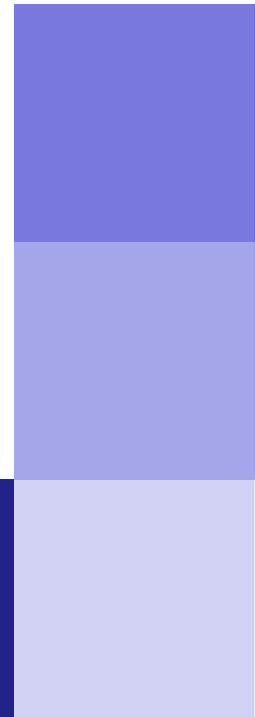


Prof. Dr. **Jens Wüstemann**, Universität Mannheim

**Sanierungs- und Fortführungsfähigkeit von Unternehmen  
aus betriebswirtschaftlicher Sicht**

12. **Mannheimer Insolvenzrechtstag** am 17. Juni 2016



1. Im **Krisenfall** sind regelmäßig Fortführungs- und Sanierungsfähigkeit von Unternehmen fraglich.
2. Aus Sicht der **Betriebswirtschaftslehre** ist ein Unternehmen dann **fortführungs- und sanierungsfähig**, wenn der **Unternehmenswert positiv** ist – gegebenenfalls bei Geltung eines Sanierungsplans.
3. Dieser Unternehmenswert orientiert sich unmittelbar an erwarteten – und zu diskontierenden – **Zahlungsströmen** (Finanzplanlogik).
4. Weder **Zahlungsfähigkeit** noch **Unternehmenswert** sind aus der **Bilanz** ableitbar; das **bilanzielle Vermögen** ist im interessierenden Sachzusammenhang nur im **Zerschlagungsfalle** relevant – dann aber nicht mit der handelsbilanziellen Regelbewertung (*going concern*), sondern mit Zerschlagungswerten. Insofern sind Fortführungs- und Sanierungsfähigkeit im Krisenfall aus **bilanzrechtlicher** wie auch aus **insolvenzrechtlicher** Sicht von **erheblicher Relevanz**.
5. Im Folgenden soll zunächst aus betriebswirtschaftlicher Sicht ein **analytischer Rahmen** entwickelt werden; dieser Maßstab dient dann der **Würdigung** von bilanzrechtlicher Fortführungsprognose, insolvenzrechtlicher Fortbestehensprognose und (vor- und nachinsolvenzrechtlicher) Sanierungsfähigkeit.

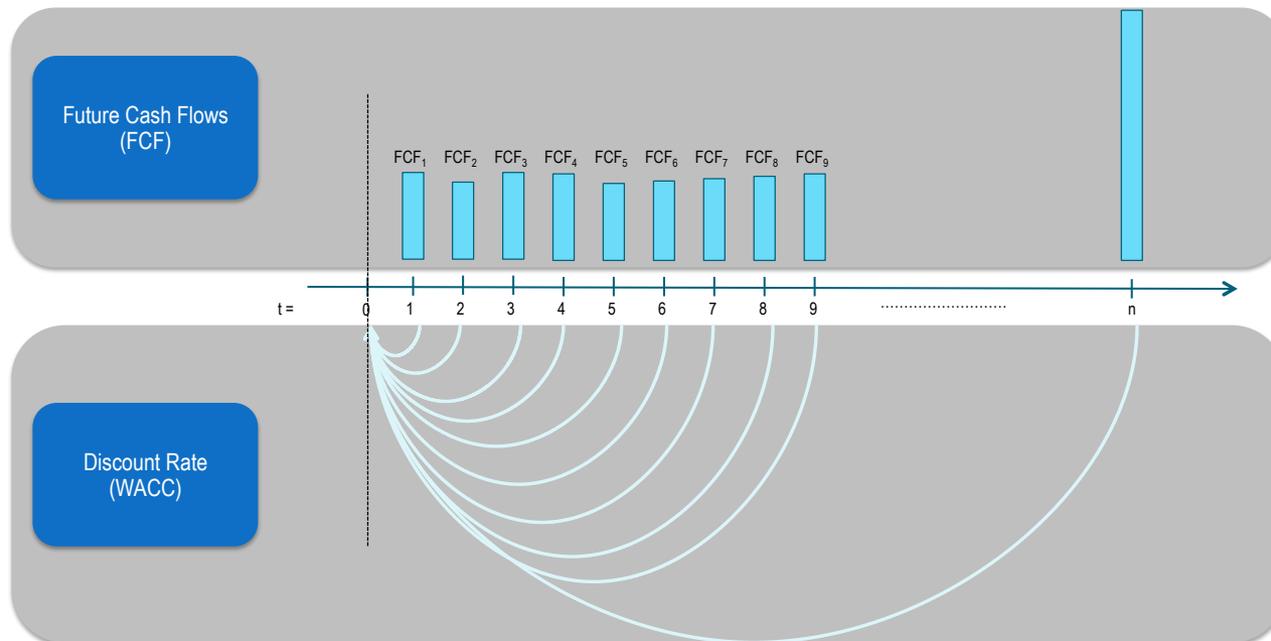
- I. Problemstellung
- II. Analytischer Rahmen
  - 1. Unternehmensbewertungstheorie: Gesamtbewertungsorientierte Vermögensermittlung (Finanzplanlogik)
  - 2. Bilanztheorie: Einzelbewertungsorientierte Vermögensermittlung (Bilanzlogik)
  - 3. Zusammenhang
- III. Folgeüberlegungen
- IV. Thesenförmige Zusammenfassung

## II. Analytischer Rahmen

### 1. Unternehmensbewertungstheorie: Gesamtbewertungsorientierte Vermögensermittlung (Finanzplanlogik)

6. Unternehmen sollten betriebswirtschaftlich dann **fortgeführt** werden, wenn sie einen **positiven Unternehmenswert** haben.
7. Dieser wird im Wege der **Gesamtbewertung** durch Diskontierung von **Zahlungsströmen** ermittelt:

$$DCF = \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n}$$



## II. Analytischer Rahmen

### 1. Unternehmensbewertungstheorie: Gesamtbewertungsorientierte Vermögensermittlung (Finanzplanlogik)

8. Hieraus ergibt sich direkt, dass die Ermittlung des Unternehmenswertes (fortführungswürdiger) Unternehmen eine unmittelbare **Funktion** von (bewerteten) **Zahlungsströmen** ist (**Finanzplanlogik**).
9. Daran gilt sich zu erinnern, wenn es um das **Spannungsverhältnis** von **bilanzieller Überschuldung** und überwiegend wahrscheinlicher **Fortführung** des Unternehmens (§ 19 InsO) geht.
10. Unterschieden werden können Unternehmensbewertungen nach **bisherigem Konzept** (*status quo*) oder nach **verändertem Konzept** (*status futurus*).
11. Der Unternehmenswert nach **Gesamtbewertungsmethode** ist im Fortführungsfalle grundsätzlich **zu unterscheiden** von jeglicher **einzelbewertungsorientierten Bilanzierung**.

## II. Analytischer Rahmen

### 2. Bilanztheorie: Einzelbewertungsorientierte Vermögensermittlung (Bilanzlogik)

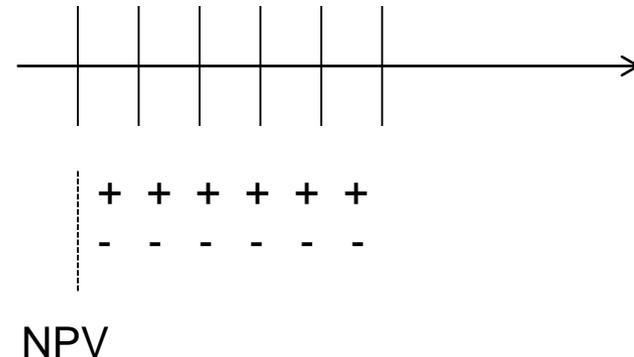
12. Die Bilanzierung nach handelsrechtlichen Grundsätzen ordnungsmäßiger Bilanzierung (**GoB**) erfolgt auf der Basis der Fortführungsprämisse (**going concern**) des § 252 Abs. 1 Nr. 2 HGB: Es „ist von der Fortführung der Unternehmenstätigkeit auszugehen, sofern dem nicht tatsächliche oder rechtliche Gegebenheiten entgegenstehen“.
13. Merkmal der Vermögensermittlung bei Bilanzierung – also bei Geltung des **Einzelbewertungsprinzips** (§ 252 Abs. 1 Nr. 3 HGB) – ist der additive Vermögensaufbau, also die Vermögensermittlung „von unten“.
14. Das **theoretische Fundament** zur einzelbewertungsorientierten Vermögensermittlung nach geltendem Recht ist die „**Ausschüttungsstatik**“.
15. Zweck der Bilanzierung – und damit **teleologische Grundlage** der konkretisierenden Einzelnormen – ist die **Bemessung von Gewinnansprüchen** im Spannungsverhältnis von Schutz von Gewinnverkürzungen einerseits und Ausschüttungsbegrenzungen andererseits.

## II. Analytischer Rahmen

### 2. Bilanztheorie: Einzelbewertungsorientierte Vermögensermittlung (Bilanzlogik)

16. Der **Unternehmenswert** bei Geltung des **Einzelbewertungsprinzips** wird – in Abgrenzung zum Ertragswert bei Gesamtbewertung – als **Substanzwert** bezeichnet.
17. Der bilanzielle Substanzwert (**Bilanzlogik**) lässt sich in die **Finanzplanlogik** überführen: Man spricht insoweit vom Substanzwert als **Substitutionswert**.

Bilanz



#### Geschäfts- oder Firmenwert

18. Der **Ertragswert** unterscheidet sich vom **Substanzwert** um den Geschäfts- oder Firmenwert, der damit auch die Differenz von **Gesamtbewertung** und **Einzelbewertung** darstellt.

$$\text{GFW} = \underbrace{\frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n}}_{\text{Ertragswert}} - \underbrace{\sum_{i=1}^I \text{VT}_i - \sum_{j=1}^J \text{Sch}_j}_{\text{Substanzwert}}$$

19. Der Geschäfts- oder Firmenwert kann ein **derivativer** sein, wenn der Unternehmenswert (Preis) ein realisierter ist, oder aber ein **originärer**, wenn es sich um einen potentiellen Unternehmenswert (Preis) handelt.
20. Nur im **Ausnahmefall** wird der Geschäfts- oder Firmenwert **null** sein: Eine Gleichsetzung von Gesamt- und Einzelbewertung geht daher aus systematischen Gründen fehl.

#### Liquidationswert

21. Der Liquidationswert (Zerschlagungswert) ist ebenfalls ein **Substanzwert**: Er basiert auf der Bewertung einzelveräußerbarer Vermögenswerte mit **Veräußerungspreisen**.
22. Dabei wird das **Mengengerüst** aktivisch wie passivisch ergänzt und gekürzt.
23. Der Liquidationswert ist vergleichsweise objektiviert zu ermitteln, allerdings hängt er, wenn es sich um einen potentiellen Preis handelt, ebenfalls von erheblichen **Annahmen** ab: Der **Zerschlagungsintensität** und der **Zerschlagungsgeschwindigkeit**.
24. Der Liquidationswert ist – so gesehen – ein besonderer **Ertragswert**.
25. Der Liquidationswert entspricht dem **Überschuldungsstatus**.
26. Der Liquidationswert ist der **relevante Unternehmenswert**, wenn eine Liquidation die **bestmögliche Alternative** darstellt.
27. Bei **Aufgabe** des **Fortführungsgrundsatzes** ist der **Überschuldungsstatus** aufzustellen.

## II. Analytischer Rahmen

### 3. Zusammenhang

10/23

		Bilanz der X-AG				
		<i>Aktiva</i>		<i>Passiva</i>		
2,0	1,0	Schutzrechte	Bilanzreinvermögen	0,2		
2,0	1,5	Grundstücke	Pensionsrückstellungen	2,0	2,5	
-0,3	2,0	Maschinen	Aufwandsrückstellungen	0,5	-,-	
1,5	0,5	Fertige Erzeugn.	Verb. Kreditinstitute	1,0	1,0	
0,9	1,0	Ford. aus LuL	Sonst. Verbindlichkeiten	2,5	2,5	
0,2	0,2	Kassenbestand				
	6,2			6,2		
1,0	<i>imm. VG des AV</i>		<i>Sozialplan</i>		3,0	
7,3					9,0	

: LW

- I. Problemstellung
- II. Analytischer Rahmen
- III. Folgeüberlegungen**
  - 1. **Bilanzielle Überschuldung und Insolvenz**
  - 2. **Handelsrechtliche Fortführungsannahme (§ 252 Abs. 1 HGB)**
  - 3. **Feststellung der Sanierungsfähigkeit (IDW S 6)**
  - 4. **Insolvenzrechtliche Fortführungsprognose (§ 19 Abs. 2 InsO)**
  - 5. **Unschärfen**
- IV. Thesenförmige Zusammenfassung

## III. Folgeüberlegungen

### 1. Bilanzielle Überschuldung und Insolvenz

28. § 19 InsO definiert **Überschuldung** bekanntlich wie folgt: „Überschuldung liegt vor, wenn das Vermögen des Schuldners die bestehenden Verbindlichkeiten nicht mehr deckt, es sei denn, die Fortführung des Unternehmens ist nach den Umständen überwiegend wahrscheinlich.“
29. Die **bilanzielle Überschuldung** (Vermögen  $\neq$  Verbindlichkeiten) alleine begründet mithin nicht eine insolvenzrechtliche Überschuldung.
30. Die analytischen Vorüberlegungen zeigen die Sinnhaftigkeit der Norm: Auf dem Wege der additiven Vermögensermittlung lässt sich ein sinnvoller Unternehmenswert regelmäßig nicht ableiten. Die sinnvolle Ableitung qua Gesamtbewertung beruht auf **Zahlungsströmen** (Discounted-cash-flow-Verfahren; Finanzplanlogik), die auch Grundlage jeder Einschätzung von **Fortführungs- und Sanierungsfähigkeit** sein muss.

#### 2. Handelsrechtliche Fortführungsannahme (§ 252 Abs. 1 HGB)

31. Ansatz- und Bewertungsnormen der ausschüttungsstatischen Bilanz nach Grundsätzen ordnungsmäßiger Bilanzierung (GoB) beruhen auf der **Fortführungsannahme** (Fortführungsstatik vs. Zerschlagungsstatik): „Bei der Bewertung ist von der Fortführung der Unternehmenstätigkeit auszugehen, sofern dem nicht tatsächliche oder rechtliche Gegebenheiten entgegenstehen“ (§ 252 Abs. 1 Nr. 2 HGB).
32. Eine Prüfung dieser Going-concern-Aannahme erfolgt nach Ansicht der Literatur regelmäßig für die nächsten **12 Monate** (z. B. IDW PS 270, Tz. 8).
33. Bei nachhaltiger Gewinnerzielung, disponiblen finanziellen Mitteln und nicht drohender bilanzieller Überschuldung kann sie **vermutet** werden (ebenda).
34. „Liegen diese Voraussetzungen nicht vor und verfügt das Unternehmen auch nicht über ausreichende stille Reserven, haben die gesetzlichen Vertreter eingehende Untersuchungen zur Unternehmensfortführung anhand aktueller, hinreichend detaillierter und konkretisierter interner Planungsunterlagen, insb. eines **Finanzplans**, anzustellen. Soweit erforderlich, sind hierbei auch **realisierbare Sanierungsmaßnahmen** zu berücksichtigen.“ (ebenda, Tz. 10).

#### 2. Handelsrechtliche Fortführungsannahme (§ 252 Abs. 1 HGB)

35. So gesehen handelt es sich bei der **Feststellung** einer **positiven handelsrechtlichen Fortführungsprognose (Fortführungskonzept)** um eine **Vorstufe** zu einem Sanierungskonzept, etwa im Sinne des IDW S 6.
36. „Im Rahmen meiner / unserer Tätigkeit bin ich / sind wir zu der abschließenden Einschätzung gelangt, dass aufgrund der im vorliegenden **Fortführungskonzept** beschriebenen Sachverhalte, Erkenntnisse, Maßnahmen und plausiblen Annahmen die Fortführung des Unternehmens überwiegend wahrscheinlich ist und damit zutreffend von einer positiven Fortbestehens- und Fortführungsprognose ausgegangen werden kann.“ (IDW S 6, Tz. 158)
37. Auch bei einem **eröffneten Insolvenzverfahren** kann zumindest eine **positive Fortführungsprämisse** begründet sein, wenn „hinreichend begründete Aussichten bestehen, dass das Unternehmen bspw. im Wege eines Insolvenzplanverfahrens saniert werden kann“ (IDW Positionspapier v. 13.8.2012, Tz. 4).

38. Die Feststellung der **Sanierungsfähigkeit** von Unternehmen erfordert aus betriebswirtschaftlicher Sicht eine grundlegende betriebswirtschaftliche **Analyse der Krisenlage** sowie die Entwicklung eines **realistischen Krisenbewältigungskonzeptes**.
39. So bestimmt etwa der berufsständische IDW S 6 („Anforderungen an die Erstellung von Sanierungskonzepten“) als „Kernbestandteile eines Sanierungskonzeptes“ zutreffend:
- „Basisinformationen über die **wirtschaftliche und rechtliche Ausgangslage** des Unternehmens in seinem Umfeld, einschließlich der **Vermögens-, Finanz- und Ertragslage**.
  - Analyse von **Krisenstadium** und **-ursachen** einschließlich der Analyse, ob eine **Insolvenzgefährdung** vorliegt.
  - Darstellung des Leitbilds mit dem **Geschäftsmodell des sanierten Unternehmens**.
  - **Maßnahmen zur Bewältigung** der Unternehmenskrise und Abwendung einer Insolvenzgefahr.
  - **Integrierter Unternehmensplan**.
  - **Zusammenfassende Einschätzung** der Sanierungsfähigkeit.“  
(IDW S 6, Tz. 8)

## III. Folgeüberlegungen

### 3. Feststellung der Sanierungsfähigkeit (IDW S 6)

40. Zentral sind hierfür insbesondere die **Ertrags-, Vermögens- und Finanzplanung** auf der Grundlage der **Restrukturierungsplanung**.

Bsp. Ertragsplanung (Restrukturierungsplanung):

Ertragsentwicklung € Mio.	Ist 2015	FC 2016	Plan 2017	Plan 2018	Plan 2019
Umsatzerlöse	...	...	...	...	...
Rohertrag	...	...	...	...	...
EBITDA	...	...	...	...	...
EBIT	...	...	...	...	...
<b>Jahresergebnis</b>	...	...	...	...	...

# III. Folgeüberlegungen

## 3. Feststellung der Sanierungsfähigkeit (IDW S 6)

Bsp. Vermögensplanung (Restrukturierungsplanung):

Vermögensentwicklung € Mio.	Ist 2015	FC 2016	Plan 2017	Plan 2018	Plan 2019
Anlagevermögen	...	...	...	...	...
Working Capital	...	...	...	...	...
Eigenkapital	...	...	...	...	...
Rückstellungen	...	...	...	...	...
Darlehensverbindlichkeiten					
Nettoliquidität					

# III. Folgeüberlegungen

## 3. Feststellung der Sanierungsfähigkeit (IDW S 6)

Bsp. Finanzplanung (Restrukturierungsplanung):

Finanzplanung € Mio.	Ist 2015	FC 2016	Plan 2017	Plan 2018	Plan 2019
EBITDA	...	...	...	...	...
Steuern	...	...	...	...	...
A.o. Ergebnis	...	...	...	...	...
+/- Rückstellungen	...	...	...	...	...
+/- Veränderungen Working Capital	...	...	...	...	...
Sonstige Aktiva/Passiva	...	...	...	...	...
<b>Cash Flow auf lfd. Geschäftstätigkeit</b>	...	...	...	...	...
-/+ Investitionen/Desinvestitionen	...	...	...	...	...
<b>Cash Flow auf Investitionstätigkeit</b>	...	...	...	...	...
<b>Free Cash Flow</b>	...	...	...	...	...
+/- Finanzergebnis	...	...	...	...	...
+/- Aufnahme/Tilgung Darlehen	...	...	...	...	...
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	...	...	...	...	...
<b>Netto Cash Flow</b>	...	...	...	...	...

41. „Im Rahmen meiner / unserer Tätigkeit bin ich / sind wir zu der abschließenden Einschätzung gelangt, dass aufgrund der im vorliegenden **Sanierungskonzept** beschriebenen Sachverhalte, Erkenntnisse, Maßnahmen und plausiblen Annahmen das Unternehmen bei objektiver Betrachtung mit **überwiegender Wahrscheinlichkeit** saniert werden kann und somit

- zutreffend von einer **positiven Fortbestehens- und Fortführungsprognose** ausgegangen werden kann,
- die für die Sanierung geplanten und in Teilen bereits umgesetzten Maßnahmen zusammen objektiv geeignet sind, das Unternehmen in **überschaubarer Zeit** durchgreifend zu sanieren, und
- die Sanierung auch infolge ihrer bereits in den Anfängen erfolgten Umsetzung ernsthafte und begründete **Aussichten auf Erfolg** hat.“  
(IDW S 6, Tz. 158)

### III. Folgeüberlegungen

#### 4. Insolvenzzrechtliche Fortbestehensprognose (§ 19 Abs. 2 InsO)

42. Insolvenzzrechtliche Fortbestehensprognose: Eine bilanzielle Überschuldung ist dann keine insolvenzzrechtliche **Überschuldung**, wenn „die **Fortführung** des Unternehmens ist nach den Umständen **überwiegend wahrscheinlich**“ ist (§ 19 Abs. 2 InsO).
43. Sie ist im „**fortgeschrittenen Krisenstadium** ... zu erstellen“ und hat die „**Finanzkraft**“ des Unternehmens im Blickpunkt (IDW, Positionspapier, aaO, Tz. 24). Sie „setzt somit die Erstellung eines **Finanzplans** auf der Grundlage eines Unternehmenskonzepts voraus“ (Tz. 34).
44. Die **Planungshorizont** umfasst nach Ansicht der Literatur zumindest das laufende und nachfolgende Geschäftsjahr und ist damit nach Literaturmeinung **weiter gefasst** als die Fortführungsprognose.

45. Engführung: Aus den analytischen Vorbemerkungen folgt, dass es im eigentlichen Sinne nur drei Formen der Vermögenserfassung gibt: Additive Vermögensermittlung durch **Fortführungsbilanz** oder **Zerschlagungsbilanz** sowie **Unternehmenswert** (Gesamtbewertung).
46. Sanierungs- wie Fortführungsfähigkeit sind betriebswirtschaftlich gleichermaßen eine Funktion des aus diskontierten Zahlungsströmen abgeleiteten Unternehmenswertes. (Handelsrechtliche) **Fortführungsprognose**, (insolvenzrechtliche) **Fortbestehensprognose** und **Sanierungsfähigkeitsprognose** verweisen mithin auf identische betriebswirtschaftliche Gegebenheiten, insbes. auf den Finanzplan.
47. Auf **Zerschlagungsbilanz** und **Überschuldungsstatus** sind, analytisch betrachtet, zweck- und inhaltsidentisch.
48. Dennoch wird für beide Problemkreise in den **Meinungsständen** vielfach – und analytisch betrachtet unklar in der Begründung – **differenziert** (Bilanz- vs. Insolvenzrecht; Wissenschaft vs. Praxis; Bilanzersteller vs. Wirtschaftsprüfer etc.).
49. Hierfür wird man unterschiedliche Wertungen (Gewicht des Objektivierungsprinzips, Beweislasten, Tiefenschärfe der Analyse, Ausgangspunkt des *status quo vs. status futurus* etc.) als ursächlich ansehen können; unklar ist, ob diese Wertungen die unterschiedlichen Meinungsstände tragen oder vielmehr Scheinunterschiede vorliegen.

22/23

- I. Problemstellung
- II. Analytischer Rahmen
- III. Folgeüberlegungen
- IV. Thesenförmige Zusammenfassung**

# Thesenförmige Zusammenfassung

50. Ausgangspunkt des Kurzvortrags war die Frage nach Fortführungs- und Sanierungsfähigkeit aus betriebswirtschaftlicher Sicht.
51. Analytisch betrachtet gibt es drei Formen der Vermögenserfassung: Additive Vermögensermittlung durch **Fortführungsbilanz** oder **Zerschlagungsbilanz** sowie **Unternehmenswert** (Gesamtbewertung).
52. Daraus folgt, dass sich **jegliche** belastbare Aussage zur **Fortführung** (bzw. dem **Fortbestehen**) aus dem **Finanzplan** ergibt; aus diesem ist auch der Unternehmenswert abzuleiten: Unternehmen sind dann fortzuführen, wenn sie, gegebenenfalls mittels Sanierungsmaßnahmen, einen **positiven Unternehmenswert** haben.
53. Bei **Nichtfortführung** ist der **Liquidationswert** relevant.
54. Aus **wissenschaftlicher Sicht** verbleiben in der durch den Literaturstand vorgenommenen **Abgrenzung** von handelsbilanzieller Unternehmensfortführung, insolvenzrechtlichem Unternehmensfortbestehen und der (vor- und nachinsolvenzrechtlichen) Sanierungsfähigkeit erhebliche, unbefriedigende **Unschärfen**.