegenüber einem Dual-Track-Prozess zu berücksichtigen ist, sollte als Voraussetzung zur Nutzung dieses Lösungsweges ebenfalls noch ein intaktes Vertrauensverhältnis zwischen Schuldnerunternehmen und Gläubiger bestehen. Die angestrebte Planlösung ohne Einbezug eines Fremdinvestors sollte über eine hohe Umsetzungswahrscheinlichkeit verfügen und die verlustfreie Fortführbarkeit sollte über einen längeren Zeitraum sichergestellt sein.

Der Hybrid-Prozess ist ein 4-stufiger Investorenprozess, der nach dem Abschluss einer jeden Stufe abgebrochen werden kann, sollte keine entsprechende Notwendigkeit mehr bestehen, da zwischenzeitlich der Insolvenzplan so weit vorangeschritten ist, dass eine Fortsetzung des Investorenprozesses nicht mehr opportun erscheint. Die erste Stufe des Prozesses zeichnet sich durch entsprechende Vorbereitungsarbeiten aus, d. h. Daten sind zu analysieren und aufzubereiten, eine Interessentenliste, ein Kurzprofil sowie ein Informationsmemorandum sind zu erstellen und der elektronische Datenraum ist vorzubereiten. Im Gegensatz zu einem Dual-Track-Investorenprozess, der regelmäßig unter hohem Zeitdruck umzusetzen ist, erfolgt in dieser Phase des Prozesses noch keine Interessentenansprache. Vielmehr wird nach i. d. R. vier Wochen Vorbereitungszeit durch den Gläubigerausschuss entschieden, ob der Investorenprozess abgebrochen oder pausiert werden soll, weil sich die gleichzeitig angestrebte Planlösung schon deutlich konkretisiert hat. Alternativ ist der Prozess fortzuführen, so dass der Druck zur Konkretisierung des Plankonzeptes auf das Schuldnerunternehmen nicht nur aufrechterhalten, sondern kontinuierlich erhöht wird.

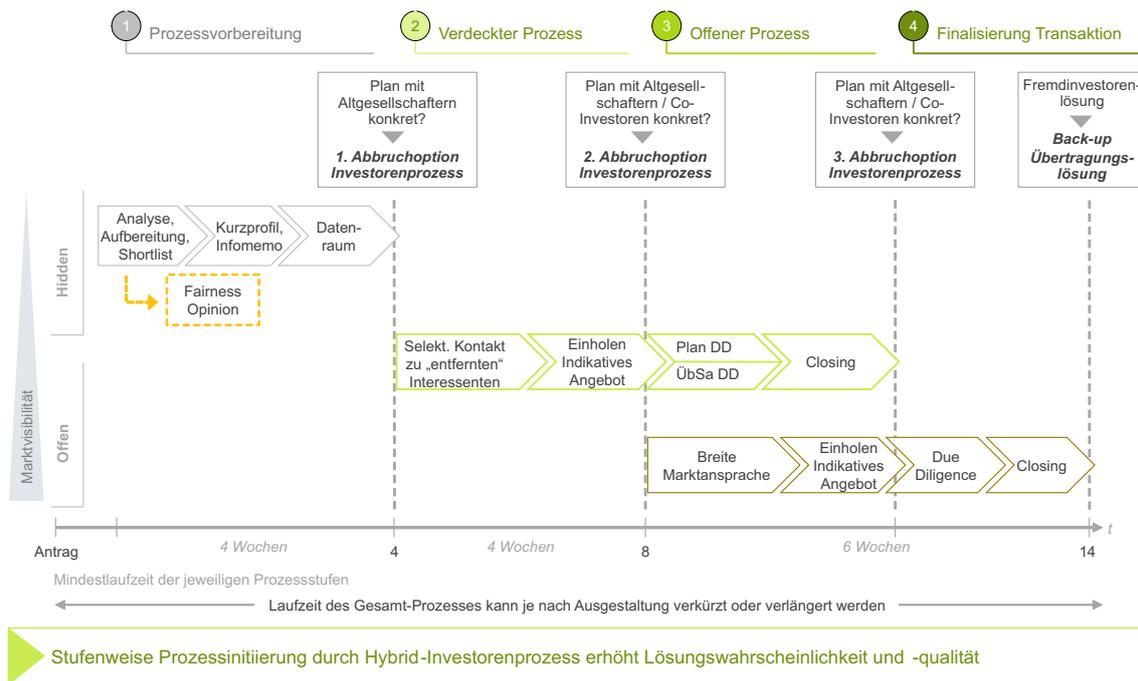
1./2. Prozessstufe: Keine/geringe Marktvisibilität

Diese erste Stufe des Hybrid-Prozesses kann auch mit einer Fairness Opinion in Anlehnung an den DVFA-Standard gekoppelt werden, da viele Vorbereitungsarbeiten für den Investorenprozess auch zur Umsetzung der Fairness Opinion erforderlich sind. Auch ist dann frühzeitig eine Wertindikation verfügbar, die dann im Laufe des Hybrid-Prozesses, i. d. R. nach der zweiten Stufe, durch vorliegende Absichtserklärungen aus dem Investorenprozess untermauert werden kann.

Die zweite Stufe des Prozesses würde mit einer verdeckten Ansprache ausgewählter Interessenten starten. Wie bei klassischen Investorenprozessen würde also der Name des Targets bei der Ansprache nicht benannt werden. Der Fokus würde auf Interessenten gelegt werden, die nicht in einem unmittelbaren Wettbewerb zu dem Target stehen und bei denen auch davon auszugehen ist, dass die Vertraulichkeit besser gewahrt wird als bei einer direkten offenen Ansprache von unmittelbaren Wettbewerbern.

Investorengruppen, die in dieser Phase angesprochen werden, sind üblicherweise Finanzinvestoren oder auch ausländische Investoren, die regelmäßig einen längeren Zeitraum zur Prüfung des Targets benötigen. Die Abwicklung von Transaktionen mit ausländischen Interessenten, die komplementär aufgestellt sind, nimmt naturgemäß einen längeren Zeitraum in Anspruch, als der Prozess mit unmittelbaren Wettbewerbern, die oftmals in Deutschland beheimatet sind. Während dieser Phase des Investorenprozesses kann einerseits die Insolvenzplanlösung durch den Schuldner weiter vorangetrieben werden, während gleichzeitig kein Schaden im Markt auftritt, da zumindest bei der Erstkontaktaufnahme verdeckt angesprochen wird und die unmittelbaren Wettbewerber zunächst ausgespart bleiben. Diese Phase endet dann regelmäßig mit der Einholung entsprechender Absichtserklärungen mit Abgabe von Wertindikationen durch die selektiv angesprochenen Investoren. Auf Basis dieser indikativen Angebote einerseits und auf Basis des aktuellen Status der Insolvenzplanerstellung andererseits entscheidet dann der Gläubigerausschuss erneut, inwieweit der Investorenprozess fortgesetzt werden soll oder ob ein Abbruch die bessere Lösung darstellt, da der Insolvenzplan möglicherweise schon weitestgehend ausverhandelt ist und die Lösungsqualität der angestrebten Planlösung mit den indikativen Angeboten aus der selektiven Ansprache in Einklang zu bringen ist.

Hybrid-Investorenprozess – idealtypischer Ablauf in 4 Stufen



3./4. Prozessstufe: Breite Marktansprache

Die dritte Stufe des Prozesses bedeutet eine breite, offene Ansprache aller möglichen Interessenten, so wie es bei einem Fast-Track-Investorenprozess in einer Insolvenzsituation üblich ist. Auch hier wird der Prozess wieder zumindest bis zur Einholung entsprechender Absichtserklärungen geführt, um auf Basis der dann vorliegenden Angebote zu entscheiden, den Gesamtinvestorenprozess abzubrechen und in die Realisierungsphase des Insolvenzplanprozesses einzusteigen.

Sollte der Gläubigerausschuss zum Abschluss der dritten Phase den Investorenprozess nicht abbrechen und nicht in die finale Umsetzung der Planlösung einsteigen, würde die vierte Phase des Prozesses starten. D. h. die finale Umsetzung einer Lösung mit einem externen Investor würde beginnen, da die angestrebte Planlösung ohne Einbezug eines externen Investors auch in der verlängerten Zeitschiene nicht entsprechend konkretisiert werden konnte, so dass Alternativlösungen zur Umsetzung kommen müssen.

Der Vorteil eines solchen Hybrid-Prozesses besteht darin, dass einer vom Schuldner angestrebten Planlösung ohne Einbezug eines externen Investors zunächst genügend Raum und Zeit gegeben wird, um entsprechende Finanzierungen und Sanierungskonzepte auszuarbeiten und einen Insolvenzplan aufzusetzen. Gleichzeitig wird die Lösung durch eine zu aggressive Vermarktung nicht konterkariert. Allerdings wird parallel auch immer eine Back-up-Lösung entwickelt, so dass die Gläubiger nicht Sorge laufen müssen, sich einem Umsetzungsdruck für eine suboptimale Planlösung aussetzen zu müssen.

Der Nachteil eines solchen Lösungsansatzes besteht sicherlich in der längeren Zeitschiene, die benötigt wird, um einen solchen Prozess adäquat umsetzen zu können. Ein zusätzlicher Zeitraum von zwei bis acht Wochen gegenüber einem üblicherweise aufzusetzenden Dual-Track-Investorenprozess – je nachdem, welche Entscheidungen in den jeweiligen Stufen durch den Gläubigerausschuss gefällt werden – wird benötigt. Vergleichswerte können durch diese Vorgehensweise erst mit einem Zeitverzug von 2 bis 6 Wochen gegenüber einem Dual-Track-Investorenprozess ermittelt werden, falls dieser Lösungspfad nicht gleichzeitig mit einer Fairness Opinion gekoppelt wird.

Vergleichsrechnung Alternative 3

Anonymisierter selektiver Investorenprozess

Ein selektiver Prozess mit anonymer Erstansprache kann in Einzelfällen das Mittel der Wahl sein. Dies aber vor allem dann, wenn als Investoren weniger unmittelbare Wettbewerber in Frage kommen, sondern eher komplementär aufgestellte Unternehmen, die durch eine Akquisition einen echten Mehrwert generieren können.

Direkte Wettbewerber als Interessenten haben den Vorteil, dass diese sich regelmäßig relativ schnell ein Bild vom Unternehmen machen können, ohne dass umfassende Aufbereitungsarbeiten durch den M&A-Advisor notwendig sind. Der Nachteil ist zwangsläufig, dass der Nutzen für den Investor regelmäßig in der Realisierung von Kostenpotenzialen liegt. Oftmals sind solche Lösungen nicht kaufpreismaximal und oft wird auch eine hohe Anzahl von Mitarbeitern abgebaut, da Kostensynergien realisiert werden sollen.

Komplementär aufgestellte Interessenten haben den Blick mehr auf etwaige Wachstumspotenziale durch die Realisierung eines etwaigen Erwerbs. Dies ist wichtig für die Möglichkeiten zur Kaufpreismaximierung, aber auch zur Gewährung einer entsprechenden Vertraulichkeit. Die Gefahr, dass ein Verkaufsversuch in der Branche publik wird, ist sehr viel geringer, wenn keine direkten Wettbewerber im Heimatmarkt angesprochen werden. Ist der Interessent beispielsweise in einer angrenzenden Industrie tätig oder im Ausland ansässig und weniger im angestammten Heimatmarkt, dann kann durch eine selektive Ansprache solcher Interessenten das Risiko einer weitgehenden Streuung der Information, dass ein Unternehmensverkauf beabsichtigt ist, stark reduziert werden.

Die Basis für die Marktabschätzung wird allerdings begrenzt – letztlich ist die Qualität des Ergebnisses dann von dem Umfang der selektiv adressierten Investoren abhängig.

III. Lösungsansätze für die Vergleichsrechnung im Rahmen eines Restrukturierungsplans

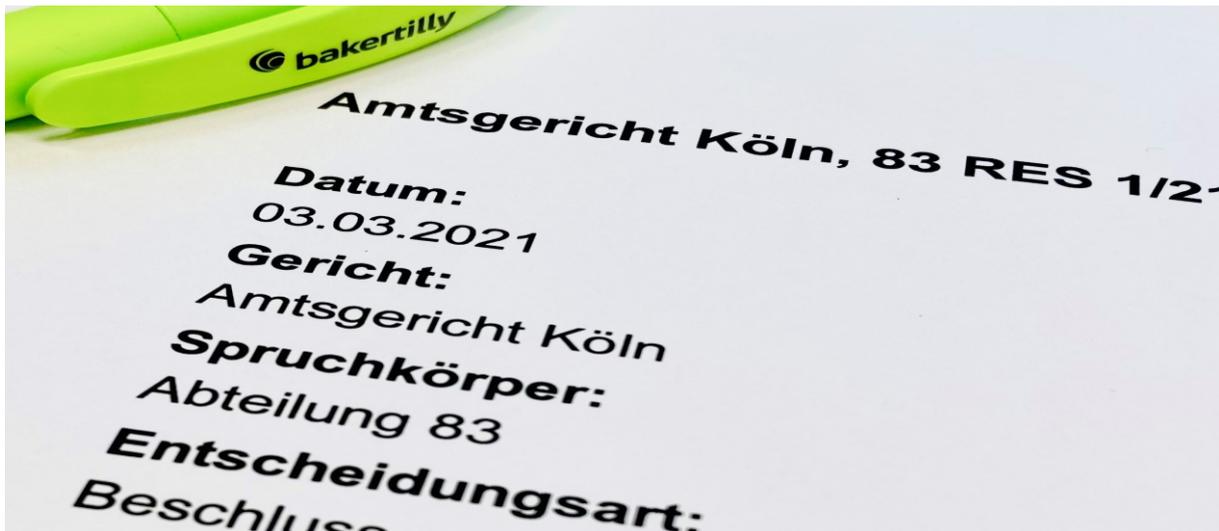
Auch im Rahmen von StaRUG-Sanierungen gilt, dass Verzicht der Gläubiger nur dann zu rechtfertigen sind, wenn die vom Schuldner vorgeschlagenen Forderungsverzichte im Vergleich zu anderen Optionen die bessere Alternative darstellen. Dies muss gem. §6 Abs 2 StaRUG im Rahmen einer Vergleichsrechnung dargelegt werden. Für diese Vergleichsrechnung sind Fortführungswerte anzusetzen. In der bisherigen Insolvenzplanpraxis wurden regelmäßig Dual-Track-Investorenprozesse umgesetzt und die sich daraus ergebenden Vergleichswerte als Maßgabe für einen umzusetzenden Insolvenzplan genutzt. Der in dieser Form am Markt ermittelte Wert stellt regelmäßig eine objektive Vergleichsgröße dar. Anders verhält es sich mit den ermittelten Fortführungswerten für die relevanten Assets: Dies ist kein objektiv am Markt verprobter Wert, sondern ein von einem Sachverständigen ermittelter (Reproduktions-)Wert. Es ist kein am Markt erzielbarer Wert – insofern wird hier eine Messlatte aufgelegt, die keinen unmittelbaren Marktbezug hat. Zweifelsohne sinnträchtig ist, den Liquidationswert nicht als geeigneten Bezugswert für eine Vergleichsrechnung zu nutzen – auch wenn der Liquidationswert eine regelmäßig am Markt erzielbare Bezugsgröße darstellt. Die Praxis zeigt aber, dass die von Sachverständigen ermittelten Fortführungswerte für das Sachanlagevermögen in

Asset-Deal-Transaktionen oftmals am Markt nicht erzielbar sind. Weiterhin ist regelmäßig das Vorratsvermögen die wertmäßig größte Einzelposition im Rahmen einer Asset-Deal-Betrachtung. Diesbezüglich haben sich zumindest im Insolvenzrecht noch keine anerkannten, allgemeinen Bewertungsansätze herauskristallisiert. Es bleibt abzuwarten, welche Lösungsansätze die Praxis hier für die Bewertung von Asset-Positionen in StaRUG-Verfahren hervorbringt.

Beschluss AG Köln vom 03.03.2021 zur Vergleichsrechnung⁵

In einem konkreten Fall hat das AG Köln die Schlüssigkeitsprüfung auf Basis der von der Schuldnerin angewendeten Ermittlung eines Unternehmenswertes anhand eines Multiplikatorverfahrens akzeptiert. Diese Vorgehensweise scheint dann angemessen, wenn die Ertragsstärke des Unternehmens in der Größenordnung des Branchendurchschnitts liegt. Liegt die Ertragsstärke des betreffenden Unternehmens deutlich unterhalb des Branchenschnitts oder wurden gar negative EBIT-Werte realisiert, ist dieser Wertansatz allerdings aus o. g. Gründen kaum geeignet einen adäquaten Vergleichswert zu bilden. In StaRUG-Verfahren ist jedoch regelmäßig von unterdurchschnittlich performenden Unternehmen auszugehen, so dass eine Verallgemeinerung dieses Lösungsansatzes in Frage zu stellen

5) AG Köln, Beschl. V. 3.3.2021 – 83 RES 1/21, ZInsO 2021, 868; Ziegenhagen, ZInsO 2021, 2055



ist. Wie oben dargestellt, ist das Multiplikatorverfahren regelmäßig keine Vorgehensweise, die zur Wertermittlung für ein im Distress befindliches Unternehmen geeignet ist.

Zu betrachtende Lösungsszenarien

Grundsätzlich dürfte die in einem StaRUG-Fall geforderte Vergleichsrechnung mindestens drei Szenarien umfassen:

- Die Fortführung des krisenbefangenen Unternehmens im Wege der Restrukturierungsplanung
- Die außerinsolvenzliche Veräußerung des krisenbefangenen Unternehmens
- Die Liquidation oder Veräußerung des Unternehmens (Übertragungslösung) im Wege eines Insolvenzverfahrens

Teilweise wird die Darstellung von bis zu fünf Alternativszenarien gefordert, um das „nächstbeste Alternativszenario“ ergründen zu können.⁶

Für die außerinsolvenzliche Veräußerung sowie die Veräußerung im Rahmen eines Insolvenzverfahrens dürfte es dabei die größte Herausforderung sein, adäquate Werte zu ermitteln. Die bisher im Rahmen eines Insolvenzverfahrens regelmäßig gewählte Vorgehensweise des Aufsetzens eines Dual-Track-Investorenprozesses mit einer breiten, offenen Marktansprache dürfte nicht immer eine der Ausgangssituation angemessene Vorgehensweise darstellen. Das Ziel einer StaRUG-Sanierung, dass diese still und unter dem Radar der Öffentlichkeit umgesetzt werden soll, würde somit andernfalls regelmäßig konterkariert werden. Alternativ könnte allerdings auch ein Investorenprozess in klassischer Form, d. h. zunächst mit einer anonymisierten und selektiven Ansprache beginnend, aufgesetzt werden.

Instrumente zur Vergleichswertermittlung

Möglicherweise ist eine abgewandelte Form eines Hybrid-Investorenprozesses auch ein geeignetes Instrument dieser besonderen Ausgangssituation zu begegnen. Falls es allerdings nicht um das Gewinnen eines externen Investors für die Umsetzung/Finanzierung einer Sanierung geht, sondern

die Vergleichswertermittlung im Vordergrund steht, scheint es sinnträchtig, eine minimalinvasive Vorgehensweise zu wählen.

Für diese Aufgabenstellung passend, stellt sich dann die Vergleichswertermittlung mittels einer Fairness Opinion in Anlehnung an den DVFA-Standard dar. Das Instrument ist hinreichend flexibel, um die besonderen Herausforderungen dieser Situation zu erfassen. Zentral ist dabei erneut, dass die Ermittlung einer Wertindikation aus dem Transaktionsblickwinkel erfolgt und nicht aus dem Blickwinkel der Unternehmensbewertung. Maßgabe einer Vergleichsrechnung muss der am Markt realisierbare Preis bleiben und nicht der auf Basis einer Unternehmensbewertung ermittelte theoretische Wert. Die Erstellung einer Fairness Opinion durch einen entsprechend erfahrenen M&A-Advisor scheint dabei das Mittel der Wahl zu sein, um diese herausfordernde Aufgabenstellung zu managen und somit eine Absicherung der Entscheidungsprozesse für die Entscheidungsträger darstellen zu können.

Fazit

Vergleichsrechnungen zur Konzeptionierung eines Insolvenz- oder Restrukturierungsplans, die auf einer Unternehmensbewertung nach IDW S 1 oder aber auf einer Fairness Opinion nach IDW S 8 aufsetzen, greifen regelmäßig zu kurz, weil die Besonderheiten von Unternehmen in Krisensituationen nicht entsprechend abbildbar sind. Gleiches gilt für den Versuch einer Wertermittlung über sog. Multiplikatorverfahren.

Soll der zumindest in Eigenverwaltungsverfahren übliche Dual-Track-Investorenprozess nicht genutzt werden, ermöglicht die Erstellung einer Fairness Opinion in Anlehnung an den DVFA-Standard in der oben dargelegten Vorgehensweise die Ermittlung angemessener Vergleichswerte. Alternativ sind auch der Hybrid-Investorenprozess sowie der anonymisierte, selektive Investorenprozess unter spezifischen Rahmenbedingungen geeignete Instrumente, um für eine Vergleichsrechnung entsprechende Informationen zu liefern.

6) Skauradzsun, KTS 2021; Folgende Szenarien werden hier eingefordert: „Ohne-alles“ Szenario, Fortführung im Insolvenzplanverfahren, Verkauf als fortgeführtes Unternehmen außerhalb oder im Insolvenzverfahren, stückweiser Verkauf des Unternehmens.

Baker Tilly Corporate Finance



> 100

Erfolgreich
umgesetzte
Distressed
Transaktionen



> 20

Jahre
Erfahrung
im Distressed
M&A



#1

Mergermarket
Anzahl Distressed
Transaktionen
2011-Q2/2021

(inkl. der Distressed-M&A-
Boutique „perspektiv“, die 2018
in Baker Tilly integriert wurde)

Baker Tilly Corporate Finance | Ansprechpartner: Dr. Andreas Fröhlich | +49 89 55066-590 | corporatefinance@bakertilly.de

bakertilly.de

Impressum:

Baker Tilly Unternehmensberatung GmbH, Nymphenburger Straße 3b, 80335 München | T: +49 89 55066-590
Redaktionsleitung: Dr. Andreas Fröhlich | Koordination: Silvan Drasch | Kontakt: corporatefinance@bakertilly.de

Hinweis:

Die in dieser Publikation enthaltenen Beiträge sind nach bestem Wissen und Kenntnisstand verfasst. Eine Haftung kann trotz sorgfältiger Bearbeitung nicht übernommen werden. Die Ausführungen dienen ausschließlich der allgemeinen Information und können daher eine qualifizierte, fachliche Beratung im Einzelfall weder ganz noch teilweise ersetzen. Baker Tilly steht Ihnen dazu gerne zur Verfügung.

Now, for tomorrow

Follow us:      

AUDIT & ADVISORY • TAX • LEGAL • CONSULTING

Baker Tilly bietet mit 37.000 Mitarbeitern in 148 Ländern ein breites Spektrum individueller und innovativer Beratungsdienstleistungen in den Bereichen Audit & Advisory, Tax, Legal und Consulting an. Weltweit entwickeln Wirtschaftsprüfer, Rechtsanwälte, Steuerberater und Unternehmensberater gemeinsam Lösungen, die exakt auf jeden einzelnen Kunden ausgerichtet sind, und setzen diese mit höchsten Ansprüchen an Effizienz und Qualität um. In Deutschland gehört Baker Tilly mit 1.160 Mitarbeitern an zehn Standorten zu den größten partnerschaftlich geführten Beratungsgesellschaften.

© Baker Tilly | 2021

