

Bewertung von Kapitalgeberansprüchen im Rahmen eines Sanierungsversuchs

11. Mannheimer Insolvenzrechtstag

Prof. Dr. Andreas Schüler
Universität der Bundeswehr München
andreas.schueler@unibw.de

Juni 2015

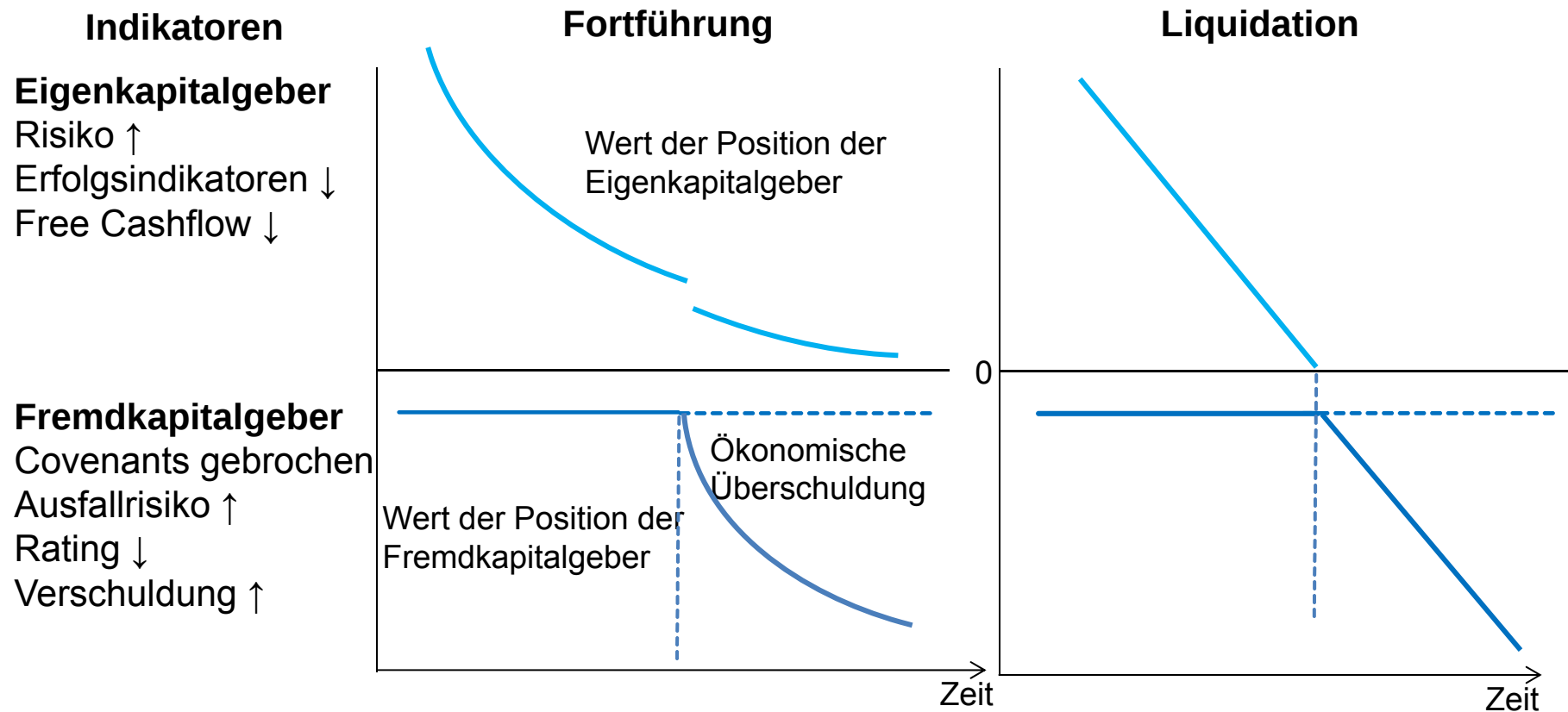
Agenda

1. Einleitung
2. Eingrenzungen
3. Zur anlassgerechten Bewertungstechnik
4. Kalkül der Kapitalgeber
5. Folgerungen

Zielsetzung & Annahmen

- Diskussion der Bewertung von Kapitalgeberansprüchen
 - bei der Entscheidung zwischen Fortführung und Liquidation aus Sicht der Gesamtheit der Kapitalgeber (Bewertungsanlass 1) und
 - bei der Prüfung der Umsetzbarkeit und der Umsetzung des Sanierungsversuchs differenziert nach Kapitalgebergruppen (Bewertungsanlass 2)
- Annahmen:
 - Rechtsform mit beschränkter Haftung
 - Drei Kapitalgebergruppen: (Alt)Eigentümer, gesicherte und ungesicherte Fremdkapitalgeber (Gläubiger)
 - Keine gesonderte Diskussion der übertragenden Sanierung
 - Keine Steuern, Transaktionskosten...

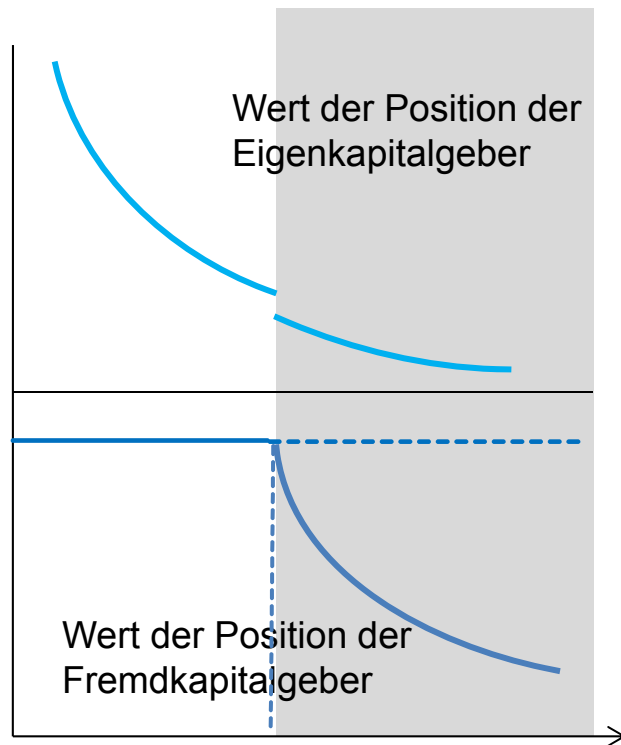
Auf dem Weg zur Sanierungsbedürftigkeit



Agenda

1. Einleitung
2. Eingrenzungen
3. Zur anlassgerechten Bewertungstechnik
4. Kalkül der Kapitalgeber
5. Folgerungen

Eine Eingrenzung: Ansprüche der Fremdkapitalgeber sind nicht mehr vollständig werthaltig



- Ökonomische Überschuldung liegt vor, wenn der Barwert der erwarteten Zins- und Tilgungsleistungen den Nominalwert des Fremdkapitals unterschreitet.
- Wenn Überschuldung im ökonomischen Sinn vorliegt, sind die Eigenkapitalanteile i. d. R. nicht wertlos: Es gibt ein oder mehrere Szenarien mit einer Eintrittswahrscheinlichkeit größer null, in denen die Gläubigeransprüche bedient werden können und ein positiver Zufluss an die Eigentümer erfolgt.
- Ohne Sanierungsversuch (außergerichtlich oder gerichtlich)
 - kann Zahlungsunfähigkeit bereits eingetreten sein
 - oder Zahlungsunfähigkeit droht.

Lohnt der Sanierungsversuch aus Sicht der Gesamtheit der Kapitalgeber – ist der Fortführungswert größer als der Liquidationswert? **Bewertungsanlass 1**

Eine weitere Eingrenzung: Fortführungswert > Liquidationswert

- Der Fortführungsgesamtwert ist der Barwert der erwarteten bewertungsrelevanten Überschüsse (Free Cashflows).
- Dies gilt – bei begrenztem Planungshorizont – auch für den Liquidationswert; bewertungsrelevante Überschüsse sind die liquidationsbedingten Ein- und Auszahlungen.
- Definition Erfolgskrise (Economic Distress): Das Unternehmen ist nicht in der Lage, die Kapitalkosten zu verdienen, wenn es eigenfinanziert wäre.
- Definition finanzielle Krise (Financial Distress): Das Unternehmen kann derzeit oder in absehbarer Zeit den finanziellen Verpflichtungen nicht mehr nachkommen. Ökonomische Überschuldung liegt vor.
- Financial Distress kann auch ohne Economic Distress auftreten („falsche“ Kapitalstruktur).
- Arbeitsannahme: Wenn der Unternehmensgesamtwert bei Fortführung größer als der bei Liquidation ist, wird kein Economic Distress (mehr) erwartet. Financial Distress wird dann durch eine „falsche“ Kapitalstruktur verursacht, die durch finanzielle Restrukturierung korrigiert werden soll.

Vgl. dazu Gertner/Scharfstein (1991); Andrade/Kaplan (1998); Drukarczyk/Schüler (erscheint 2015), Kapitel 12 & 13.

Agenda

1. Einleitung
2. Eingrenzungen
3. Zur anlassgerechten Bewertungstechnik
4. Kalkül der Kapitalgeber
5. Folgerungen

Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung

- Für die Bewertung der Ansprüche der Eigentümer gelten die Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, u. a.:
 - Eignerbezogenheitsprinzip, Zuflussprinzip, Mehrwertigkeitsprinzip
- Sind sie auf die Bewertung der Ansprüche von Fremdkapitalgebern übertragbar?
 - Eignerbezogenheitsprinzip: Übertragbar auf die Inhaber des Fremdkapitalanspruchs.
 - Zuflussprinzip: Wertbestimmend ist der geleistete Kapitalsdienst ggf. einschließlich des Verwertungserlöses der Sicherheiten.
 - Mehrwertigkeitsprinzip: Die vollständige Erfüllung der Gläubigeransprüche ist nicht sicher, es sind mehrere Szenarien möglich.
- Für die Bewertung von Kapitalgeberansprüchen ist allgemein die Frage zu beantworten: Wem fließen wann, in welcher Höhe und mit welcher Wahrscheinlichkeit Zahlungen zu?
 - Das gilt für Fortführungswert und Liquidationswert.
 - Relevant für Bewertungsanlass 1 und 2.

Vgl. Moxter (1983), S. 23ff., 79ff., 116ff.

Irrelevanz der Kapitalstruktur bei Sanierung? **Oder: More (or less) pieces, but not more pizza?**

- Modigliani/Miller (1958, 1963) zeigen, dass unter „idealen“ Bedingungen – u. a. kein Ausfallrisiko – die Aufteilung des vom Unternehmen erwirtschafteten Überschusses auf die Kapitalgeber irrelevant für den Unternehmensgesamtwert ist.
- Eine nicht-neutrale Besteuerung führt zur Relevanz der Kapitalstruktur.
- Stiglitz (1969) überträgt die Ergebnisse auf die Bewertung bei Ausfallrisiko.
- Bei der Bewertung von sanierungsbedürftigen Unternehmen sind darüber hinaus relevant:
 - Rechtsrahmen und die resultierende Verteilung der Entscheidungsrechte
 - Die Gegenüberstellung von Fortführungswert und Liquidationswert
- Die Kapitalstruktur ist relevant und beeinflusst die Entscheidung über die Sanierung und ggf. deren Gestaltung.

Konsequenzen für die Bewertungstechnik

- Das Risiko der Fremdkapitalgeber steigt und wird (tendenziell) von den Eigentümern auf die Fremdkapitalgeber verlagert.
 - Risikoloser Zinssatz $\neq$ vertraglicher Zinssatz $\neq$ erwartete Rendite der Fremdkapitalgeber.
 - Differenzierung nach Marktwert und Buchwert des Fremdkapitals.
 - Schätzung der Ausfallwahrscheinlichkeit und Formulierung von Szenarien.
- Fokus auf (explizit oder implizit formulierte) *erwartete* Free Cashflows (FCF) gefährlich. Eine mehrwertige Planung ist unverzichtbar.
- Vorgegebene Verschuldungsquote bzw. Zielkapitalstruktur nicht sachgerecht. Damit scheidet der auf diese Annahme angewiesene WACC (Weighted Average Cost of Capital)-Ansatz aus.
- Um prüfen zu können, ob Economic Distress zu erwarten ist, ist der Referenzpunkt Unternehmenswert bei Eigenfinanzierung von besonderer Bedeutung.
- Bewertung bei alternativen Kapitalstrukturen und Bewertung der Ansprüche der einzelnen Kapitalgebergruppen ggf. verändert durch einen Debt-Equity-Swap.
- APV (Adjusted Present Value)-Ansatz geeignet i. V. m. Prüfung der Zahlungsfähigkeit auf Basis der FCF nach Soll-Kapitaldienst.

Zum resultierenden Formelapparat vgl. Drukarczyk/Schüler (2009), Kapitel 9; Tham/Wonder (2001); Krotter/Schüler (2013).

Agenda

1. Einleitung
2. Eingrenzungen
3. Zur anlassgerechten Bewertungstechnik
4. Kalkül der Kapitalgeber
5. Folgerungen

Relevanz des Bewertungsanlasses 2: Bewertung der Position einzelner Kapitalgebergruppen

- Ökonomische Überschuldung erzwingt Neuordnung der Kapitalstruktur.
- Die Kapitalgebergruppen entscheiden sich nicht einmütig für Fortführung oder Liquidation.

Ob ein Unterschied in den Präferenzen ggf. faktische Bedeutung erlangt, hängt von der Verteilung der Entscheidungsrechte ab und auch davon, ob der Sanierungsversuch außergerichtlich oder gerichtlich erfolgt.

Die Gesamtsicht definiert die richtige Lösung:

A. Unternehmensgesamtwert bei **Fortführung** > UGW bei Liquidation

B. Unternehmensgesamtwert bei Fortführung < UGW bei **Liquidation**

Fehler: Liquidation bei A; Fortführung bei B.

Präferenzen der Kapitalgebergruppen – eine abstrakte Skizze

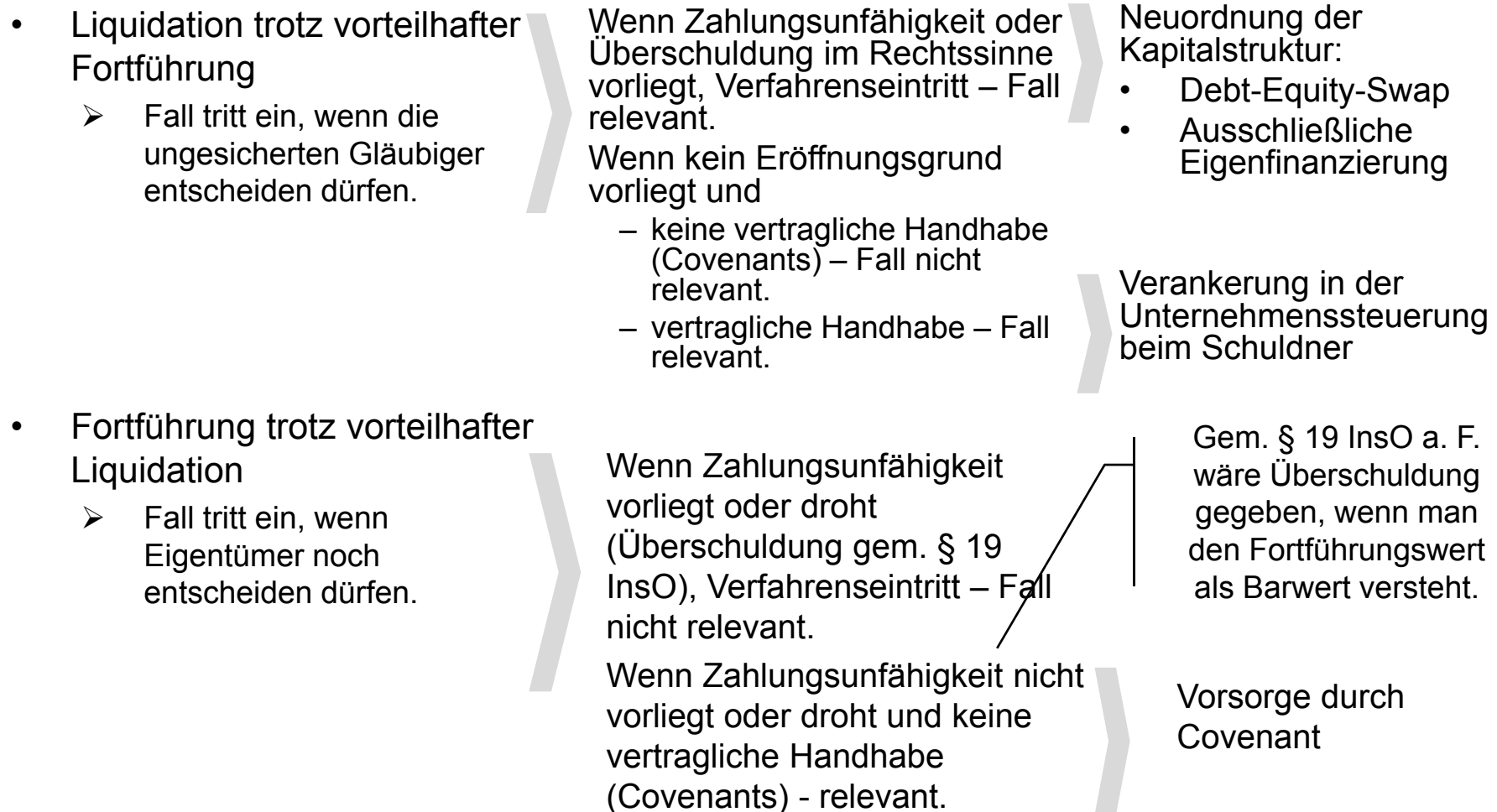
		Liquidation	Fortführung			
			risikoreiche Strategie		risikoarme	
			positiver Verlauf	negativ	positiv	negativ
Eigentümer		Anteil i. d. R. wertlos	erhebliche Wertsteigerung	i. d. R. wertlos	geringe Wertsteigerung	i. d. R. wertlos
Fremdkapitalgeber	ungesichert	hoher Wertverlust	Wertsteigerung	hoher Wertverlust	Wertsteigerung	hoher Wertverlust
	gesichert	Anspruch wird erfüllt	Wert unverändert	Gefahr eines Wertverlusts?	Wert unverändert	Gefahr eines Wertverlusts?

Vgl. Fischer (1999), S. 11-23.

Wahl der falschen Lösung

- Annahmen: Besicherung der gesicherten Gläubiger hält; ökonomische Ü.
- Liquidation trotz vorteilhafter Fortführung
 - Die ungesicherten Gläubiger votieren für Liquidation, wenn ihre Position trotz insgesamt vorteilhafter Fortführung dann besser ist. Der Barwert der an sie fließenden Zins- und Tilgungsleistungen ist kleiner als ihr Anteil am Liquidationswert.
 - Da Fortführungswert > Liquidationswert und ökonomische Überschuldung vorliegt, gehen die Eigentümer bei Liquidation leer aus. Bei Fortführung können sie auf den Eintritt eines Szenarios mit positivem Zufluss hoffen; der Wert des Eigenkapitals ist dann größer null.
- Fall tritt ein, wenn die ungesicherten Gläubiger entscheiden dürfen.
- Fortführung trotz vorteilhafter Liquidation
 - Die ungesicherten Gläubiger votieren für Liquidation, da Liquidationswert minus Anspruch gesicherter Gläubiger größer ist als Fortführungswert minus Anspruch gesicherter Gläubiger.
 - Die Eigentümer gehen bei Liquidation leer aus.
- Fall tritt ein, wenn Eigentümer noch entscheiden dürfen.

Zur Relevanz der beiden Problemfälle



Agenda

1. Einleitung
2. Eingrenzungen
3. Zur anlassgerechten Bewertungstechnik
4. Kalkül der Kapitalgeber
5. Folgerungen

Folgerungen

- Sanierungsversuch aussichtsreich, wenn kein Economic Distress vorliegt bzw. ggf. behoben werden kann.
- Der Fortführungswert ist der Barwert der erwarteten finanziellen Überschüsse (Free Cashflows).
- Zur Bewertung von sanierungsbedürftigen Unternehmen ist (nur) der APV-Ansatz geeignet, da die Bewertung ohne Kapitalstruktureinfluss erfolgt:
 - Beurteilung, ob Economic Distress vorliegt.
 - Quantifizierung der Verschuldungskapazität.
 - Bewertung alternativer Finanzierungskonzepte.
- Bewertung nicht nur aus Gesamtsicht, auch aus Sicht einzelner Kapitalgebergruppen.
- Vor der Liquidation ist der Wert der Eigentümerposition nicht wertlos, auch wenn im ökonomischen Sinn Überschuldung vorliegt.
- Für ungesicherte Gläubiger nachteilige Fortführung außerhalb des Verfahrens kann durch vertragliche Vorsorge u. U. verhindert werden; sie endet mit dem Verfahrenseintritt.
- Anreiz für ungesicherte Gläubiger eine für sie, aber nicht für die Gesamtheit der Kapitalgeber vorteilhafte Liquidation zu betreiben, kann durch einen Debt-Equity-Swap gemildert werden, da er eine Partizipation an einer positiven Entwicklung ermöglicht.

Literaturverzeichnis

- Andrade, G./Kaplan, S.C. (1998):* How Costly is Financial (not Economic) Distress? Evidence from Highly Leveraged Transactions that Became Distressed. In: The Journal of Finance, Vol. 52, S. 1443-1493.
- Arnold, S./Lahmann, A./Schwetzler, B. (2012):* Tax Shield, Insolvenzwahrscheinlichkeit und Zinsschranke: eine empirische Analyse. In: Die Wirtschaftsprüfung, Jg. 65, S. 324-337.
- Drukarczyk, J. (2015):* Ökonomische Schieflage, insolvenzrechtliche Verteilungsregel, Eröffnungsgründe, DES und Position der Alteigentümer. In: NZI, 18. Jg., S. 110-118.
- Drukarczyk, J./Schüler, A. (2008):* Akquisitionen, Börsengänge und Restrukturierungen: Fallstudien zur Unternehmensbewertung.
- Drukarczyk, J./Schüler, A. (2009):* Unternehmensbewertung, 6. Auflage; 7. Auflage erscheint 2015.
- Fischer, T. R. (1999):* Agency-Probleme bei der Sanierung von Unternehmen, Wiesbaden.
- Gertner, R./Scharfstein, D. (1991):* A Theory of Workouts and the Effects of Reorganization Law. In: The Journal of Finance, Vol. 66, S. 1189-1222.
- Krotter, S./Schüler, A. (2013):* Empirische Ermittlung von Eigen-, Fremd- und Gesamtkapitalkosten: eine Untersuchung deutscher börsennotierter Aktiengesellschaften. In: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 65. Jg., S. 390-433.
- Kruschwitz, L./Lodowicks, A./Löffler, A. (2005):* Zur Bewertung insolvenzbedrohter Unternehmen. In: Die Betriebswirtschaft, 10 Jg., S. 221-236.
- Modigliani, F./Miller, M. H. (1958):* The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. In: American Economic Review, Vol. 48, S. 261-297.
- Modigliani, F./Miller, M. H. (1963):* Corporate Income Taxes and the Cost of Capital – A Correction. In: American Economic Review, Vol. 53, S. 433-443.
- Moxter, A. (1983):* Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, 2. Auflage, Wiesbaden
- Schäfer, C./Wüstemann, J. (2014):* Unternehmensbewertung, Kapitalmaßnahme und Insolvenzplan. In: ZIP, 35. Jg., S. 1757-1768.
- Schmidt, K. (2012):* Schöne neue Sanierungswelt: Die Gläubiger okkupieren die Burg! In: ZIP, 33. Jg., S. 2085-2088.
- Schüler, A. (2013):* Konzeptionelle Überlegungen zur Bewertung restrukturierungsbedürftiger Unternehmen. In: M&A Review, 24. Jg., Heft 10, S. 389-394; Eine Fallstudie zur Bewertung restrukturierungsbedürftiger Unternehmen, in: M&A Review, 24. Jg., Heft 11, S. 456-463.
- Stiglitz, J. E (1969):* A Re-Examination of the Modigliani-Miller Theorem. In: Review of Economics and Statistics, Vol. 59, S. 784-793.
- Tham, J./Wonder, N. X. (2002):* The Non-conventional WACC with Risky Debt and Risky Tax Shield, Working Paper.
-