

Vergleichsrechnung im Rahmen des StaRUG



Implikationen der neuen Gesetzgebung

Dr. Stefan Gros, Burkhard Jung

Die Vergleichsrechnung ist in der Insolvenzpraxis bereits seit Jahren wohl bekannt und ein wichtiger Bestandteil eines jeden Insolvenzplans. Es gibt dazu Erfahrungswerte und Rechtsprechung, in der Insolvenzordnung (InsO) war der Begriff jedoch bislang nicht normiert. Dies änderte sich mit dem Inkrafttreten des SanInsFoG am 01. Januar 2021 gleich in doppelter Hinsicht. Sowohl in der Insolvenzordnung wird die Notwendigkeit einer Vergleichsrechnung im Insolvenzplanverfahren nun explizit benannt als auch im neuen Unternehmensstabilisierungs- und -restrukturierungsrahmen (StaRUG) als wesentlicher Bestandteil eines Restrukturierungsplans normiert. Anders als beim Insolvenzplan fehlen hier jedoch bislang jegliche Erfahrungswerte, sodass ein genauer Blick auf die Anforderungen, Maßstäbe und Grenzen der Vergleichsrechnung im Rahmen des StaRUG lohnt.

1. StaRUG als neue außerinsolvenzliche Sanierungsalternative

Seit dem 01. Januar 2021 gilt der neue Unternehmensstabilisierungs- und -restrukturierungsrahmen (StaRUG), welcher den geschäftsführenden Organen eine größere Verantwortung im Krisenfall beimisst und sie in die Pflicht nimmt, diesen frühzeitig zu erkennen. Das neue Gesetz trägt der Vorgabe der EU-Kommission nach einer stärkeren Angleichung der unterschiedlichen europäischen Rechtsrahmen in Restrukturierungsszenarien Rechnung und ermöglicht es, proaktiv zu handeln. Ausschlaggebend für die schnelle Umsetzung des Gesetzes war insbesondere die disruptive und existenzbedrohende Dynamik, die das vergangene Jahr durch die COVID-19 Krise mit sich brachte. Um den damit verbundenen wirtschaftlichen Schwierigkeiten vorausschauend zu begegnen, wurde mit dem StaRUG eine Möglichkeit der außerinsolvenzlichen Sanierung auch gegen den Willen einzelner Gläubiger(gruppen) geschaffen. Zugangsvoraussetzung für die Inanspruchnahme der Instrumente des StaRUG ist die drohende Zahlungsunfähigkeit des Schuldners.

Das neue StaRUG kann als Mittelweg zwischen der selbstbestimmten, aber auf den Konsens aller Gläubiger angewiesenen, außergerichtlichen Restrukturierung mit ausreichenden finanziellen Mitteln einerseits und einer gerichtlich angeordneten Sanierung im Rahmen eines Insolvenzverfahrens, entweder in der Eigenverwaltung oder aber auch in der Fremdverwaltung, andererseits angesehen werden. Das StaRUG sieht dabei hauptsächlich Instrumente im finanzwirtschaftlichen Bereich, also Forderungsverzichte der Gläubiger oder Senkung der Zinszahlungen, aber auch Maßnahmen im Rahmen der Gesellschafterstrukturen vor sodass Eingriffe in Mietverträge, aber auch arbeitsrechtliche Strukturen, nach wie vor dem Insolvenzrecht vorbehalten bleiben.

Anders als in der außergerichtlichen Restrukturierung sind im Rahmen des StaRUG Eingriffe in die Rechte obstruierender Gläubiger mittels Mehrheitsentscheidung möglich, wie man sie bisher nur im Insolvenzverfahren kannte. Wie bereits aus der InsO bekannt, gilt jedoch auch im StaRUG, dass Verzichte 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. Welche Anforderungen an eine solche Vergleichsrechnung im Rahmen des StaRUG zu stellen sind, welche Erfahrungswerte man aus der bereits bekannten Vergleichsrechnung im Rahmen eines Insolvenzplans ziehen kann, inwiefern Erfahrungswerte aus der M&A- und CFO Praxis Hilfestellung bieten und inwiefern die jüngste Reform des Insolvenzrechts sich möglicherweise auch hier auswirken wird, soll im Folgenden näher beleuchtet werden. Dazu wird zunächst auf die Entwicklung und die geltende Praxis der Vergleichsrechnung im Insolvenzplan und anschließend auf die Gemeinsamkeiten und Unterschiede zur Vergleichsrechnung im StaRUG eingegangen. Zudem fließen Erfahrungswerte aus der M&A Bewertungspraxis ein.

2. Vergleichsrechnung im Insolvenzplan – Entwicklung und Erfahrungswerte

Die Vergleichsrechnung hat ihren Ursprung im Insolvenzplan. Sie wird im darstellenden Teil genutzt, um die wirtschaftlichen Folgen aufzuzeigen, die sich für Gläubiger im Falle einer Ablehnung des Plans ergeben. Anhand der Vergleichsrechnung sollen die Gläubiger und auch das Gericht in die Lage versetzt werden zu entscheiden, ob der Insolvenzplan für sie vorteilhafter ist als eine Verwertung der Insolvenzmasse ohne Plan. Die Notwendigkeit einer Vergleichsrechnung hat sich bis zur Reform durch das SanInsFoG nur mittelbar aus den Vorschriften der InsO ergeben, die den Begriff „Vergleichsrechnung“ bislang nicht explizit genannt hatte. Sie ergab sich jedoch auch ohne konkrete Nennung zum einen aus § 220 Abs. 2 InsO a.F., wonach der Insolvenzplan „[...] alle sonstigen Angaben zu den Grundlagen und den Auswirkungen des Plans enthalten [muss], die für die Entscheidung der Beteiligten über die Zustimmung zum Plan und für dessen gerichtliche Bestätigung erheblich sind.“ Da das Wissen der Gläubiger um die wirtschaftlichen Auswirkungen einer Ablehnung des Insolvenzplans Voraussetzung für die fundierte Entscheidung über eben diesen ist, war bereits vor der Reform die Vergleichsrechnung ein notwendiger Bestandteil eines vollständigen Insolvenzplans. Zudem diente die Vergleichsrechnung auch vor der Reform als Basis für eine Entscheidung des Gerichts über bestimmte Rechtsmittel und eine etwaige Anwendung des

Obstruktionsverbots gem. § 245 InsO, die auch bisher nur zulässig waren, wenn kein Schuldner durch den Plan schlechter gestellt wird, als er ohne Plan stünde.

Bewertungsgrundlage einer Vergleichsrechnung sind die Werte der wesentlichen Assets der betroffenen Gesellschaft. Diese werden üblicherweise zu einem frühestmöglichen Zeitpunkt, spätestens zu Beginn der beabsichtigten Restrukturierungsmaßnahmen, regelmäßig durch ein unabhängiges Industriebewertungsunternehmen zu Fortführungs- und Liquidationswerten ermittelt. In die Bewertung mit einzubeziehen sind grundsätzlich alle Vermögenswerte (Aktiva, also Anlage- und Umlaufvermögen einschließlich der immateriellen Vermögensgegenstände und unter Einbeziehung etwaiger Ansprüche gegen Gesellschafter) sowie die gegenüberstehenden Verbindlichkeiten (Passiva).

In der Praxis wurde in der Vergleichsrechnung zunächst lange auf den Liquidationswerten der vorhandenen Vermögenswerte abgestellt. Als Alternativszenario zur Umsetzung des vorgelegten Insolvenzplanes wurde damit die Zerschlagung bzw. Liquidation des Unternehmens durch Verkauf oder Auflösung der Aktiva unterstellt. Die Zerschlagungsquote ermittelt sich dabei aus der Summe der Aktiva zu Liquidationswerten, Abzug etwaiger Verfahrenskosten sowie Zurechnung möglicher Erlöse/Verluste aus einer Ausproduktion.

Die Einbeziehung des Szenarios einer Gesamtveräußerung des Unternehmens an einen externen Investor in die Vergleichsrechnung kam lange Zeit nur unter der Voraussetzung in Betracht, dass hierfür konkrete verbindliche Angebote bei der Planeinreichung vorlagen und im Beurteilungszeitpunkt noch belastbar vorliegen. Insbesondere im Rahmen von Eigenverwaltungsverfahren hat die Einbeziehung des Szenarios eines Unternehmensverkaufs in die Vergleichsrechnung jedoch zunehmend an Bedeutung gewonnen. Der für ein Unternehmen am Markt erzielbare Preis lässt sich jedoch insbesondere in Insolvenzsituationen nur schwer prognostizieren. Besonders in Eigenverwaltungen wird daher häufig ein so genanntes Dual-Track-Verfahren verfolgt, in dem ein Unternehmensverkauf und ein Insolvenzplan parallel geprüft werden. Es besteht zwar keine normierte Pflicht des eigenverwalteten Schuldners, einen Dual-Track-Prozess zu führen, sie ergibt sich aber aus dem Umstand, dass die Gläubiger in die Lage versetzt werden müssen entscheiden zu können, ob es neben dem vorgelegten Insolvenzplan oder einer Stilllegung des Betriebes noch bessere Verwertungsmöglichkeiten gibt. Und das kann eben auch die übertragende Sanierung sein, also der Verkauf des Betriebs im Ganzen. Die Gläubiger erwarten damit zu Recht, dass diese Prognose der konkreten Situation und der Komplexität des Unternehmens entsprechend Berücksichtigung findet und gegebenenfalls gutachterliche Stellungnahmen Dritter oder einen durch professionellen M&A-Berater durchgeführten M&A-Prozess umfasst.

Seit Inkrafttreten des SanInsFoG und der damit verbundenen Änderungen der InsO ist die Notwendigkeit der Einbeziehung einer Vergleichsrechnung in den Insolvenzplan auch gesetzlich normiert. So heißt es nun in § 220 Abs. 2 InsO „[Der darstellende Teil des Insolvenzplans] enthält insbesondere eine Vergleichsrechnung, in der die Auswirkungen des Plans auf die voraussichtliche Befriedigung der Gläubiger dargestellt werden. Sieht der Plan eine Fortführung des Unternehmens vor, ist für die Ermittlung der voraussichtlichen Befriedigung ohne Plan in der Regel zu unterstellen, dass das Unternehmen fortgeführt wird. Dies gilt nicht, wenn ein Verkauf des Unternehmens oder eine anderweitige Fortführung aussichtslos ist.“ Die Praxis der bloßen Gegenüberstellung von Liquidationswerten wird somit zukünftig nicht mehr ausreichend sein. Vielmehr wird die Verfolgung eines Dual-Track-Prozesses bzw. einer alternativen Bewertung der Möglichkeiten und wirtschaftlichen Auswirkungen einer Fortführung des Unternehmens oder eines Verkaufs als Ganzes regelmäßig eine bindende Voraussetzung für die Erstellung eines vollständigen Insolvenzplanes sein, es sei denn es kann der Beleg erbracht werden, dass ein Verkauf des Unternehmens aussichtslos ist.

3. Vergleichsrechnung als Bestandteil des Restrukturierungsplans

Das Herzstück der Sanierung eines Unternehmens über den Stabilisierungs- und Restrukturierungsrahmen (StaRUG) ist der Restrukturierungsplan, durch den mittels Mehrheitsentscheidungen von 75 % auch außerinsolvenzlich in die Rechte von Gläubigern – auch gegen deren Willen – eingegriffen werden kann. Im

Ergebnis handelt es sich damit um einen Eingriff in das grundgesetzlich geschützte Eigentumsrecht der ablehnenden Gläubiger. Durch die nicht benötigte konsensuale Zustimmung aller Gläubiger gewinnt die Vergleichsrechnung damit auch außerhalb des Insolvenzverfahrens, deutlich an Bedeutung.

Auch die Vergleichsrechnung im Restrukturierungsplan stellt anders als in der bisherigen Praxis, in der zumeist Liquidationswerte und/oder ein ernstzunehmendes Angebot eines Investors der Insolvenzplanlösung gegenübergestellt wurden gem. § 6 Abs. 2 StaRUG grundsätzlich auf Fortführungswerten ab. Dazu heißt es analog zu der Regelung im Insolvenzplan: „[...] sieht der Plan eine Fortführung des Unternehmens vor, ist für die Ermittlung der Befriedigungsaussichten ohne Plan zu unterstellen, dass das Unternehmen fortgeführt wird. Dies gilt nicht, wenn ein Verkauf des Unternehmens oder eine anderweitige Fortführung aussichtslos ist“. Die Gesetzesbegründung des Regierungsentwurfes zum SanInsFoG konkretisiert dies noch einmal und führt aus, dass Liquidationswerte nur dann angesetzt werden dürfen, wenn fundiert begründet werden kann, dass weder eine Fortführung noch ein Verkauf des Unternehmens möglich ist. Auf diese Weise soll verhindert werden, dass sich der Schuldner ohne eine belastbare Begründung größere Spielräume für Eingriffe in die Rechte der Planbetroffenen verschafft.

Jedoch ist die Antragsvoraussetzung für einen gerichtlichen „StaRUG-Fall“ die drohende Zahlungsunfähigkeit. Es ist mithin anzunehmen, dass das Unternehmen mit hoher Wahrscheinlichkeit innerhalb der nächsten 24 Monate zahlungsunfähig wird. Die Vergleichsrechnung wird als Teil des Restrukturierungsplans in der Vorbereitung für einen StaRUG-Antrag erstellt und findet daher zu einem Zeitpunkt statt, zu dem die Fortführung des Unternehmens ohne die Sanierung im Stabilisierungs- und Restrukturierungsrahmen mit überwiegender Wahrscheinlichkeit scheitern wird und sich für den Fall eben dieses Scheiterns voraussichtlich ein Insolvenzverfahren anschließt.

Szenario I	Szenario II	Szenario III
Restrukturierungsplan	Verkauf im Status quo	Insolvenz-szenario
Fortführung und Sanierung mittels Restrukturierungsplanlösung	Unterstellung eines Unternehmensverkaufs außerhalb eines Insolvenzverfahrens	Regelabwicklung, Distressed M&A-Prozess und Fortführung durch Planlösung als mögliche Optionen
Optional Szenario IV: Fortführung außerhalb eines Verfahrens		

Es ist daher anzunehmen, dass auch die Vergleichsrechnung im Restrukturierungsplan künftig mindestens drei Szenarien der Gläubigerbefriedigung darstellen muss.

Zum einen die Fortführung des Unternehmens im Wege der Restrukturierungsplanumsetzung, die außerinsolvenzliche Veräußerung des Unternehmens und die Liquidation oder Veräußerung des Unternehmens im Wege eines Insolvenzverfahrens (Insolvenzszenario).

Je nach individueller Ausgangslage kann der Vergleichsrechnung zusätzlich noch ein viertes Szenario hinzugefügt werden, die Fortführung des Unternehmens außerhalb der Insolvenz, wobei dieses Szenario regelmäßig an der bestehenden drohenden Zahlungsunfähigkeit scheitern dürfte.

Die Berechnung des Insolvenzszenarios wird im Wesentlichen der bisherigen Praxis entsprechen. Im Fall der Zerschlagung/Liquidation durch Verkauf oder Auflösung der Aktiva ermittelt sich die Zerschlagungsquote

regelmäßig aus der Berechnung der Aktiva zu Liquidationswerten unter Abzug etwaiger Verfahrenskosten. Es besteht jedoch die Gefahr, dass bei der Berechnung des Szenarios notgedrungen eine Vielzahl von vagen und nur schwer validierbaren Annahmen herangezogen werden muss, um einen möglichst belastbaren Wert für den Fall einer Insolvenzantragstellung darzustellen. Diesem Umstand kann u. a. durch die Erstellung der Vergleichsrechnung durch einen unabhängigen Experten begegnet werden.

Noch problematischer ist die Berechnung eines Verkaufsszenarios außerhalb der Insolvenz. Ein wesentlicher Vorteil des neuen Restrukturierungsverfahrens des StaRUG sind die deutlich geringeren Veröffentlichungspflichten, die eine strukturierte Sanierung unter dem Radar der Öffentlichkeit ohne die Gefahr von Reputationsschäden ermöglichen. Damit wird die Ermittlung eines potentiellen Kaufpreises durch die Einleitung eines Investorenprozesses ähnlich dem Dual-Track-Verfahren in der Praxis nur schwer umsetzbar sein. In der Vergleichsrechnung im Rahmen eines Restrukturierungsplanes müssen somit andere Bewertungsmethoden herangezogen werden. Auch hier kann man jedoch auf Erfahrungswerte aus dem Insolvenzplanverfahren zurückgreifen. So gibt es auch hier weitere erprobte Vergleichsmechanismen durch z. B. eine Unternehmensbewertung, Machbarkeitsanalyse oder ein anonymisiertes Marketsounding. Auch im Rahmen von Insolvenzverfahren kann es zu Situationen kommen, in denen aus Gründen der Werterhaltung oder zeitlichen Restriktionen kein offener Investorenprozess aufgesetzt werden kann. Wesentliche Entscheidungsträger – insbesondere Gläubigerausschussmitglieder – sowie weitere Verfahrensbeteiligte haben dennoch auf Basis der ihnen vorliegenden oder in exklusiven Verhandlungen befindlichen Angebote – auch von Gesellschafterseite – weitreichende Entscheidungen hinsichtlich des weiteren Verfahrens zu treffen. Eine durch einen unabhängigen Gutachter erstellte Unternehmensbewertung, Machbarkeitsanalyse oder ein Marketsounding kann dabei eine belastbare Aussage zur finanziellen Angemessenheit von Transaktionspreisen treffen, auch hinsichtlich der grundsätzlichen Verkaufbarkeit des Unternehmens, und somit eine Absicherung von Entscheidungsprozessen für die Entscheidungsträger darstellen. Bei dieser Fortführungsbetrachtung wird eine sogenannte Multiplikatorenbewertung angewendet. Diese Form der Unternehmensbewertung leitet die wesentlichen Bewertungsparameter aus der Bewertung von vergleichbaren Unternehmen (Peer Group) ab. Dies können Börsenbewertungen vergleichbarer Unternehmen sein oder Bewertungen aus abgeschlossenen M&A-Transaktionen. Die so abgeleiteten Kennziffern werden dann auf das zu bewertende Unternehmen angewendet. Die gängigsten Multiplikatoren sind der EBIT-Multiplikator (Enterprise Value) und der EBITDA-Multiplikator (Enterprise Value).

Im aktuellen Marktumfeld, geprägt von Restriktionen und Unsicherheiten in Folge der COVID-19-Pandemie kann sich jedoch auch das Marketsounding stellenweise schwierig gestalten, da Strategen als Käufer in manchen Bereichen komplett wegfallen (sich aber vermehrt auf Krisengewinner, die nun ebenfalls mit einem Preisabschlag zu kaufen sind, konzentrieren) und so reine Distressed-Investoren übrigbleiben.

Für die Vergleichsrechnung bedeutet dies, dass insbesondere die Darstellung des Verkaufsszenarios außerhalb der Insolvenz in der Praxis Schwierigkeiten bereiten kann. **Ein Engpass werden geeignete Manager sein, die im Schnittpunkt von Strategie, M&A, Restrukturierung, Corporate Finance und Operations arbeiten und die neuen Implikationen des StaRUG praxisgerecht umsetzen können.** Der Anspruch der Führung sollte sein das Restrukturierungsvorhaben bzw. den Verkaufsfall strategisch klug und mit Umsicht und Weitsicht zu planen, um im Interesse aller Stakeholder das bestmögliche Ergebnis zu erzielen.

Zusammenfassen sollten in der Vergleichsrechnung als Bestandteil eines Restrukturierungsplans zukünftig diese drei gängigen Mechanismen zur Vergleichbarkeit herangezogen werden, gegebenenfalls ergänzt um Szenario vier:

1. Sanierung über einen Restrukturierungsplan (Fortführung des Unternehmens im Rahmen eines Restrukturierungsplans)
2. Verkauf des Unternehmens im Status quo (Machbarkeitsanalyse oder Marketsounding (Prüfung durch einen externen Berater, ob das Unternehmen verkaufbar ist, inklusive einer Wertermittlung bei einem Verkauf))

3. Insolvenzscenario (Regelabwicklung des Unternehmens (Liquidation/Zerschlagung); Verkauf im Rahmen eines Distressed M&A-Prozesses; Fortführung durch Planlösung)
4. Optional: Fortführung außerhalb eines Insolvenzverfahrens

4. Fazit

Insgesamt kann festgehalten werden, dass die Vergleichsrechnung sowohl durch das StaRUG als auch durch die Änderungen der InsO hinsichtlich ihrer Bedeutung aufgewertet wurde und mittels der vorgeschriebenen Bewertungsrichtlinien im Sinne der Gläubiger normiert wurde.

In der Praxis wird sich die Erstellung einer Vergleichsrechnung im darstellenden Teil eines Restrukturierungsplans voraussichtlich anspruchsvoller gestalten als bei einem Insolvenzplan, da zum einen Annahmen zur Gläubigerbefriedigung im Rahmen von einem Insolvenzverfahren getroffen werden müssen, obwohl kein Verfahren eingeleitet wurde. **Zum anderen muss eine Machbarkeitsanalyse (sozusagen ein M&A-Prozess light) durchgeführt werden. Dabei kann aber eine breite Marktsprache, wie in einem Distressed M&A-Prozess üblich, nicht gewünscht sein.** Denn Ziel ist es, den Restrukturierungsplan unter dem Radar der öffentlichen Wahrnehmung geräuschlos zu vollziehen. Hier ist Einbindung von erfahrenen CFO oder Interim-CROs ein kritischer Erfolgsfaktor. Der offene Wortlaut des Gesetzgebers gibt der Restrukturierungspraxis damit einen sehr breiten Handlungsspielraum bei der Erstellung von Vergleichsrechnungen als Teil eines Restrukturierungsplanes. Wie dieser zukünftig ausgelegt werden wird, werden die kommenden Monate und Jahre wohl erst zeigen müssen.

Autoren

Dr. Stefan Gros ist Chief Financial Officer. In Umbruch und Sondersituationen übernimmt er die kaufmännische Gesamtverantwortung einschl. aller zugehörigen Themen wie Rechnungswesen, Controlling, Finanzen, IT, Einkauf und HR. Besondere Expertise weist er in den Bereichen Corporate Finance, Performance- und Wertsteigerungskonzepte, Digitale Transformation und Geschäftsmodell-Anpassung sowie Restrukturierung auf. In diesem Kontext hat er seine Fach- und Führungskompetenz vielfach unter Beweis gestellt.

Mit seiner mehr als 25-jährigen Berufs- und Führungserfahrung zählt Dr. Stefan Gros zu den erfahrensten Executives in Deutschland für Unternehmen mit spezifischen Herausforderungen. Er verfügt über zahlreiche nachweisbare Erfolge sowie erstklassige Referenzen. Zu seinen Auftraggebern zählen erfolgreiche und namhafte Unternehmen. Darüber hinaus steht er als Beirat und Senior Advisor zur Verfügung. Er übernimmt Aufgaben als Interim Executive sowie langfristige Vorstands- und Geschäftsführungsmandate.

Kontakt: sg@stefan-gros.de; <http://www.stefan-gros.de>

Burkhard Jung ist Geschäftsführer der Unternehmensberatung Restrukturierungspartner und Vorsitzender des Fachverbands Sanierungs- und Insolvenzberatung des Bundesverbands Deutscher Unternehmensberater BDU e. V. Der Diplom-Ingenieur begleitet seit mehr als dreißig Jahren Unternehmen in der Krise und berät sie bei der außergerichtlichen und der gerichtlichen Sanierung (Regelinsolvenz-, Eigenverwaltungs- oder Schutzschirmverfahren) und im Bereich Distressed M&A.

Kontakt: bjung@rsp.eu, <http://www.restrukturierungspartner.com/>