



FACHBEITRAG

BERECHNETE PLANSZENARIEN: EIN FALLBEISPIEL

Die Geschichte die wir hier erzählen, wollen wir aus Gründen der Diskretion fiktiv nennen. Wir stellen uns hier kurz gesprochen einen Fall vor, bei dem ein Unternehmen durch die Wirtschaftskrise in die Schieflage geraten ist und deshalb Insolvenz anmelden musste. Da das Unternehmen von Kundenseite durch langfristige Zusagen unterstützt wird, kommt als möglicher Ausweg ein in Deutschland eher selten genutztes Instrument ins Spiel: Das Insolvenzplanverfahren, mit dem Unternehmen während der Insolvenz restrukturiert werden können. Die Eigentümer des Unternehmens wollen die unterschiedlichen Planszenarien nun evaluieren und absichern...

Stellen wir uns folgende Rahmendaten vor: Im Unterschied zu manch anderem Fall, den man gesehen hat, würde ein Unternehmen nicht über volle Auftragsbücher und zu wenig Kredite verfügen, sondern umgekehrt. Nehmen wir an, dass es einen echten Volume-Drop von sagen wir 50 % zu verkraften hatte, an dem es immer noch laboriert. Es handelt

sich also eindeutig nicht um ein Finanzierungs-, sondern um ein Absatzproblem, das letztlich zur Antragsstellung auf Eröffnung des Insolvenzverfahrens führte. Um die Angelegenheit noch markanter zu gestalten, fügen wir noch eine weitere Rahmenbedingung hinzu: Als Mehrheitseigner dieses Unternehmens nehmen wir ein Bankenkonsortium an.

IDENTIFIKATION MÖGLICHER SZENARIEN

Vor diesem – wie gesagt fiktiven – Hintergrund wollen die Involvierten nun zunächst einmal die strategischen Optionen identifizieren. Es ergibt sich dabei folgendes Bild:

- Alternative 1:** Verkauf aus der Insolvenz ohne Restrukturierung (sofortiger Verkauf/ Firesale)
- Alternative 2:** Verkauf nach erfolgter Restrukturierung (im Insolvenzplanverfahren)
- Alternative 3:** Verkaufsprozess nicht starten/kein Insolvenzplanverfahren (Liquidation)

Was schnell formuliert ist, ist umso schwerer zu entscheiden. Auch hier gilt ja die alte Regel, dass man mit und ohne Kristallkugel nur schwer in die Zukunft blicken kann. Was man allerdings durchaus kann: Sich eine Basis von empirischen Daten verschaffen, anhand derer man die grundsätzliche Erfolgswahrscheinlichkeit statistisch berechnet. Und weil das auch in unserem fiktiven Fall so ist, beauftragen die involvierten Banken ein Beratungsunternehmen, das sich mit Unternehmensbewertungen in Krisensituationen und auch mit den wertorientierten Chancen und Möglichkeiten verschiedener Transaktionsszenarien auskennt. Sagen wir der Einfachheit halber, dass es sich bei diesem Unternehmen um Allert & Co. handelt.

Auf Basis dieser Auftragslage hätten wir also zunächst einmal die Kernszenarien erfasst – und dabei die Aufmerksamkeit auf eine der wichtigsten Erkenntnisse des wertorientierten M&A Geschäfts gelenkt: Erfolg ist eine Frage der Berücksichtigung und Moderation der Interessen aller beteiligten Stakeholder! In Summe ergibt sich dabei ein Bild, das in etwa so aussieht:

INDIKATIVE UNTERNEHMENSBEWERTUNG

Nachdem die grundsätzlichen Möglichkeiten und kritischen Faktoren solchermaßen detailliert aufgelistet sind, kann die eigentliche Evaluierung beginnen:

In einem ersten Schritt wird eine indikative Unternehmensbewertung durchgeführt, also eine Feststellung des Wertfensters, in dem das Unternehmen sich bewegt. Hierzu wird (eines der üblichen Instrumente) das Discounted Cash-flow Verfahren angewendet. Um die entsprechende Bandbreite der Möglichkeiten erfassen zu können, werden für diesen speziellen Fall vereinfachend vier Szenarien durchgerechnet: Zum einen das



> > > Management-Szenario und zum anderen drei Downside-Szenarien. Zum Abgleich und zur Bestätigung durch andere Bewertungssysteme werden sowohl existierende Marktbewertungen von vergleichbaren, börsennotierten Unternehmen – jeweils mit einem Auf- oder Abschlag – als auch, soweit erreichbar, die Daten aus kürzlich abgeschlossenen M&A-Transaktionen zu Rate gezogen. Nicht zuletzt werden auch die Liquidationswerte gemäß dem vorliegenden Gutachten betrachtet. Aus der Summe dieser Erkenntnisse ergibt sich eine marktüblich belastbare, indikative Unternehmensbewertung.

UNTERSUCHUNG DES MARKTUMFELDES

Um realistische Aussagen über ein mögliches Preisfenster für das Unternehmen treffen zu können, muss ein Großteil der im M&A-Prozess üblichen Vorarbeiten geleistet werden. Die Untersuchung des aktuellen Marktumfeldes bei M&A-Transaktionen in der relevanten Branche ergibt ein aussagefähiges Bild über mögliche strategische Käufer oder Finanzinvestoren. Interviews mit Brancheninsidern ergänzen das Bild. So wird in Summe die hypothetische Verkaufbarkeit und Marktattraktivität des

Abb. 6: Strategische Optionen

	Fortführung			
	Sofortiger Verkauf	Späterer Verkauf	Fortführung durch Gesellschafter	Liquidation
Chance/Pro +	<ul style="list-style-type: none"> • Restrukturierungsmöglichkeiten und erwarteter Turnaround binnen 12 Monaten können an den Investor „verkauft“ werden • „Ansanierung“ hilft bei der Argumentation, den Barwert der erwarteten Wertsteigerungen zu teilen • Keine Finanzierung der Restrukturierung in voller Höhe 	<ul style="list-style-type: none"> • Wertsteigerung wird durch eigene Anstrengung erreicht • Verkauf zu einem günstigeren Zeitpunkt möglich • Gesteigerte Verkaufschancen bei Erholung der Konjunktur und einem sanierten Unternehmen 	<ul style="list-style-type: none"> • Saniertes Unternehmen wirft Gewinne zur teilweisen Rückführung von Altverbindlichkeiten ab • Gutes Image 	<ul style="list-style-type: none"> • Kein zusätzlicher Liquiditätsabfluss
Risiko/Contra -	<ul style="list-style-type: none"> • Preise „im Keller“ • Finanzinvestoren als Preistreiber scheiden aufgrund erschwelter Finanzierungsbedingungen weitestgehend aus • Natürliche Käufer (Müller und Mayer) haben eigene Probleme 	<ul style="list-style-type: none"> • Erholung binnen 12 Monaten bleibt aus • Restrukturierung kostet Liquidität 	<ul style="list-style-type: none"> • Kein Halten auf Dauer • Niedriger Free-Cash Flow aufgrund der Notwendigkeit hoher Investitionen 	<ul style="list-style-type: none"> • Schließung bedeutet Personalabbau • Erzielung der gutachterlich geschätzten Liquidationswerte, insbesondere bei Gewerbe-Grundstücken äußerst ungewiss
Zu beachtende Parameter	<ul style="list-style-type: none"> • DCF-Szenarien respektive Kaufpreisindikationen • Long-List 	<ul style="list-style-type: none"> • Eintrittswahrscheinlichkeit des Sanierungserfolges zu beachten 	<ul style="list-style-type: none"> • DCF-Szenarien 	<ul style="list-style-type: none"> • Liquidationskosten • Liquidationswerte • Imageschaden
Fazit	Nur bei einem Durchdenken und unter Berücksichtigung der Auswirkungen auf alle Stakeholder kann eine Entscheidung getroffen werden.			



Unternehmens festgestellt. Einfach gesagt: Man tut also so, als würde man es verkaufen wollen, um zu sehen, ob der Verkauf ein realistisches Szenario darstellen würde.

ENTSCHEIDUNGSUNTERSTÜTZUNG

Nachdem nun ein klares Bild aller strategischen Optionen entstanden ist, wird alles dokumentiert, visualisiert und dem Auftraggeber vorgetragen. Die einzelnen strategischen Optionen werden in einer Entscheidungsbaum-Analyse rationalisiert, mit Erfolgswahrscheinlichkeiten hinterlegt und diskutiert.

Dies kann wie folgt aussehen:

ENTSCHEIDUNG

Auf der Basis der gewonnenen Erkenntnisse können die Gesellschafter deutlich besser die Auswirkungen der einzelnen Optionen beurteilen und bewerten. Aus den Vorgaben wird eine zweigleisige Strategie abgeleitet und umgesetzt: Die Banken stimmen der Durchführung eines Insolvenzplanverfahrens zu. Das Unternehmen kann also nach einer Restrukturierung mit Unterstützung der Gläubiger neu starten!

Fazit:

Wie bereits gesagt: der Fall, den wir hier besprochen haben, ist fiktiv. Sollte es Ähnlichkeiten zu real existierenden Unter-

nehmen geben, bitten wir diese konsequent zu ignorieren. Allemal könnte man die fiktive Geschichte durchaus realistisch weiterspinnen: Die Restrukturierung des Unternehmens im Rahmen des Insolvenzplanverfahrens verläuft sehr erfolgreich. Die Entschuldung wird mit Einverständnis der Gläubiger und mit hoher Geschwindigkeit vollzogen. Die Gläubiger verzichten auf etwa 35 % ihrer Forderung – und sichern sich dadurch die realistische Chance, längerfristig einen großen Teil ihrer Forderung nicht abschreiben zu müssen. Die Auftragsbücher des Unternehmens beginnen sich wieder zu füllen. Und was uns – auch in diesem fiktiven Fall – besonders freut: Mehrere hundert Arbeitsplätze können erhalten werden!]

Abb. 7: Entscheidungsbaum-Analyse mit Erfolgswahrscheinlichkeiten

