

# Erfordernis einer Unternehmensbewertung in der Insolvenz?

CORNELIUS NICKERT

## I. EINFÜHRUNG

Das Insolvenzverfahren dient dazu, die Gläubiger bestmöglich zu befriedigen. Als Ziele der Insolvenzrechtsreform 1994 werden insbesondere genannt:

- Stärkung der Gläubigerautonomie
- Erhöhung der Verteilungsgerechtigkeit
- Rechtzeitige Verfahrenseröffnung
- Erweiterung der Insolvenzgründe

Die Reform durch das ESUG ermöglicht darüber hinaus die Einbeziehung der Gesellschafterrechte in den Insolvenzplan der Gesellschaft, insbesondere den Debt-Equity-Swap, § 225a InsO.

Im Vorfeld bzw. in der Insolvenz sind Vermögensmassen zu bewerten. Die Praxis bewertet im Wesentlichen die körperliche Substanz anhand empirischer Daten und auf Basis aktueller Marktwerte.<sup>1</sup> Dennoch ist man sich in der Bewertungsliteratur<sup>2</sup> aber auch in der insolvenzrechtlichen Literatur<sup>3</sup> weitestgehend einig, dass Unternehmen in der Insolvenz anhand des Ertragswertverfahrens oder anhand des Discounted Cashflow Verfahrens (DCF) zu bewerten sind. Allgemein anerkannt ist aber, dass die Feststellung des Vermögensstatus unter der Annahme der Unternehmensfortführung erhebliche Schwierigkeiten bereitet. Die Bewertung ist nur unter Hilfe betriebswirtschaftlicher Methoden und Erkenntnisse lösbar, wie der Jubilar zutreffend ausgeführt hat.<sup>4</sup> Denn unbestritten ist nicht die vorhandene Substanz das wesentliche Element, das den Unternehmenswert prägt. Vielmehr leitet sich der Unternehmenswert

1 Soweit vorhanden.

2 *Drukarczyk/Schüler*, Unternehmensbewertung, 6. Aufl. 2009, S. 385 ff.

3 *Blöse/Wieland-Blöse*, Praxisleitfaden Insolvenzreife, S. 129; Hüttemann, in: FS Karsten Schmidt, S. 761 f., 770 f.; MünchKomm-InsO/*Drukarczyk*, 2. Aufl. 2007, § 19 Rn. 111; *Uhlenbruck* in: Karsten Schmidt/Uhlenbruck, Die GmbH in Krise, Sanierung und Insolvenz, 4. Aufl. 2009, Rn. 5.145; *Uhlenbruck*, InsO, 13. Aufl. 2009, § 19 Rn. 68, *Spliedt* in: Runkel, Anwalts-Handbuch Insolvenzrecht, 2. Aufl. 2008, § 1 Rn. 135 ff.; a.A. MünchKomm-InsO/*Füchsl/Weishäupl*, Bd. 2, 2. Aufl. 2008, § 151 Rn. 12.

4 *Haarmeyer/Wutzke/Förster*, Handbuch zur Insolvenzordnung, 3. Aufl. 2001, Kapitel 1 Rn. 92.

aus den voraussichtlichen zukünftigen Erträgen bzw. Einzahlungsüberschüssen ab. Schon *Eugen Schmalenbach* hat diesbezüglich festgestellt: »Für das Gewesene gibt der Kaufmann nichts«.

Die oben angegebenen Ziele, die mit der Insolvenzordnung verfolgt wurden, können aber zu einem großen Teil nur dann realisiert werden, wenn der Gesamtunternehmenswert des betreffenden Unternehmens ermittelt wurde. Findet sich dieser in den Verzeichnissen gem. §§ 151 ff. InsO nicht wieder, haben die Gläubiger für ihre Entscheidung im Berichtstermin eine fehlerhafte Grundlage. Werden die Anteile des Gesamtunternehmens fehlerhaft auf die einzelnen Vermögensgegenstände allokiert, wird in die Verteilungsgerechtigkeit eingegriffen, weil z.B. die Absonderungsberechtigten im Falle der übertragenden Sanierung fehlerhaft abgefunden werden. Zum Schluss ist noch darauf hinzuweisen, dass nach Änderung des Überschuldungsbegriffs nach der InsO der Gesamtunternehmenswert für die Ermittlung des Insolvenzgrunds der Überschuldung nur noch im Zerschlagungsfall wieder relevant ist.

## II. GRUNDLEGENDES PROBLEM – PREIS VS. WERT

Price is what you pay, value is what you get.<sup>5</sup> Wert ist etwas was, ein Dritter einem Vermögensgegenstand beizulegen pflegt. Der Preis ist das Ergebnis von Verhandlungen. Der Preis kann von der Verhandlungsmacht einer Partei in erheblichem Maße geprägt sein. Die Verhandlungsmacht wirkt sich aber auf den Wert eines Vermögensgegenstands grundsätzlich nicht aus.

Das Insolvenzverfahren ist ein Gesamtvollstreckungsverfahren mit dem Ziel der bestmöglichen Gläubigerbefriedigung. Mit nicht realisierten Werten lassen sich keine Gläubigerforderungen befriedigen. Daher müsste die insolvenzrechtlich gesuchte Größe der jeweilige zu erzielende Preis, aber nicht ein Wert, sein.<sup>6</sup> Die Insolvenzordnung stellt in ihren Regelungen aber auf den Wert ab. So sind die Fortführungs- und Zerschlagungswerte in die Verzeichnisse nach §§ 151 f. InsO aufzunehmen.

Für die Gläubiger interessant ist aber alleine der Preis, zu dem ein Vermögensgegenstand veräußert werden kann.<sup>7</sup> Die Praxis zeigt nämlich, dass gerade bei Insolvenzverfahren erhebliche Differenzen zwischen Wert und realisiertem Kaufpreis bestehen können. Nur mit dem Kaufpreis können aber die Forderungen zumindest teilweise befriedigt werden.

Der Unterschied zwischen Preis und Wert tritt in der Praxis dann besonders zu Tage, wenn ein Unternehmen schnell liquidiert werden muss. In diesem Fall

<sup>5</sup> *Warren Buffet*.

<sup>6</sup> So auch *Haas*, in *Baumbach/Hueck, GmbHG*, 19. Aufl. 2010, § 64 Rn. 58 speziell für das Umlaufvermögen; *MünchKomm-GmbHG/H.F. Müller*, Bd. 3, § 64 Rn. 28 (Einzelveräußerungswert).

<sup>7</sup> *Frieß*, *DStR* 2004, 654, 656: »am Markt erzielbarer Veräußerungspreis (für den Liquidationswert).

### ERFORDERNIS EINER UNTERNEHMENSBEWERTUNG IN DER INSOLVENZ?

werden regelmäßig besonders niedrige, unter Wert liegende Preise realisiert, denn die Preisaussichten sinken mit zunehmendem Verwertungsdruck. Die Insolvenzordnung sieht aber gerade die unverzügliche Verwertung als Regelfall vor, § 159 InsO. Damit ist ein gravierender Unterschied zwischen Wert und realisierbarem Preis als gesetzlich typisierter Regelfall kodifiziert.

Daher müsste eigentlich der vermutlich zu erzielende Preis Eingang in die Verzeichnisse finden, sollen diese doch Entscheidungsgrundlage für die Gläubiger sein, das Unternehmen fortzuführen oder zu zerschlagen. So formulieren *Füchsl/Weishäupl*<sup>8</sup> deutlich, dass der Liquidationswert die »mit hinreichender Sicherheit erzielbare Wertuntergrenze« darstellt, mithin der Einzelveräußerungspreis unter der Annahme der Zerschlagung.

Nur in dem Sonderfall, in dem der Wert bei einer Veräußerung bzw. im Insolvenzplanverfahren nicht realisiert werden könnte, bestünde für die Gläubiger die Möglichkeit, das Unternehmen in Eigenregie fortzuführen.<sup>9</sup> Dies setzt aber voraus, dass eine solche Fortführung auch tatsächlich möglich ist, was insbesondere bei inhabergeführten KMU, einem Großteil der Insolvenzverfahren, oft an der Existenz und an der Kompetenz der zur Verfügung stehenden Fremdgeschäftsführer scheitern dürfte. Die Altgesellschafter-Geschäftsführer dürften an einer Fortführung des schuldnerischen Unternehmens auf fremde Rechnung aber kein Interesse mehr haben.

Daher müssten die Verzeichnisse nach den §§ 151 ff. InsO drei Spalten haben:

- den Zerschlagungspreis,
- den Gesamtveräußerungspreis und
- den Gesamtunternehmenswert.

Wenn die Fortführung des Unternehmens möglich und wahrscheinlich ist und der Gesamt- wie Zerschlagungspreis unter dem Fortführungsunternehmenswert liegt, würde jeder Kaufmann die Fortführung in Eigenregie vorziehen.

### III. BEWERTUNGSANLÄSSE IN DER INSO

Die Insolvenzordnung kennt vielfältige Bewertungsanlässe. Entsprechend dem Grundsatz, dass der Bewertungsanlass das Bewertungsverfahren prägt, sollen diese daher kurz skizziert werden.

#### 1. Überschuldungsprüfung

Vor Insolvenzantragsstellung muss der Schuldner im Falle einer haftungsbeschränkten Gesellschaft<sup>10</sup> überprüfen, ob Überschuldung eingetreten ist, § 15a InsO. Da die

8 MünchKomm-InsO, Bd. 2, 2. Aufl. 2008, § 151 Rn. 9; ebenso *Möhlmann*, DStR 2009, 163, 164 f.

9 Ggf. unter Nutzung des Debt-Equity-Swaps, § 225a InsO.

10 Oder bei einer Bank i.S.d. KWG, § 46b KWG.

Insolvenzordnung grundsätzlich zwei Bewertungsmethoden vorschreibt, sind die Werte einerseits unter der Annahme der Zerschlagung und andererseits unter der Annahme der Fortführung zu ermitteln. Nach Insolvenzeröffnung sind beide Werte in die Verzeichnisse aufzunehmen, §§ 151 – 153 InsO.

Zu der Art und Weise, wie die Fortführungswerte ermittelt werden, enthält weder das Gesetz noch der Regierungsentwurf zur Insolvenzordnung Ausführungen.

## 2. Angabe von Liquidations- und Fortführungseinzelwert, § 151 InsO

Der Insolvenzverwalter hat ein Verzeichnis aller Vermögensgegenstände aufzustellen. Im Verzeichnis sind die Gegenstände einzeln aufzunehmen (Mengengerüst) und zu bewerten (Werte gerüst). Hängt der Wert davon ab, ob das Unternehmen fortgeführt oder stillgelegt wird, sind beide Werte anzugeben, § 151 Abs. 2 InsO. D.h., die Insolvenzordnung verlangt gerade die Liquidations- und Fortführungseinzelwerte aller Vermögensgegenstände.

Auch und gerade wegen der Befriedigung der Absonderungsgläubiger hat das Verzeichnis eine besondere Bedeutung. Es zeigt zum einen, mit welchem Absonderungserlös der Gläubiger zu rechnen hat und darüber hinaus die voraussichtliche Befriedigungsquote der ungesicherten Gläubiger.<sup>11</sup>

Die InsO enthält keine Vorschriften, wie die Werte zu ermitteln sind. Insbesondere ist nicht geregelt, ob eine Einzelbewertung stattfindet<sup>12</sup> oder ob die Gesamtunternehmung<sup>13</sup> bewertet wird, um dann aus dem Gesamtwert die Einzelwerte abzuleiten. Generell aber gilt in der Insolvenzordnung, dass die »tatsächlichen Werte« anzusetzen sind.<sup>14</sup> Damit sind zu erzielende Preise gemeint, denn nur mit erzielten Preisen lassen sich Gläubigeransprüche befriedigen. Die Verzeichnisse werden für die Gläubiger als Entscheidungsgrundlage<sup>15</sup> erstellt, z.B. ob ein Betrieb fortgeführt wird, ob und zu welchen Konditionen der Betrieb im Rahmen der übertragenden Sanierung veräußert wird oder ob er liquidiert wird. Sofern von den Preisen deutlich abweichende Werte erfasst würden, wäre der Funktion als Entscheidungsgrundlage nicht genüge getan. Bei der Bewertung gilt daher keine Bindung an handelsrechtliche oder steuerliche Werte, vor allem keine Wertobergrenze in Höhe der Anschaffungs- oder Herstellungskosten.

11 MünchKomm-GmbHG/H.F. Müller, Bd. 3, § 64 Rn. 35.

12 So MünchKomm-InsO/Füchsel/Weishäupl Bd. 2, 2. Aufl. 2008, § 151 Rn. 12 (die zwischen einer vorläufigen und einer endgültigen Bewertung unterscheiden).

13 So z.B. IDW RH HFA 1.010, Rn. 37 unter Hinweis auf IDW FAR 1/1996, Abschnitt 4.2.; Blöse/Wieland-Blöse, Praxisleitfaden Insolvenzreife, S. 129 ff.

14 Begründung RegE InsO, zit. nach Balz/Landfermann, Die neuen Insolvenzgesetze, 2. Aufl. 1999, S. 395.

15 Mithlechner, ZIP 2000, 1825 ff., 1826.

### 3. Entscheidung im Berichtstermin

Im Berichtstermin berichtet der Insolvenzverwalter über die Lage des Unternehmens, die Krisenursachen und die Möglichkeit einer Unternehmensfortführung. Zum Schluss sollen die Befriedigungsaussichten erläutert werden, § 156 Abs. 1 InsO. Eben jene Befriedigungsaussichten ergeben sich zunächst aus den mutmaßlich erzielbaren Preisen, nicht aber aus den Werten. Im Berichtstermin wird entschieden, ob das schuldnerische Unternehmen fortgeführt oder zerschlagen werden soll. Für die »hold or sell« – Entscheidung müssen Annahmen über den zu realisierenden Kaufpreis einerseits und den Fortführungswert andererseits getroffen werden. Liegt der Fortführungsgesamtwert über dem mutmaßlichen Veräußerungs- oder Zerschlagungspreis<sup>16</sup>, wird die Gläubigerversammlung in der Regel die Fortführung beschließen, im anderen Fall die Zerschlagung.

### 4. Absonderungsgläubiger

Im Fall der Veräußerung des Unternehmens im Ganzen<sup>17</sup> muss aus dem Gesamtveräußerungspreis der auf die einzelnen Absonderungsgläubiger entfallende Preisanteil ermittelt werden.<sup>18</sup> Außerdem muss der Insolvenzverwalter an die Absonderungsgläubiger Zinsen zahlen, wenn er einen Vermögensgegenstand nicht nach dem Berichtstermin unverzüglich verwertet. Dies gilt nicht, soweit nach dem Wert des Gegenstands nicht mit einer Befriedigung des Gläubigers aus dem Verwertungserlös zu rechnen ist, § 169 InsO.

### 5. Insolvenzplan – Obstruktionsverbot

Im Insolvenzplan kann eine abweichende Regelung insbesondere zum Erhalt des Unternehmens getroffen werden. Hierzu müssen nicht alle Gläubiger die Zustimmung erteilen. Vielmehr können ablehnende Gläubiger unter gewissen Umständen »überstimmt« werden. Dies gilt wiederum nicht, wenn die widersprechenden Gläubiger durch den Insolvenzplan voraussichtlich schlechter gestellt werden als sie ohne einen Plan stünden, § 245 Abs. 1 Nr. 1 InsO. Dementsprechend können Wertermittlungen im Insolvenzplanverfahren erforderlich werden. Diesbezüglich führt der RegE zum ESUG aus: »Werden die am Schuldner beteiligten Personen als eigene Gruppe am Zustandekommen des Insolvenzplans beteiligt, so können sie

<sup>16</sup> Bei dieser Rechnung müsste aber auch das in der Fortführung innewohnende Risiko abgebildet werden, um zu einem betriebswirtschaftlich zutreffenden Entscheidungswert zu gelangen.

<sup>17</sup> In der Insolvenz praktisch ausnahmslos ein asset deal cash free.

<sup>18</sup> Daher muss entgegen *Drukarczk/Schüler*, DStR 1999, 646 ff., 648 doch aus dem Gesamtwert der Wert der einzelnen Vermögensgegenstände ermittelt werden.

*mit Mehrheit entscheiden, ob der Teil des Unternehmenswerts ausreichend ist, den ihnen der Insolvenzplan zuweist.»<sup>19</sup>*

Soweit in einem Insolvenzplan die Umwandlung von Gläubigerforderungen in Eigenkapital vorgesehen wird, muss das Gesamtunternehmen bewertet werden. Zum einen ist die Bewertung erforderlich, da es sich bei der Umwandlung um eine Sachkapitalerhöhung im Sinne der §§ 55, 56 GmbHG, 182 ff. AktG handelt und damit eine Werthaltigkeitsdokumentation bestehen muss. Andererseits muss beachtet werden, dass dem Gläubiger im Insolvenzplan kein höherer Wert zugesprochen wird als ihm zivilrechtlich zusteht, § 245 Abs. 2 Nr. 1 InsO. Entsprechendes gilt beim Debt Mezzanine Swap, bei dem Gläubigerforderungen in Mezzaninekapital getauscht werden.

### *6. Haftung Insolvenzverwalter*

Das Insolvenzverfahren dient dazu, die Gläubiger eines Schuldners bestmöglich zu befriedigen. Dementsprechend ist es die Aufgabe des Insolvenzverwalters, die Insolvenzmasse bestmöglich zu verwerten. Sofern der Insolvenzverwalter ein Unternehmen ohne legitimierenden Beschluss seitens des Gläubigerausschusses bzw. der Gläubigerversammlung unter Wert veräußert, droht ihm die Haftung nach § 60 InsO.<sup>20</sup> Gerade im Fall des Verkaufs des Unternehmens im Ganzen stellt sich die Frage der Kaufpreisbemessung und der Aufteilung des Gesamtkaufpreises auf die einzelnen Vermögensgegenstände. Der Insolvenzverwalter muss dokumentieren, dass er das Unternehmen bestmöglich verkauft hat. Zuletzt dient also eine Unternehmensbewertung der Enthftung des Insolvenzverwalters, weil er mit ihr nachweist, dass er das Unternehmen nicht »verschleudert« hat.

## IV. VORFRAGE: WAS WIRD BEWERTET?

Bevor ein Unternehmen bewertet wird, muss die Frage beantwortet werden, was Gegenstand der Bewertung ist und welchen Weg die Bewertung einschlagen soll. Da in der Insolvenz die Gläubigerforderungen bestmöglich befriedigt werden sollen, ist die gesuchte Größe das »Schuldendeckungspotenzial«. Regelmäßig werden aus der Insolvenzmasse nur die Aktiva verkauft und die Passiva verbleiben in der Masse, sogenannte übertragende Sanierung oder assets deals. Daher ist die gesuchte Größe der Wert des Gesamtkapitals, vergleichbar dem Entity-Ansatz in der Unternehmensbewertung. Dieser Wert wird den Verbindlichkeiten, und zwar im Range der

<sup>19</sup> RegE ESUG, S. 51.

<sup>20</sup> OLG Rostock, Urt. v. 08.04.2011, NZI 2011, 488 = ZInsO 2011, 1511 (n. rkr. AZ: BGH – IX ZR 60/11).

## ERFORDERNIS EINER UNTERNEHMENSBEWERTUNG IN DER INSOLVENZ?

Insolvenzordnung, gegenübergestellt. Daraus lässt sich dann die zu prognostizierende Quote nach der insolvenzrechtlichen Rangfolge ableiten.

Soweit in der Literatur<sup>21</sup> gelegentlich eine Bewertung nach dem Ertragswertverfahren vorgeschlagen wird, muss darauf hingewiesen werden, dass mit diesem Bewertungsverfahren die dem Unternehmen für die Eigenkapitalgeber entzugsfähigen Erträge diskontiert werden. In der Insolvenz aber werden regelmäßig Eigenkapitalgeber mit ihren Stammkapitalansprüchen nicht mehr bedient. Es geht um das Schuldendeckungspotential für die Außengläubiger, weshalb m.E. der Ertragswertansatz für eine insolvenzrechtliche Bewertung ungeeignet ist.<sup>22</sup>

Gesucht ist der zu erwartende Veräußerungserlös der Aktiva im Ganzen, der auf die einzelnen Vermögensgegenstände anschließend verteilt wird. Praktisch handelt es sich beim Mengengerüst um die Bilanzsumme ohne ein eventuelles Aktivkapital, gegebenenfalls vermehrt um nicht aktivierbare Vermögensgegenstände. Hinsichtlich des Wertgerüsts sind die wahren Werte, also die möglichen Veräußerungspreise gesucht. Damit liegt es nahe, den Unternehmenswert anhand eines DCF-Bruttoverfahrens zu ermitteln. Dieses ermittelt aus den gesamten Cashflows, die den Fremd- und Eigenkapitalgebern zur Verfügung stehen, den Wert des Gesamtkapitals (Entity), von dem bei einer »normalen« Unternehmensbewertung die zinstragenden Verbindlichkeiten abgezogen werden, um damit zum Wert des Eigenkapitals (Unternehmenswert) zu gelangen.

Es werden also nur die Aktiva bewertet. Die Passiva ergeben sich aus der Insolvenztabelle. Sie bedürfen in der Insolvenz keiner Bewertung. Insbesondere werden die Passiva nicht um den Zeitraum abgezinst, welcher erforderlich ist, um die Insolvenz abzuschließen.

Die Insolvenzordnung sieht vor, dass jeder einzelne Vermögensgegenstand einzeln bewertet wird, und zwar mit Zerschlagungs- und Fortführungswerten. Die betriebswirtschaftliche Literatur kennt aber keinen Fortführungseinzelwert. Hier wird vielmehr das Unternehmen als Ganzes bewertet. Die betriebswirtschaftliche Lehre hat aber auch nicht die Sicht der Insolvenzordnung zum Gegenstand. Regelmäßig sucht die betriebswirtschaftliche Lehre den Wert des Eigenkapitals oder in Sanierungsfällen den Wert des Gesamtkapitals, um zu ermitteln, mit welchem Prozentsatz die Gläubiger noch »im Geld sind«. Eine Zuordnung einzelner Vermögensgegenstände, unter Umständen von verschiedenen Gläubigern mit differenzierten Interessen, ist regelmäßig nicht Gegenstand betriebswirtschaftlicher Untersuchungen.<sup>23</sup>

21 *Splied*, in Runkel: *Anwaltshandbuch Insolvenzrecht*, 2. Aufl. 2008, § 1 Rn. 138 verweist u.a. auf den IDW S 1 der vorzugsweise auf das Ertragswertverfahren abstellt; *Hüttemann*, in: FS Karsten Schmidt S. 761 ff., 770 f.; *Karsten Schmidt/Bitter*, in: Scholz, *GmbHG*, vor § 64 Rn. 31, Bewertung der Gegenstände, die einen Beitrag zum Ertrag des Unternehmens leisten; *Wolf/Schlabeck*, *Überschuldung*, S. 38 ff.

22 So auch *Buchta*, in: Hölters u.a., *Handbuch Unternehmenskauf*, 7. Aufl. 2010, Teil XIV Rn. 89 unter Hinweis auf *Bernsau/Höpfner/Rieger/Wahl*, *Handbuch der übertragenden Sanierung*, 2002, S. 50 f.

23 So auch *Haas*, in: *Kölner Schrift zur Insolvenzordnung*, 2. Aufl. 2000, S. 1807 f.

## V. BEWERTUNGSMETHODEN – EINZELBEWERTUNGSVERFAHREN

Bei den Einzelbewertungsverfahren werden die Vermögensgegenstände einzeln ermittelt und aufaddiert, woraus sich nach Abzug der Schulden der Gesamtwert des Unternehmens ergibt.

Der wesentliche Kritikpunkt an den Einzelbewertungsverfahren ist, dass die unternehmerischen Aktivitäten nicht berücksichtigt werden.<sup>24</sup> D.h. die Substanz wird »wie sie steht und liegt« bewertet. Ferner wird das Zusammenspiel zwischen den einzelnen Vermögensgegenständen und insbesondere den immateriellen Vermögensgegenständen nicht berücksichtigt.

### 1. Handelsrechtliche Buchwerte

Teilweise wird angenommen, als Abbildung der Fortführungseinzelwerte könnten die handelsrechtlichen Buchwerte angesetzt werden.<sup>25</sup> Die handelsrechtlichen Buchwerte sind aber vom kaufmännischen Vorsichtsprinzip geprägt, was sich z.B. in der Wertobergrenze der Anschaffungs- oder Herstellungskosten zeigt. Beispielsweise bei langjährigem Grundbesitz zeigen damit die historischen Anschaffungskosten gerade nicht die aktuellen tatsächlichen Werte, weshalb diese Bewertungsmethode für insolvenzrechtliche Zwecke ausscheidet.<sup>26</sup>

### 2. Substanzwert

Der Substanzwert kann unter der Annahme der Unternehmensfortführung oder unter der Annahme der Zerschlagung ermittelt werden.

Bei der Substanzbewertung unter der Annahme der Unternehmensfortführung spricht man auch vom **Reproduktionswert**. Bei dieser Methode wird fiktiv das zu bewertende Unternehmen nachgebaut. Die zum Nachbau aufzuwendenden Kosten sind zugleich der Wertansatz der einzelnen Vermögensgegenstände. Es handelt sich also um Wiederbeschaffungswerte bzw. Zeitwerte.<sup>27</sup> Für den Reproduktionswert spricht in der Tat, dass er das Bewertungsverfahren und das Bewertungsergebnis objektiviert und von Prognoseunsicherheiten in einem gewissen Maße befreit.<sup>28</sup> Der Reproduktionswert mag für körperliche Gegenstände daher noch akzeptabel sein.

24 *Schneider/Ernst/Thielen*, Unternehmensbewertungen erstellen und verstehen, 4. Aufl. 2010, S. 5.

25 *Altmeppen*, ZIP 1997, 1173.

26 *Haas*, in: Baumbach/Hueck, GmbHG, 19. Aufl. 2010, § 64 Rn. 48.

27 *Schneider/Ernst/Thielen*, Unternehmensbewertungen erstellen und verstehen, 4. Aufl. 2010, S. 2 f.

28 *Sieben/Maltry*, in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 5. Aufl. 2012, S. 676 f.



Spätestens bei der Ermittlung des Werts immaterieller Werte versagt er.<sup>29</sup> Diese immateriellen Werte aber sind es, die heutzutage den wesentlichen Wert der Gesamtunternehmung ausmachen.<sup>30</sup> So lag die Marktkapitalisierung der SAP AG zum 31.03.2012 bei 55,9 Mrd €, während der Buchwert zum selben Stichtag bei rd. 13,1 Mrd. € lag.<sup>31</sup> Deshalb halte ich den Reproduktionswert nur in den Fällen für anwendbar, in denen von einer Existenz von verwertbaren immateriellen Vermögensgegenständen sicher nicht ausgegangen werden kann. Zum Schluss ist es für den Kaufmann uninteressant, was der Nachbau seines Unternehmens kosten würde. Entscheidend ist, was er mit seinem Unternehmen an Gewinn erzielen kann.<sup>32</sup>

Demgegenüber ist der **Zerschlagungswert** bzw. **Liquidationswert** ein Einzelsubstanzwert unter der Annahme der Zerschlagung des Unternehmens. Er wird ermittelt, indem die Einzelzerschlagungswerte ermittelt und davon die Schulden und die Liquidationskosten abgezogen werden. Insofern ist der Zerschlagungswert auch ein Ertragswert, weil er den Ertrag aus der Liquidation misst.<sup>33</sup>

Gleichwohl wird die Zeit, die der Insolvenzverwalter benötigt, um die Aktiva zu verwerten und den Erlös an die Gläubiger zu verteilen, nicht abgezinst, obwohl es unter betriebswirtschaftlichen Grundsätzen geboten wäre, den Ertrag bzw. die Zahlungsüberschüsse abzuzinsen.<sup>34</sup> Die Gläubiger verzichten nämlich während der Dauer des Insolvenzverfahrens insoweit auf »Konsum«. Auch werden in der insolvenzrechtlichen Zerschlagungsbewertung steuerliche Folgen aus der Realisierung von stillen Reserven üblicherweise nicht berücksichtigt,<sup>35</sup> während die Steuer in der betriebswirtschaftlichen Bewertungspraxis erfasst wird.<sup>36</sup>

Gelegentlich wird – unter betriebswirtschaftlich zutreffenden Grundsätzen – darauf hingewiesen, dass der Liquidationswert von der Zerschlagungsintensität und der Zerschlagungsgeschwindigkeit abhängt.<sup>37</sup> Dies ist bei der Ermittlung der

29 *Mandl/Rabel*, in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 5. Aufl. 2012, S. 85.

30 *Ronald J. Baker*, *measure what matters to customers*, S. 5 ff.

31 Bei Google betrug das Verhältnis zum selben Stichtag 121,93 / 46,3 Mrd. €; dabei ist zu berücksichtigen, dass künftig aufgrund des demografischen Wandels die Bedeutung des Mitarbeiterstamms (*assembled workforce*) als Wertbeitrag erheblich steigen wird und insbesondere in der Insolvenz zahlungsrelevant werden wird.

32 *Hüttemann* in: FS Karsten Schmidt, S. 761 ff., 772.

33 *Blöse/Wieland-Blöse*, Praxisleitfaden Insolvenzreife, S. 126 »Barwert der erwarteten Nettoerlöse«.

34 *Frieß*, DStR 2004, 654, 656; *Wollny*, *Der objektivierte Unternehmenswert*, 2. Aufl. 2010, S. 223; IDW S 1 Rn. 141.

35 *Bußhardt*, in: Braun, *InsO*, 5. Aufl. 2012, § 19 Rn. 21 f. m.w.N.; teilweise wird auch die Berücksichtigung der Steuern gefordert, wenngleich diese noch nicht zum Stichtag entstanden sind, *MünchKomm-InsO/Drukarczyk*, Bd. 1, 2. Aufl. 2007, § 19 Rn. 91, 94; auch werden Sozialplankosten für den Personalabbau üblicherweise berücksichtigt, vgl. *HK-InsO/Schröder/Schmidt*, 3. Aufl. 2009, § 19 Rn. 39 m.w.N.; teilweise wird vertreten, dass die üblichen Kosten der Abwicklung zu passivieren seien, *HK-InsO/Kirchhof*, 6. Aufl. 2011, § 19 Rn. 24.

36 *Wollny*, *Der objektivierte Unternehmenswert*, 2. Aufl. 2010, S. 223; IDW S 1 Rn. 141.

37 *Frieß*, DStR 2004, 654, 656; *Helbing*, *Unternehmensbewertung und Steuern*, 9. Aufl. 1998, S. 218; *Steffan*, *ZInsO* 2003, 106 ff., 107.

Insolvenzgründe sicherlich so lange zu berücksichtigen wie die vorhandene bzw. entstehende Liquidität noch ausreicht, um das Liquidationskonzept durchzusetzen.<sup>38</sup> Bei der Erstellung der Verzeichnisse darf dies entgegen der h.M.<sup>39</sup> aber nicht berücksichtigt werden. Die Verzeichnisse sind spätestens eine Woche vor dem Berichtstermin beim Insolvenzgericht niederzulegen, § 154 InsO. Die Entscheidung aber, wie weiter verfahren wird, wird in eben diesem Berichtstermin, also nach Niederlegung der Verzeichnisse getroffen. Andernfalls wären die Verzeichnisse für die Gläubiger keine taugliche Entscheidungsgrundlage. Der Zerschlagungswert ist m. E. das worst case Szenario der Insolvenzabwicklung, als derjenige Betrag, den die Gläubiger mit hinreichender Sicherheit erwarten dürfen. Dementsprechend ist bei der Erstellung des Verzeichnisses vom kodifizierten Regelfall der unverzüglichen Zerschlagung auszugehen.<sup>40</sup> Die Ausgestaltung der Verzeichnisse als worst case Szenario machen es aber erforderlich, bereits aufzuzeigen, inwieweit bei Zerschlagung mit Kosten (Drohverlustrückstellungen) oder Vermögenszuwächsen zu rechnen ist.<sup>41</sup> Daher halte ich es für erforderlich, die entstehenden Steuern auf die stillen Reserven zu passivieren<sup>42</sup> und die darüber hinaus bestehenden<sup>43</sup> Verlustvorträge als »Tax Assets« zu erfassen und ebenfalls zu bewerten. Auch die Darstellung der Verlustvorträge ist sowohl im Mengen- wie im Wertgerüst erforderlich, da gerade bei Einzelunternehmen oder Personengesellschaften diese von den Kapitalkonten erheblich abweichen können und eventuell steuerliche Verlustnutzungsbeschränkungen bestehen. Indem diese Verlustvorträge aufgezeigt werden, wird den Gläubigern das Potential dargestellt, welches grundsätzlich realisiert werden könnte. Eine Bewertung dieser Tax Assets erfolgt aber nur insoweit, als mit der Realisierung dieser Vermögensgegenstände im Insolvenzverfahren gerechnet werden kann.<sup>44</sup> Eine Bindung an die 5-jährige handelsrechtliche Frist des § 274 Abs. 1 Satz 4 HGB besteht nicht. Die Vorerfassung der Abwicklungskosten einschließlich Steuern ist auch systemgerecht, denn auf der Aktivseite werden die stillen Reserven ebenfalls gehoben,

38 *Nickert*, in *Nickert/Lamberti*, Überschuldungs- und Zahlungsunfähigkeitsprüfung im Insolvenzrecht, 2. Aufl. 2011, Rn. 249.

39 *MünchKomm-InsO/Drukarczyk*, Bd. 1, 2. Aufl. 2007, § 19 Rn. 91 m.w.N.; *HK-InsO/Kirchhof*, 6. Aufl. 2011, § 19 Rn. 15.

40 Argumentum ex § 159 InsO: soweit die Beschlüsse der Gläubigerversammlung nicht entgegenstehen; a.A. *Naumann*, in: *Braun*, InsO, 5. Aufl. 2012, § 151 Rn. 6.

41 Damit einher geht das Problem, dass die statische Bilanz um dynamische künftige Zeitraumbetrachtungen angereichert wird, vgl. auch *Heni*, *ZInsO* 1999, 609 ff. 611; *Mithlechner*, *ZIP* 2000, 1825 ff., 1827. Anders lässt sich aber die Funktion als Entscheidungsgrundlage in den Verzeichnissen nach den §§ 151 ff. InsO nicht herstellen.

42 *MünchKomm-InsO/Drukarczyk*, Bd. 1, 2. Aufl. 2007, § 19 Rn. 91, 94; *Haas*, in: *Baumbach/Hueck*, *GmbHG*, 19. Aufl. 2010, § 64 Rn. 56.

43 Andernfalls erfolgt eine Doppelberücksichtigung über das Anheben der Bewertung der Vermögensgegenstände und die gleichzeitige Aktivierung der Verlustvorträge, *Nickert*, in: *Nickert/Lamberti*, Überschuldungs- und Zahlungsunfähigkeitsprüfung im Insolvenzrecht, 2. Aufl. 2011, Rn. 394.

44 Was eher selten der Fall sein wird.

## ERFORDERNIS EINER UNTERNEHMENSBEWERTUNG IN DER INSOLVENZ?

obgleich diese am Stichtag noch nicht realisiert waren. Sofern man die Passivposten wegen des Stichtagsprinzips nicht berücksichtigt,<sup>45</sup> müsste dies andernfalls auf der Aktivseite des Status genau so gehandhabt werden.

### 3. Steuerlicher Teilwert

Das Steuerrecht definiert in § 6 Abs. 1 Satz 3 den Teilwert wie folgt: »Teilwert ist der Betrag, den ein Erwerber des ganzen Betriebs im Rahmen des Gesamtkaufpreises für das einzelne Wirtschaftsgut ansetzen würde; dabei ist davon auszugehen, dass der Erwerber den Betrieb fortführt«. Das Steuerrecht unterstellt also einen hypothetischen Käufer, der einen hypothetischen Kaufpreis für ein Unternehmen bezahlt und diesen Kaufpreis auf die einzelnen gekauften Wirtschaftsgüter verteilt. Ganz davon zu schweigen, dass diese Fiktion nicht realitätsgerecht ist,<sup>46</sup> ist mittlerweile anerkannt, dass der steuerliche Teilwertbegriff mangels Praktikabilität gescheitert ist.<sup>47</sup> Insbesondere bietet das Steuerrecht keine Lösungsansätze, wie der hypothetische Kaufpreis des fiktiven Käufers zu ermitteln und dieser auf die einzelnen Wirtschaftsgüter zu verteilen ist. Daher wird der Teilwert auch als derjenige Wert bezeichnet, »auf den sich Steuerpflichtiger und Finanzverwaltung einigen«.<sup>48</sup>

## VI. BEWERTUNGSMETHODEN – GESAMTBEWERTUNGSVERFAHREN

Bei den Gesamtbewertungsverfahren wird nicht die Substanz wie sie steht und liegt, sondern die zukünftige Ertragskraft eines Unternehmens bewertet. Das Unternehmen wird also als Einheit bewertet. Von dieser Einheitsbewertung des gesamten Unternehmens können dann Einzelwerte abgeleitet werden.<sup>49</sup>

Dem Grundsatz der Einzelbewertung in den §§ 151, 152 InsO steht der Gesamtbewertungsansatz nicht entgegen. Die Frage, ob zunächst ein Gesamtwert ermittelt wird, der anschließend auf die einzelnen Vermögensgegenstände verteilt wird<sup>50</sup> oder ob die einzelnen Vermögensgegenstände bewertet werden und durch Aufsummieren

45 *Bußhardt*, in: Braun, InsO, 5. Aufl. 2012, § 19 Rn. 21.

46 Welcher Käufer eines PKW handelt den Kaufpreis aus und verteilt ihn gedanklich auf die Bestandteile des PKWs?

47 *Knobbe-Keuk*, Bilanz- und Unternehmenssteuerrecht, 9. Aufl. 1993, S. 175 f.; *Hüttemann*, FS Karsten Schmidt, S. 761 ff., 772.

48 *Maaßen*, Der Teilwert im Steuerrecht, S. VI, zitiert nach *Hüttemann*, in: FS Karsten Schmidt S. 761, 772.

49 Umgekehrte purchase price allocation analog IFRS 3; umgekehrt deshalb, weil sie vom schuldnerischen Unternehmen als fiktivem Verkäufer erstellt wird; vgl. insoweit auch *Blöse/Wieland-Blöse* Praxisleitfaden Insolvenzreife, S. 130.

50 Wie z.B. bei dem steuerlichen Teilwert gem. § 6 Abs. 1 Satz 3 EStG und der purchase price allocation nach IFRS 3.

zu einem Gesamtunternehmenswert zusammengestellt werden, ist eine Frage der Technik.<sup>51</sup> Entscheidend ist aber alleine, ob der zutreffende Wert ermittelt wird.

Schwierig und sehr zeitaufwändig ist allerdings, den so gewonnenen Wert des Gesamtkapitals auf die einzelnen körperlichen und nicht-körperlichen Vermögensgegenstände zu verteilen.

### 1. Zukunftserfolgswert

Wenn man davon ausgeht, dass die Zerschlagungswerte das worst case Szenario abbilden, müsste in den Fortführungswerten als Entscheidungsgrundlage aufgezeigt werden, »was möglich ist«. Als solche Werte werden von der betriebswirtschaftlichen Literatur aber auch von der insolvenzrechtlichen Literatur<sup>52</sup> das Ertragswertverfahren und das Discounted Cashflow Verfahren angeboten.<sup>53</sup>

Beim Ertragswertverfahren werden für die Gesellschafter entnahmefähige Erträge diskontiert. Es bewertet also das Unternehmen aus Sicht der Anteilseigner. Das Verfahren passt von seiner Grundausrichtung daher in der Insolvenz nicht auf die Bewertung des Gesamtvermögens<sup>54</sup> der Gesellschaft. Wollte man das Verfahren für die Bewertung eines insolventen Unternehmens verwenden, müsste zuvor die Bilanzstruktur verändert und die Insolvenzgläubiger mit ihren Forderungen als Anteilseigner erfasst werden. Aber auch eine solche Umbuchung würde nicht zur uneingeschränkten Anwendung des Ertragswertverfahrens kommen, da in der Insolvenz verschiedene Verteilungsreihenfolgen bestehen. Insbesondere ist zu berücksichtigen, dass die einfachen Insolvenzgläubiger grundsätzlich Zinsen für die Zeit nach Insolvenzeröffnung nur nachrangig geltend machen können, § 39 Abs. 1 Nr. 1 InsO, während die Absonderungsgläubiger zur Befriedigung der Zinsansprüche auf ihre Absonderungsrechte zugreifen können.<sup>55</sup>

Ich würde daher bei der Ermittlung der Fortführungswerte das Discounted Cashflow Verfahren in der Ausprägung des Adjusted Present Value Ansatzes (APV) wählen. Bei diesem Verfahren werden auf Basis der Unternehmensplanung Cashflows vor Zins- und Tilgungszahlungen ermittelt und mit den Kapitalkosten eines hypothetisch unverschuldeten Unternehmens zu einem Entitywert<sup>56</sup> abgezinst. Da die Fremdkapitalzinsen steuerlich abzugsfähig sind, wird der Barwert dieses

51 A.A. Möhlmann, DStR 1998, 1846 ff., 1847 »schlicht undurchführbar«. Dies steht aber schon im Widerspruch zu IFRS 3.

52 Möhlmann, DStR 1998, 1843 ff., 1847; Hüttemann, in: FS Karsten Schmidt S. 761 ff., 770 ff.; Förster, ZInsO 1999, 555 und ZInsO 2000, 21 (der Fortführungswert als Ertragswert sei aber nicht zu kriegen) »Zabel, in: Kübler, HRI, § 27 Rn. 60; BFH v. 31.03.2004, BStBl. 2005 II, 664.

53 Zu ergänzen wären noch die Multiplikatorenverfahren und der Realoptionsansatz. Beide finden bislang in der insolvenzrechtlichen Praxis aber keine besondere Bedeutung.

54 Gesamtkapital = Bilanzsumme abzüglich Aktivkapital.

55 BGH v. 17.02.2011, NJW-RR 2011, 688.

56 Wert des Gesamtkapitals abzüglich Aktivkapital (=Bilanzsumme abzüglich Aktivkapital).

## ERFORDERNIS EINER UNTERNEHMENSBEWERTUNG IN DER INSOLVENZ?

Vorteils dem Entitywert zugeschlagen. In einer insolvenzspezifischen Anpassung des APV Ansatzes wäre dann noch der Barwert eines eventuell bestehenden Verlustvortrags hinzuzurechnen um damit zum abschließenden Wert des Gesamtkapitals zu gelangen. Der Vorteil dieses Verfahrens ist es, dass die steuerlichen Vorteile als separate Bestandteile des Unternehmens ausgewiesen werden, denn diese unterliegen in der Insolvenz einer größeren Unsicherheit hinsichtlich deren Realisierungsmöglichkeit.

Das Zukunftserfolgsverfahren spiegelt die Situation der Gläubiger als Investoren wieder: Sie haben eine Forderung gegen das schuldnerische Unternehmen, welches zum Zeitpunkt der Insolvenzeröffnung mit der zu erwartenden Insolvenzquote unter der Annahme der unverzüglichen Zerschlagung zu bewerten ist. Diese Forderungen können die Gläubiger in die Fortführung des Unternehmens »investieren«. Eine solche Investition werden die Gläubiger dann tätigen, wenn der Barwert der künftigen Zahlungsströme aus der Investition unter Berücksichtigung des dieser Investition innewohnenden Risikos größer ist, als der Barwert der Forderung unter der Annahme der Zerschlagung.

Die Kritik, die den Zukunftserfolgsverfahren entgegengehalten wird, vermag hingegen nicht zu überzeugen. Die Kritiker führen im Wesentlichen aus, das Bewertungsverfahren sei durch die hohe Unsicherheit der künftigen Entwicklung geprägt und darüber hinaus wäre das Verfahren nicht transparent und das Ergebnis darüber hinaus manipulierbar.<sup>57</sup> Dem ist entgegenzuhalten, dass auch dem Zerschlagungswert Prognosen innewohnen wie z. B. die Wert- bzw. Preisentwicklung.<sup>58</sup> Im Übrigen gilt dies auch für die Ermittlung der Insolvenzgründe der (drohenden) Zahlungsunfähigkeit und die Fortbestehensprognose, die ebenfalls die Prognose der künftigen Zahlungsfähigkeit auf Basis des Unternehmenskonzepts darstellt.<sup>59</sup> Im Übrigen gilt auch hier, dass nur solche Werte anzusetzen sind, die voraussichtlich realisiert werden können. Werte sind aber nur dann von Belang, wenn ein potentieller Käufer eine zumindest gleichwertige Werteinschätzung trifft bzw. wenn sein subjektiver Wert bezüglich des Kaufgegenstands höher als der verlangte Kaufpreis ist. Andernfalls unterbleibt der Kauf. Aber diese Entscheidung ist – unbeschadet eines potenziellen Bewertungsverfahrens ebenfalls eine Prognoseentscheidung, die einer gewissen Unsicherheit unterliegt. Die geforderte Transparenz lässt sich dadurch herstellen, dass die die Bewertung tragenden Prämissen und Annahmen entsprechend dokumentiert werden. Damit schwindet zugleich die Möglichkeit, das Bewertungsergebnis zu manipulieren. Wegen des sowohl der Fortbestehensprognose und dem Unternehmenswert

57 *Müller/Haas*, Kölner Schrift Insolvenzordnung, S. 1799 ff., 1807 f.

58 *Hüttemann*, in: FS Karsten Schmidt, S. 761 ff., 774.

59 Zur Ermittlung der Zahlungsunfähigkeit *Nickert*, in: Nickert/Lamberti, Überschuldungs- und Zahlungsunfähigkeitsprüfung im Insolvenzrecht, 2. Aufl. 2011, Rn. 162 ff.; zur Fortbestehensprognose Rn. 256 ff.

innewohnenden Prognoseproblems<sup>60</sup> und des damit einhergehenden Beurteilungsspielraums<sup>61</sup> sei ferner auf die Verwendung einer erwartungswertgetreuen Planung<sup>62</sup> zu Lasten eines Modalwerts<sup>63</sup> hingewiesen. Andernfalls werden Scheingenauigkeiten über die Zukunft suggeriert, wie schon *Adolf Moxter* zutreffend feststellte: »*Je weniger befähigt ein Unternehmensbewerter ist, umso ausgeprägter wird sein Ehrgeiz sein, einwertige Ertragsprognosen abzugeben: Er wird sich nicht damit begnügen, Bandbreiten möglicher künftiger Ertragsprognosen zu benennen; er wird vielmehr Wissen über die Zukunft fingieren und so, Wahrsagern nicht unähnlich, zu einwertigen Ertragsprognosen kommen.*«<sup>64</sup>

Zu beachten ist auch, dass jeder potenzielle Käufer eines insolventen Unternehmens wiederum selbst eine Unternehmensbewertung anstellt. Dabei bewertet der Käufer alle Erfolgspotenziale des Unternehmens, die körperlichen und die unkörperlichen Potenziale. Würde diese Betrachtung zulasten einer rein an der physischen Substanz orientierten Bewertung unberücksichtigt bleiben, würde zugleich in die Verteilungsgerechtigkeit der Insolvenzordnung eingegriffen. In der Praxis sind nämlich die immateriellen Vermögensgegenstände regelmäßig frei von Rechten Dritter, während die körperlichen Vermögensgegenstände mit Aus- oder Absonderungsrechten belastet sind. Wird der Unternehmenswert aber fehlerhaft ermittelt bzw. der Gesamtwert falsch allokiert, indem bei der übertragenden Sanierung zu viel Kaufpreis auf die Absonderungsgüter zugewiesen wird, erhalten die Absonderungsgläubiger zu Lasten der Insolvenzgläubiger eine zu hohe Quote und der Insolvenzwertwahrer schädigt sich selbst durch eine zu geringe vergütungsrelevante Teilungsmasse. Zuletzt spricht für die Bewertung nach Zukunftserfolgsverfahren auch, dass üblicherweise Beteiligungen mit dem Erfolgswert bewertet werden. Es wäre aber widersprüchlich, wenn man bei der Mutter aus Unsicherheit und Komplexität das Erfolgsverfahren versagt, in deren Status die Beteiligungen aber nach dem Verfahren bewerten würde.

60 *Spliedt*, in: Runkel, *Anwaltshandbuch Insolvenzrecht*, 2. Aufl. 2008, § 1 Rn. 139.

61 BGH v. 06.06.1994, BGHZ 126, 181 zur Insolvenzreifeprüfung: »gewisser Beurteilungsspielraum«; BGH v. 21.04.1997, DB 1997, 1068 ff. »ARAG/Garmenbeck« »weiter Beurteilungsspielraum, der erst dann verletzt ist, wenn die Grenzen, in denen sich ein von Verantwortungsbewusstsein getragenes, ausschließlich am Unternehmenswohl orientiertes, auf sorgfältiger Ermittlung der Entscheidungsgrundlagen beruhendes unternehmerisches Handeln bewegen muss, deutlich überschritten sind, die Bereitschaft, unternehmerische Risiken einzugehen, in unverantwortlicher Weise überspannt worden ist oder das Verhalten des Vorstands aus anderen Gründen als pflichtwidrig gelten muss.«

62 *Gleißner/Presber*, *Kredit & Rating Praxis* 2010, S. 27 ff., 28 f.; *Gleißner*, *Controlling* 2008, 81 ff., 82 f.; *Ballwieser*, *BFuP* 1981, 97 ff.; *Druckarczyk/Schüler*, *Wpg* 2003, 56 ff.; *Blöse/Wieland-Blöse*, *Praxisleitfaden Insolvenzreife*, S. 120; zur Softwareunterstützung: *Martin Klein*, *Ad-In* basierte Softwaretools zur stochastischen Unternehmensbewertung? <http://www.econstor.eu/dspace/bitstream/10419/36702/1/631127364.pdf>.

63 So wohl *Groß/Amen*, in: *Wpg* 2002, 225 ff. und 433 ff.

64 *Moxter*, *Grundsätze ordnungsgemäßer Unternehmensbewertung*, 2. Aufl. 1983, S. 116.

## ERFORDERNIS EINER UNTERNEHMENSBEWERTUNG IN DER INSOLVENZ?

Zutreffend ist allerdings die Kritik, eine Unternehmensbewertung wäre kostenintensiv und in der Kürze der gebotenen Zeit (§ 154 InsO) nicht zu leisten. Dies alleine ist aber keine Rechtfertigung, aufgrund eines fehlerhaft gewählten Bewertungsverfahrens einen falschen Wert auszuweisen.<sup>65</sup> Diesem Einwand ist mit dem Vorschlag von *Füchsl/Weishäupl*<sup>66</sup> zu entgegnen, dass im Verzeichnis bis zum Berichtstermin mit sachgerechten Schätzungen<sup>67</sup> (vorläufigen Werten) gearbeitet wird. Entscheidet sich die Gläubigerversammlung auf Basis dieser als vorläufig gekennzeichneten Werte zugunsten einer Fortführung oder Zerschlagung, ist dies Ausprägung der Gläubigerautonomie. Andernfalls kann der Insolvenzverwalter oder ein Sachverständiger auf Kosten der Masse<sup>68</sup> mit der Bewertung beauftragt werden.

### 2. Multiplikatorenverfahren

In der insolvenzrechtlichen Literatur<sup>69</sup> wird bislang spärlich mit dem Multiplikatorenverfahren umgegangen. Beim Multiplikatorenverfahren wird eine Kennzahl, z.B. Umsatz oder EBIT mit einem Multiplikator<sup>70</sup> vervielfacht, um damit entweder – je nach Multiplikator – zum Entity<sup>71</sup> - oder Equitywert<sup>72</sup> zu gelangen.

Generell wird das Problem bestehen, dass die entsprechenden Transaktionen und damit die Multiplikatoren nicht oder nur begrenzt auf insolvente Unternehmen übertragbar sind. Soweit aber eine Unternehmensplanungsrechnung für die Zukunft vorliegt, wäre es m. E. zumindest denkbar, die so gewonnenen Werte als vorläufige Werte in das vorläufige Verzeichnis aufzunehmen, s.o.

## VII. FAZIT

1. Die Erstellung der Vermögensstati folgt sowohl bei der Annahme von Zerschlagungs- wie Fortführungswerten den Grundsätzen einer Unternehmensbewertung.
2. Im Hinblick auf die kurzfristige Erstellung der Verzeichnisse darf in einer ersten Erstellung auf sachgerechte Schätzungen zurückgegriffen werden, soweit diese als solche gekennzeichnet sind.

65 *Hüttemann*, in: FS Karsten Schmidt S. 761 ff., 774; *Spliedt*, in: Runkel, Anwaltshandbuch Insolvenzrecht, 2. Aufl. 2008, § 1 Rn. 137 (»Mit dem Hinweis auf die Bewertungssicherheit gewinnt die h.M. nur sichere Bewertungsfehler«).

66 *MünchKomm-InsO*, Bd. 2, 2. Aufl. 2008, vor §§ 151 bis 155, Rn. 23 ff.; § 151 Rn. 12 f.

67 *Zabel*, HRI, § 27 Rn. 62; *FK-InsO/Wegener*, 6. Aufl. 2010, § 151 Rn. 18.

68 § 151 Abs. 2 Satz 3 InsO.

69 *Steffan*, ZInsO 2003, 106 ff., 109; zur Sanierungsprüfung haben *Gleißner/Knecht/Egretzberger/Kamaras*, KSI 2010 217 ff., 222 darauf Bezug genommen.

70 Z.B. bei <http://www.finance-research.de/multiples/index.php>.

71 Wert des Gesamtkapitals = Bilanzsumme abzüglich eines eventuell bestehenden Aktivkapitals.

72 Wert des Eigenkapitals.

3. Eine Erstellung einer Bewertung fördert die Gläubigerautonomie und führt zu mehr Verteilungsgerechtigkeit.
4. Die Bewertung erfolgt auf Basis eines an die insolvenzspezifischen Anforderungen angepassten Zukunftserfolgsverfahrens unter der Annahme entweder der Zerschlagung oder der Fortführung. Im Zerschlagungsfall kann üblicherweise auf eine Abzinsung der Zahlungsströme verzichtet werden.
5. Das Vermögensverzeichnis zeigt den Gläubigern im Zerschlagungswert auf, mit welcher Quote sie rechnen können. Der Fortführungswert zeigt auf, welches Befriedigungspotential darüber hinaus besteht.