

Bewertung von M&A-Prozessen in der Sanierung von Unternehmen unter Insolvenzschutz

von Professor Dr. Hans Haarmeyer, Mötzingen und Professor Dr. Werner Gleißner, Dresden

In der Praxis stellen die häufigsten Formen der Sanierung im Insolvenzverfahren die übertragende Sanierung und die Sanierung durch einen Insolvenzplan dar. Wenn diese beiden Formen auch erst im eröffneten Insolvenzverfahren zum Tragen kommen, so werden in den meisten Fällen die Weichen für den weiteren Verlauf bereits im Eröffnungsverfahren gestellt. Welche der beiden Formen eingesetzt wird, hängt zwar einerseits vom Erwerber bzw. Investor ab, andererseits aber vor allem von der Markt- und nachhaltigen Fortführungsfähigkeit des Unternehmens. Die Sanierung eines Unternehmens durch den Insolvenzverwalter während einer Fortführung im eröffneten Verfahren ist nur dann möglich, wenn der Geschäftsbetrieb stabil läuft und zumindest keine Verluste realisiert werden oder eine Verlustfortführungsfinanzierung besteht. Letztere kann dann erfolgen, wenn z.B. eine Abhängigkeit vom insolventen Betrieb besteht, wie dies etwa in der Zulieferindustrie häufig der Fall ist. Oder der zukünftige Erwerber bzw. der Investor übernimmt die Finanzierung etwaiger Verluste bis zum Abschluss der Sanierung.

Da die Art der Sanierung, also Share- oder Asset Deal bzw. Insolvenzplan, zunächst offen und auch letztendlich vom Erwerber wie der Zustimmung der Gläubiger abhängig ist, wird vielfach zweigleisig gefahren („Dual Track“).¹ Dabei kommt es bereits im Eröffnungsverfahren zur Einleitung eines unter hohem Zeitdruck stehenden Investorenprozesses (M&A-Prozess), um keine Zeit zu verlieren. Der M&A-Prozess soll dazu dienen, die aus dem Markt eingehenden Anfragen zu koordinieren, um in einem Bieterverfahren das bestmögliche Ergebnis aus einer Wettbewerbssituation heraus zu erzielen. Das bestmögliche Ergebnis ist dabei nicht zwangsläufig der höchste Kaufpreis. Notwendig ist nämlich eine risikoadäquate Bewertung strategischer Handlungsoptionen, z.B. auch Restrukturierungsmöglichkeiten. Dabei sind auch die rechtlichen Rahmenbedingungen aus § 1 StaRUG sowie § 93 AktG/§ 43 GmbHG zu beachten, weil solche Entscheidungen auch für einen Insolvenzverwalter stets „unternehmerische Entscheidungen“ sind, deren Risiken von ihm adäquat zu berücksichtigen sind.

Offen ist allerdings bisher, ob und wie ein solcher M&A-Prozess nachvollziehbar bewertet und zugleich sichergestellt werden kann, dass er nicht einseitigen Interessen folgt, sondern von allen Beteiligten als ein objektives Verfahren und damit auch als eine objektive und optimale Entscheidungsgrundlage taugt, die zugleich auch die bestmögliche Befriedigung der Gläubiger sicherstellt. Während im Gesellschaftsrecht Entscheidungsvorlagen, speziell bei Akquisitionen, Mindestanforderungen erfüllen müssen, fehlt es daran im Insolvenzrecht vollständig. Der nachfolgende Beitrag stellt den Versuch dar, diese Lücke auch unter Nutzung der vorhandenen und anerkannten Vorgaben aus dem Aktienrecht zu schließen.²

I. Sanieren oder Liquidieren – die Schicksalsfrage im Insolvenzverfahren

Die Schicksalsfrage jedes Insolvenzverfahren wird maßgeblich vom Zeitpunkt der (regelmäßig viel zu späten) Antragstellung und der vorhandenen oder kurzfristig realisierbaren Liquidität, aber auch von den Unternehmensspezifika, der Tauglichkeit des Geschäftsmodells, der Branche sowie der Wettbewerbssituation bestimmt – und natürlich maßgeblich auch von der Qualifikation und der Grundeinstellung des gerichtlich bestellten Insolvenzverwalters. Ist der Verwalter ein „Schnelldreher“, der viele Verfahren in möglichst kurzer Zeit „erfolgreich“ abwickeln will, so wird dessen Ansatz ein völlig anderer sein, als der eines „unternehmensgesteuerten“ Verwalters, der sich den multiplen Aufgaben jeder Sanierung stellt und alles versucht, das Verfahren optimiert zu einem Erfolg für alle Beteiligten werden zu lassen... und je nachdem, welche der genannten Faktoren in welcher Intensität zum Tragen kommen, spielt der M&A-Prozess in jedem Fall eine maßgeblich bestimmende Rolle.

Wird die Krise eines Unternehmens frühzeitig durch das Management erkannt und tragen die Gesellschafter die Sanierungsbemühungen mit, werden sie versuchen, die Management- und die Eigentumsverhältnisse möglichst unverändert zu belassen. Allerdings ist die Eigenkapitalquote von Krisenunternehmen häufig viel zu niedrig, um ohne die Hilfe Dritter

(z.B. Banken oder Finanzinvestoren), die Kosten der Sanierung zu finanzieren. Spätestens mit Eintritt eines Liquiditätsengpasses sind daher die Gläubiger durch die Gewährung von Bank- und Lieferantenkrediten als Kapitalgeber gefragt und der Entscheidungsspielraum des Managements und der Gesellschafter ist nur noch eingeschränkt vorhanden.³

Lässt sich hingegen der Insolvenzantrag im Regelinsolvenzverfahren wegen des Vorliegens eines Insolvenzgrundes nicht mehr vermeiden, treffen nicht mehr das Management und die Altgesellschafter die Entscheidung über das Verwertungsszenario, sondern die potenziellen Insolvenzgläubiger. Sie werden zu „wirtschaftlichen“ Eigentümern des schuldnerischen Unternehmens,⁴ da mit Insolvenzantragstellung die Anteile der Alteigentümer meist wertlos werden, jedenfalls dann, wenn die bilanzielle Sanierung durch einen Asset Deal erfolgt (Sonderfälle wie die IVG- oder Pfleiderer-Insolvenz ausgenommen).⁵

1 Vgl. dazu Benjamin Ringstmeier, InsbÜrO 2021, 195 ff.; Fröhlich, ZInsO 2022, 126 ff. zu alternativen Methoden der Vergleichswertermittlung anstelle eines Dual-Track-Verfahrens.

2 Vgl. Gleißner, AR 2017, 54 ff.

3 Zu den Krisenphasen s. Gleißner, in: Heyd/Maschlanka/Wind (Hrsg.), Bilanzierung und Besteuerung in Krise und Insolvenz, 2. Aufl. 2026 (erschient in Kürze).

4 Westpfahl/Janjuah, ZIP-Beil. 3/2008, 1, 14.

5 Vgl. u.a. schon Eidenmüller, ZIP 2010, 649, 657; Hölzle, KTS 2011, 291, 318 f.

Im Regelinsolvenzverfahren ist der vorläufige Insolvenzverwalter aufgrund seiner aus § 22 Abs. 1 Satz 2 Nr. 1 InsO folgenden Massesicherungspflicht gesetzlich gefordert, dafür zu sorgen, dass die Gläubiger in der 1. Gläubigerversammlung, dem sog. Berichtstermin (§ 157 InsO) die Möglichkeit haben, darüber zu entscheiden, welches Verwertungs- oder Sanierungsszenario verwirklicht werden soll, denn das ist der verfassungsrechtlich verbrieft Kern des autonomen Selbstbestimmungsrechts der Gläubiger in Insolvenzverfahren.⁶

Für die Gläubiger und letztlich auch für die Eigentümer, die potenziell Eigenkapital und damit Risikodeckungspotenzial bereitstellen können, ist eine sachgerechte Bewertung der Handlungsoptionen, also eine (simulationsbasierte) Strategiebewertung⁷ unerlässlich. Neben erwarteter Höhe und Ertragsrisiko sind dabei insbesondere Änderungen der Insolvenzwahrscheinlichkeit (Insolvenzrisiko) von besonderer Bedeutung und ein zentraler Wertetreiber.⁸

II. Entscheidungsoptionen im Eröffnungsverfahren

Jeder vorläufige Insolvenzverwalter ist daher gut beraten, sowohl die Bemühungen des Schuldners zur Vorbereitung eines Insolvenzplans beratend unterstützen, also auch bei einem noch offenen oder unsicheren Sanierungsszenario ggf. einen M&A-Prozess für eine übertragende Sanierung anstoßen, um keine Zeit für eine zukünftige, aber gleichwohl noch ungewisse Sanierung oder Liquidation zu verlieren. Kommen für die Sanierung sowohl die übertragende Sanierung als auch ein Insolvenzplan in Betracht, so muss geklärt werden, welcher Weg die höchste Richtigkeitsgewähr dafür bietet, dass dasjenige Verwertungsszenario zum Zuge kommt, das zu einer „bestmöglichen“ Gläubigerbefriedigung führt. Als Entscheider kommen im Ergebnis nur die Gläubiger sowie – im Rahmen der Rechtsaufsicht und Willkürvermeidung – ggf. auch das Insolvenzgericht in Betracht.⁹

Das Gesamtinteresse der Gläubigerschaft muss allerdings auch die perspektivischen Anforderungen in Richtung der Absicherung einer „nachhaltigen“ Sanierung einschließen, denn eine bloße „Durchlauferhitzer-Sanierung“,¹⁰ wie sie heute immer noch im Rahmen von Regelinsolvenzverfahren anzutreffen ist, geht weit an den Erfordernissen vorbei, für die der Gesetzgeber ausgefeilte Sanierungshilfen zur Verfügung stellt.

Der Möglichkeiten einer nachhaltigen Sanierung und damit auch einer Kaufpreiserhöhung mit entsprechend höherer Gläubigerbefriedigung berauben sich die Gläubiger jedoch auch, wenn z.B. in einem auf Sanierung ausgelegten Eigenverwaltungsverfahren ein schneller M&A-Prozess aufgesetzt wird, der gerade das Vertrauen des Marktes infrage stellt, in den zurück sich das sanierte Unternehmen bewegen will und muss.

Die werterhöhenden Sanierungschancen verbleiben im Rahmen der fälschlich immer noch sog. übertragenden Sanierung¹¹ am Ende des M&A-Prozesses ausschließlich beim Investor – tatsächlich hat aber die Übertragung auf einen

Investor keinerlei sanierenden Charakter, sondern das Unternehmen wird schlicht für einen schnellen Deal verkauft, denn die sog. übertragende Sanierung ist nichts anderes als die besondere Form eines Unternehmensverkaufs. Das hohe Risiko eines Scheiterns dieses Prozesses trifft ausschließlich die Gläubiger, deren Quote zudem durch die erheblichen Kosten des M&A-Prozesses gemindert wird. Hat das Unternehmen aber offenbar ein Potenzial, das von einem anderen Investor hochgeschätzt wird, so verlieren die Gläubiger des insolventen Unternehmens gerade dieses Potenzial als Sanierungs- und künftiges Ertragsziel und erhalten einen daran gemessen vielfach sehr niedrigen Anteil in Form des vom Investor gezahlten, regelmäßig niedrigen Kaufpreises.

III. Sanierung ohne Sanierung oder die sog. übertragende Sanierung

Unternehmensinsolvenzverfahren in Deutschland verzeichnen Jahr für Jahr tausendfach den Zufluss von liquiden Mitteln durch den Verkauf des insolventen Unternehmens an einen Dritten. Während grds. viele Formen von Unternehmenstransaktionen außerhalb von Insolvenzverfahren existieren, ist diese spezielle Form in Insolvenzverfahren als „übertragende Sanierung“ bekannt, obwohl es sich, wie oben dargelegt, nicht um eine „echte“ Sanierung handelt, sondern nur um eine spezielle Form der Verwertung.¹²

Dabei treten neben den ursprünglichen Eigentümern regelmäßig auch Wettbewerber sowie Lieferanten oder Kunden als Kaufinteressenten auf, da sie entweder befürchten, größere Schäden in der eigenen Wertschöpfungskette zu erleiden, falls der erworbene Betrieb samt seinem Angebot vom Markt verschwinden würde, oder aber sich durch den Zukauf erhoffen, Synergieeffekte schöpfen zu können. Solche Investoren werden als strategische Investoren bezeichnet. Die Gruppe der strategischen Investoren wiederum grenzt sich von denjenigen ab, die den Erwerb des insolventen Geschäftsbetriebs einzig mit dem Ziel betreiben, diesen mit Gewinn weiter zu veräußern. Solche Investoren bezeichnet man daher auch als Finanzinvestoren, denn je größer der bei einer Weiterveräußerung potenziell zu erzielende Kaufpreis ist, desto eher treten diese Investoren als Erwerbsinteressenten auf den Plan.¹³

Der immer noch fälschlich als „übertragende Sanierung“ bezeichnete Verkauf ist als das häufigste Ergebnis eines M&A-Prozesses, ist nichts anderes als eine besondere Form

6 Vgl. zum autonomen Entscheidungsrecht der Gläubiger zuletzt auch LG Münster v. 28.10.2025 – 5 T 415/25, ZInsO 2025, 2514, 2518 mit Anm. Haarmeyer.

7 Gleißner, BewP 2019, 12 f.

8 Dazu Franken et al., CF 2020, 84 ff.

9 So B. Ringstmeier, InsbÜrO 2021, 195 ff.

10 Davor schon warnend Frind/Köchling, ZInsO 2013, 1666, 1672.

11 Dazu schon sehr früh und sehr kritisch Kluth, ZInsO 2002, 258 ff. und 2002, 1115 u.a. mit dem Ergebnis, dass der „Missbegriff“ der übertragenden Sanierung der Grablage verfallen sei. Zum Wertbeitrag einer Sanierung s. Gleißner, in: Knecht/Hommel/Wohlenberg (Hrsg.), Handbuch Unternehmensrestrukturierung, 2. Aufl. 2018, Bd. 2, S. 1343 ff.

12 S. dazu Kürbis/Hartwig, InsbÜrO 2018, 182 ff.

13 B. Ringstmeier, InsbÜrO 2021, 195, 196.

des Liquidationsverkaufs und hat mit einer notwendig nachhaltigen, auch betriebswirtschaftlich basierten Sanierung nichts gemein.¹⁴ Sie unterscheidet sich von einer „reinen“ Liquidation als Vollverwertung des Vermögens lediglich dadurch, dass die betriebsnotwendigen Vermögensgegenstände (Assets) nicht einzeln, sondern als rechtliche Einheit an einen neuen Rechtsträger veräußert werden oder dies in Form der Übertragung der Gesellschaftsanteile als Share-Deal erfolgt. In den meisten Fällen handelt es sich um einen schlichten Asset Deal – der i.a.R. für den Insolvenzverwalter wie für die Gläubiger auch eine schnelle Beendigung des Verfahrens sichert.

Die Entschuldung des insolventen Unternehmensträgers erfolgt in diesen Fällen durch „Entkoppelung“ des alten (insolventen) Rechtsträgers von den Verbindlichkeiten. Da die übertragende Sanierung nur zur Entschuldung führt, muss der Erwerber die finanzielle Ausstattung, insbesondere die Working-Capital-Finanzierung sicherstellen und ggf. operative Sanierungsmaßnahmen durchführen. Das bedeutet, dass das Risiko des Gelingens oder Scheiterns der Sanierung auf den Erwerber übergeht, was neben Fehlbewertungen der Höhe der Sanierungskosten auch eine häufige Ursache für Folgeinsolvenzen ist.¹⁵

Nicht selten sind solche Folgeinsolvenzen von potenziellen Erwerbern sogar gewollt. Werthaltige Aktiva – wie Grundstücke, Lizenzen und Maschinen – verbleiben nicht bei der operativen Gesellschaft, sondern werden in eigene, von der operativen Gesellschaft unabhängige Rechtsträger eingebracht, was praktisch nur in der Insolvenz rechtssicher möglich ist. Mit dem Hinweis auf den verfahrenskostenenkenden Erhalt von Arbeitsplätzen erfolgt der Erwerb dieser Aktiva unter dem Verkehrswert und bleibt dem Erwerber in der Folgeinsolvenz der operativen Gesellschaft erhalten, was sich an zahlreichen Beispielen belegen lässt.¹⁶

Die Folgen der übertragenden Sanierung – gleich in welcher Form sie stattfindet – sind weitreichend und für einen die Sanierung des eigenen Unternehmens anstrebenden Schuldner gleich schlecht. Der Rechtsträger verliert seinen Geschäftsbetrieb. Er wird liquidiert. Seine Vermögensgegenstände werden i.d.R. einzeln an einen Dritten veräußert und stehen den Gläubigern nicht mehr länger als Haftungsmasse zur Verfügung.

Die Gläubiger profitieren von einer übertragenden Sanierung scheinbar vor allem dadurch, dass diese schneller und kostengünstiger als die anderen Verwertungsszenarien ist, weil die Kosten für die Erstellung eines Sanierungskonzepts und eines Insolvenzplans entfallen, bzw. auf den Erwerber verlagert werden, was sich aber i.d.R. in einer deutlich geringeren Höhe des Kaufpreises widerspiegelt. Es fallen nur die Kosten für die Verwertung an. Dies gilt umso mehr, weil die Fortführung eines defizitären Geschäftsbetriebs nach Eröffnung zu vollen Personalkosten erfolgt und nicht zu einer Verringerung der Insolvenzmasse führen darf. Deshalb wird ein Insolvenzverwalter aus Haftungsgründen kaum gewillt sein, einen defizitären Geschäftsbetrieb über das Datum der Eröffnung des Insolvenzverfahrens aufrechtzuerhalten, es sei denn, er ist sich seiner Sache sicher, dass er das Unternehmen wieder profitabel machen wird.

Zu beachten ist allerdings, dass bei einer sachgerechten Beurteilung klar unterschieden werden muss zwischen dem unter zeitlichem Druck des Insolvenzverfahrens möglichen Verkaufspreises und dem aus unsicheren zukünftigen Cashflows ableitbar fundamentalen Wert. Letzteres ist abhängig von erwarteter Höhe, Zeitpunkt und Risikogehalt der Cashflows. Außerdem ist zu unterscheiden zwischen einer Beurteilung des Unternehmens bei Fortführung der bisherigen (offenbar nicht so erfolgreichen) Strategie einerseits und dem Wert eines restrukturierten oder sanierten Unternehmens andererseits (nach Maßnahmen).¹⁷

Für eine fundierte Beurteilung und Entscheidung sind jedoch auch unter dem Zeitdruck eines Insolvenzverfahrens notwendig alle vier Fälle zu betrachten, was regelmäßig zwingend ein Sanierungskonzept voraussetzt¹⁸, und zudem sind die Implikationen für die Eigentümer und die einzelnen Gruppen von Gläubigern separat zu betrachten.¹⁹

Um dem damit verbundenen Haftungsrisiko zu entgehen, steht für viele Insolvenzverwalter eine schnelle Veräußerung im Vordergrund. Sanierungsansätze werden gar nicht erst geprüft, entweder weil es einigen Insolvenzverwaltern am wirtschaftlichen Verständnis fehlt oder aber ihnen das wirtschaftliche Risiko einer Fortführung zu hoch ist. Wenn das Unternehmen oder besser die Assets verkauft sind und zumindest ein Teil der Arbeitsplätze erhalten wurde, kann er sich als der große „Sanierer“ feiern lassen, obwohl ein Asset Deal rein gar nichts mit einer Unternehmensrestrukturierung und erst recht nicht mit der notwendig zu fordernden nachhaltigen Sanierung im Rahmen eines Insolvenzverfahrens zu tun hat, was spätestens dann offenkundig wird, wenn das Unternehmen nach wenigen Monaten einen Folgeinsolvenzantrag stellt.

Schließlich ist der Fortführungswert bei Umsetzung eines Insolvenzplans und einer auf Nachhaltigkeit angelegten Sanierung deutlich höher als der Kaufpreis bei einer übertragenden Sanierung.²⁰ Ursache dafür sind die Rechenmodelle der Investoren. Diese führen regelmäßig dazu, dass der Kaufpreis in der Insolvenz sogar den Liquidationswert (Substanzwert) als absolute Untergrenze unterschreitet. Die Verhandlungsposition eines Verkäufers in der Insolvenz ist daher denkbar schlecht und sehr abhängig vom subjektiven Wert, den der Investor dem Krisenunternehmen beimisst. Er variiert grds. je nach Zeitdruck, Einschätzung der Risiken für die Umsatzplanung und den Kosten für die Akquisitionsfinanzierung. Das gilt vor allem dann, wenn dem Veräußerer ein belastbares Sanierungskonzept fehlt, das er den Vorstellungen des Investors entgegenhalten kann.

14 Eine übertragende Sanierung kann entweder durch die Veräußerung des gesamten Geschäftsbetriebs oder werthaltiger Teile des Betriebs im Wege eines Asset Deals oder als Share Deals erfolgen. Jedoch spielt der Share Deal in der Praxis – jedenfalls statistisch betrachtet – eine untergeordnete Rolle.

15 Vgl. dazu auch die Darstellung bei Frind/Köchling, ZInsO 2013, 1666 ff.

16 Dazu Fröhlich/Sittel, ZInsO 2012, 858, 859.

17 S. zu unternehmerischen Entscheidungen Gleißner, CM 2021, 16 ff.

18 So ausdrücklich auch BGH NZI 2024, 660 Rn. 18 = ZInsO 2024, 1316.

19 Dazu auch Buchegger/Gleißner/Kamaras, KSI 2009, 23 ff. mit besonderem Bezug auf die Bewertung von Krediten in Abhängigkeit von Änderungen der Insolvenzwahrscheinlichkeit.

20 Buchalik/Schröder, ZInsO 2016, 189 ff.

Im Insolvenzplanverfahren hingegen soll die Krise dadurch überwunden werden, dass die notwendigen finanziellen, personellen und operativen Sanierungsmaßnahmen unter Erhalt des Rechtsträgers im Schutz des Insolvenzrechts durchgeführt werden. Man kann daher von einer „echten“ Sanierung sprechen, vor allem, weil neben der bilanziellen Sanierung die notwendig operative Sanierung des Rechtsträgers im Vordergrund stehen muss. Ein Gedanke, der den meisten Regelinsolvenzverfahren eher fremd ist. Ohne eine zeitgleiche operative Sanierung sehen Insolvenzrichter, wie auch die institutionellen Hauptgläubiger, nicht selten ein insolventes Unternehmen 1 – 2 Jahre später wieder. Das Scheitern einer Sanierung mittels Insolvenz ohne betriebswirtschaftlich basierte operative Sanierung ist deshalb umso dramatischer, weil in der Folgeinsolvenz dieses Unternehmen nicht mehr zu einer weiteren Sanierung tauglich sein wird.

IV. Offene Frage der Qualität des Verkaufsprozesses (übertragende Sanierung)

Insgesamt steigen die Erfolgsaussichten für die Durchführung einer übertragenden Sanierung aus Sicht des Insolvenzverwalters mit der Qualität des Verkaufsprozesses. Je qualitativ hochwertiger der Verkaufsprozess und die vorgelagerte Marktansprache potenzieller Interessenten aufgesetzt und durchgeführt werden, desto besser ist hinterher die Verhandlungsposition des Insolvenzverwalters und desto höher wird der Erlös für die Insolvenzmasse ausfallen. Deswegen greifen viele Insolvenzverwalter gerade dann auf die Unterstützung professioneller M&A-Berater zurück, wenn die zu erwartende Komplexität eines angestrebten Verkaufsprozesses mit den eigenen Ressourcen nicht mehr abgedeckt werden kann. Es ist aber durchaus auch nicht unüblich, im Bereich des eigenen Netzwerkes vorhandene Kontakte zu nutzen und durch eine andere Verwalter- oder Beraterkanzlei einen solchen Prozess aufzusetzen oder ihn auch in eigener Regie durchzuführen – wobei stets der angebliche Zeitdruck jede Diskussion über das richtige Aufsetzen eines M&A-Prozesses im Keim erstickt.

Bei der Nennung der vielfach hervorgehobenen Vorteile für beide Parteien gibt es aber auch Nachteile, die erwähnt werden müssen. Vor der eigentlichen Entscheidung für die Abgabe eines Angebots erhält der Investor bei einem gut aufgesetzten Verkaufsprozess die Möglichkeit, sämtliche Unterlagen und Informationen des Unternehmens einzusehen und zu prüfen. Dabei steht im Vordergrund, sämtliche Schwachstellen zu identifizieren und geeignete Maßnahmen für ein Sanierungskonzept zu formulieren und zu quantifizieren. Das ist vor allem wegen des vergleichsweise knapp bemessenen Zeitraums bis zum angestrebten Vertragsabschluss mit Risiken verbunden. Übersehen er und seine Berater bei der Due Diligence wesentliche Aspekte, so besteht die Gefahr, dass nicht einkalkulierte Kosten entstehen. Daran kann ein Sanierungskonzept scheitern und im schlimmsten Fall die Insolvenz der Auffangesellschaft zur Folge haben und auch über einen Dominoeffekt ggf. verbundene Unternehmen gefährden.

V. Herausforderung bei der Bewertung der Handlungsoptionen in Sanierung und Insolvenz (und die Bedeutung des Insolvenzrisikos und seiner Veränderung)

Die Übernahme des Unternehmens durch einen Investor im Rahmen einer Sanierung oder Insolvenz, also den Verkauf des Unternehmens durch den Insolvenzverwalter, stellt eine wenig beachtete, aber überaus interessante Handlungsoption dar. Entscheidend ist jedoch, dass man diesen Verkauf nicht einfach als einen Verkauf vorhandener Assets (mit Abschlag) versteht.

Der verbliebene Wert des Unternehmens ist nämlich nicht alleine durch dessen Liquidationswert und ein meist aufgrund des hohen Insolvenzrisikos lediglich mit Null zu quantifizierenden Ertragswert zu bestimmen. Entscheidend ist die Entwicklung einer Restrukturierungs- und Sanierungsstrategie, die die Zukunftsfähigkeit²¹ des Unternehmens wieder herstellt. Oft, wenn auch sicher nicht immer, lässt sich so eine Fortführung des Unternehmens mit einem Unternehmenswert über den Liquiditätswert erreichen, was auch für Gläubiger vorteilhaft ist (er steht nämlich ihnen ganz oder im Wesentlichen zu).

Orientierung für eine Restrukturierung bietet dabei z.B. der IDW S 6, wobei ergänzend eine adäquate Analyse und Aggregation der mit den verschiedenen Handlungsoptionen verbundenen Risiken erforderlich ist. Zielsetzung muss es sein, ausgehend von einer Restrukturierungsstrategie und dem Leitbild eines sanierten Unternehmens, eine operative Planung plus zugehörige Risikoanalyse zu erstellen, was mit den heutigen KI-Methoden kein Hexenwerk mehr ist. Dies ist dann die Grundlage für die Bestimmung eines *risikoadäquaten Ertragswerts der Handlungsoptionen* (Entscheidungswert).²² Die Berechnung eines solchen ist formal eine Strategiebewertung, bei der die mit der Restrukturierung einhergehenden Änderungen des Werttreibers Insolvenzwahrscheinlichkeit, ausgehend von einer Zufuhr von Eigenkapital, mit betrachtet werden. Nützlich ist dabei eine Bewertung der verschiedenen Handlungsoptionen, die grds. realisierbar erscheinen, und durch einen „Perspektivwechsel“, auch eine Beurteilung aus Perspektive der verschiedenen Stakeholder. Immer nötig ist aber auch eine Bewertung der Auswirkungen auf den Wert der Forderungen der verschiedenen Gläubiger („Kreditbewertung“).

Hilfreiches Instrument dafür ist der Perspektivenwechsel. Auch ein Verkäufer (also z.B. der Insolvenzverwalter) sollte zudem die Perspektive des potenziellen Käufers einnehmen, um abschätzen zu können, welcher Verkaufspreis sinnvoll ist (auch unter Beachtung von Synergien etc.). Selbstverständlich ist auch eine separate Beurteilung aus Perspektive der verschiedenen Kreditinstitute erforderlich,²³ was allerdings bei

21 Dazu Gleißner/Weissman, 2024, Das zukunftsfähige Familienunternehmen. SpringerGabler, <https://link.springer.com/book/10.1007/978-3-658-42787-0> und Gleißner, IJRAM 2023, 75 ff.

22 Gleißner/Ernst, EBVM 2023, 4 ff.

23 Buchegger/Gleißner/Kamaras, KSI 2009, 23 ff.

einer solchen simulationsbasierten Bewertung einfach ist, da die für die Kreditbewertung (und neben den Sicherheiten und deren Liquidationswerten) wichtigste Information, nämlich die Insolvenzwahrscheinlichkeit, die bei der Risikoaggregation ermittelt wird (und diese ist auch für einen Insolvenzverwalter nach § 1 StaRUG „Pflicht“).²⁴

VI. Methodische Grundlagen der Bewertung einer Sanierungsstrategie

Wie oben bereits ausgeführt, ist für eine die Interessen der verschiedenen Stakeholder berücksichtigende „optimale“ Sanierungslösung auf jeden Fall eine sachgerechte risikoadäquate und neutrale Beurteilung der bestehenden Handlungsoptionen erforderlich. Bei einer Insolvenz hat der Insolvenzverwalter dabei insbesondere die Interessen der verschiedenen Gläubiger zu beachten,²⁵ weil der Wert der Verbindlichkeiten den Wert des Eigenkapitals meist weit übersteigt. Die methodischen Grundlagen für ein solches Vorgehen, das in der Praxis leider bisher nur sehr selten festzustellen ist, werden in diesem Abschnitt erläutert.

Die Suche nach einer (für verschiedene Stakeholder) „optimalen“ Lösung ist ein klassischer Fall einer Entscheidung unter Unsicherheit, speziell eine „unternehmerische Entscheidung“ im Sinne der Business Judgement Rule, bei der zunächst einmal die relevanten Handlungsoptionen komplett abzubilden sind. Für diese ist dann basierend auf transparent dargestellten Annahmen eine Planung sowie eine zugehörige Risikoanalyse und Risikoaggregation durchzuführen, um aus den damit berechneten Ertrag-Risiko-Profilen einen Entscheidungswert ableiten zu können. Eine solche risikoadäquate, speziell simulationsbasierte Bewertung von Handlungsoptionen, die insbesondere auch Sanierungsoptionen einschließt, erfordert die Betrachtung von Restrukturierungsmöglichkeiten und ist damit etwas aufwendiger als die simple Wahl zwischen „Schließen“ oder „Verkauf des Unternehmens“ (bzw. seiner Assets). Die relevanten Handlungsoptionen, für die es jeweils wiederum i.d.R. eine Reihe mehrerer Sub-Optionen gibt, sind regelmäßig die folgenden:

1. Liquidierung des Unternehmens (als letzte Option, wenn sich keine andere realisieren lässt)
2. Verkauf des Unternehmens als Ganzes (oder zumindest wesentlicher Teile), weitgehend im jetzigen Zustand.
3. Restrukturierung des Unternehmens, wobei hier grds. mehrere Restrukturierungsstrategien (S 1, S 2, S 3) infrage kommen (ebenso wie ein späterer Verkauf des ganz oder zumindest schon einmal teilweise restrukturierten Unternehmens)²⁶.

Die Entscheidung über eine dieser Handlungsoptionen bzw. die zugehörigen Sub-Optionen ist regelmäßig aufgrund der zentralen strategischen Bedeutung als „unternehmerische Entscheidung“ zu interpretieren, für die besondere Anforderungen gesetzlich vorgegeben sind. Mit den Anforderungen an solche Entscheidungen bzw. der Vorbereitung (Entscheidungsvorlagen) für die erforderlichen Risikoanalysen und das

letztlich erforderliche Abwägen von Ertrag und Risiko, also die Bewertung, befasst sich der nächste Abschnitt.

VII. Entscheidung über den M&A Case in Sanierung oder Insolvenz als „unternehmerische Entscheidung“ (§ 43 GmbHG/§ 93 AktG)

Wie oben erläutert, sind auch M&A-Entscheidungen im Kontext einer Sanierung zunächst einmal „unternehmerische Entscheidungen“ im Sinne § 93 AktG bzw. § 43 GmbHG. Präzisierend muss man beachten, dass in einem solchen Fall durch verschiedene Stakeholder unterschiedliche unternehmerische Entscheidungen zu treffen sind (s.o.).

Bei allen unternehmerischen Entscheidungen benötigt man aufgrund der Dokumentationspflicht (s. § 93 AktG) Entscheidungsvorlagen. Solche Entscheidungsvorlagen, die die Entscheidungsqualität bei M&A und Sanierung verbessern, sollten bestimmte Anforderungen erfüllen: Anders als „Anträge“ sollten sie neutral sein und „angemessen“ fundiert sein. Die grundlegenden Anforderungen an Entscheidungsvorlagen kann man in drei Teilaspekte aufteilen:²⁷

1. *Vollständigkeit der Inhalte:* Die Entscheidungsvorlage muss bestimmte Inhalte wie bestehende Handlungsoptionen, Annahmen der Planung und insbesondere Risiken aufweisen.
2. *Angemessenheit der Informationen und Entscheidungsvorbereitung:* Der Einsatz von Ressourcen für die Entscheidungsvorbereitung (Arbeitszeit, Kosten) und der Umfang der Dokumentation muss in Anbetracht der Bedeutung und der Risiken der Entscheidung angemessen sein.
3. *Neutralität:* Die Entscheidungsvorlage muss neutral sein, d.h. ein möglichst intersubjektiv nachvollziehbares und durch persönliche Interessen unbeeinflusstes Bild der Entscheidungssituation bieten. Dies grenzt die Entscheidungsvorlage von einem Antrag ab, bei dem ein Antragsteller i.d.R. durchaus persönliche Interessen einbringt.

Um das Kriterium der Vollständigkeit zu erfüllen, sollen Entscheidungsvorlagen für unternehmerische Entscheidungen Informationen zu folgenden Fragen bereitstellen:²⁸

- Welche Ziele werden bei der Entscheidung verfolgt? Gibt es Nebenbedingungen, die bei der Zielerreichung beachtet werden müssen?
- Welche Handlungsoptionen (Alternativen) stehen für die Zielerreichung zur Verfügung?

24 Vgl. Gleißner/Haarmeyer, ZInsO 2025, 851 ff.

25 § 1 InsO: „Das Verfahren dient der gemeinsamen Befriedigung aller Gläubiger eines Schuldners.“

26 S. zur Restrukturierung auch IDW Standard: Anforderungen an Sanierungskonzepte (IDW S 6) (Stand: 22.6.2023) sowie Fragen und Antworten: Zur Erstellung und Beurteilung von Sanierungskonzepten nach IDW S 6 (F&A zu IDW S 6) (Stand: 13.12.2023).

27 In enger Anlehnung an ICV, 2021, Entscheidungsvorlagen für die Unternehmensführung, Haufe-Lexware, S. 25 ff.

28 Vgl. speziell zu M&A Gleißner, AR 2017, 54 ff.

- Welche Annahmen werden für die Zielerreichung getroffen?
- Wie wirken sich die Alternativen auf die Zielerreichung aus?
- Mit welchen Chancen und Risiken ist die Umsetzung der Alternativen verbunden?
- Welche Implikationen ergeben sich aus Planung und Risikoanalyse für den Wert der strategischen Handlungsoptionen (z.B. Restrukturierungsstrategien)?

Besonders zu beachten ist, dass gerade in der „Hochrisikosituation Insolvenz“ oder Sanierung alle „unternehmerischen Entscheidungen“ mit hohen Chancen und Gefahren (Risiken) verbunden sind. Nötig ist daher eine insbesondere umfassende Risikoanalyse, eine sog. *Strategiebewertung*,²⁹ hier die Bewertung einer oder mehrerer Restrukturierungsstrategien.

Um den Handlungsspielraum und realistischerweise erzielbare Verkaufspreise einzuschätzen, sollte dabei der Insolvenzverwalter oder der für die Restrukturierung Verantwortliche, also der Vertreter der „Verkäuferseite“, auch eine Wertschätzung aus Perspektive möglicher Käufer vornehmen. Ein solches Vorgehen der Strategiebewertung ist üblich und sachgerecht bei der Vorbereitung von Entscheidungen über den Kauf eines „Target-Unternehmens“ (den klassischen M&A-Fall), wo auch eine schlichte Fairness Opinion³⁰ (Preisschätzung), nicht reicht.

Unter Strategiebewertung versteht man die Anwendung von (Unternehmens-)Bewertungsmethoden im Bereich der Vorbereitung unternehmerischer Entscheidungen, speziell strategischer Entscheidungen, wie M&A-Entscheidungen. Der Einsatz von Bewertungsmethoden unterstützt die Entscheidungsvorbereitung und die Ergebnisse der Bewertung fließen ein in Entscheidungsvorlagen für Vorstand, Geschäftsführung bzw. Aufsichtsrat – oder eben den Insolvenzverwalter bei einer Insolvenz.

Der Vorteil der Nutzung von Bewertungsmethoden besteht darin, dass der durch diese transparent und modellbasiert berechnete Wert ein Entscheidungskriterium (Performancemaß) ist, das

- erwartete Höhe,
- Zeitpunkt und
- Risiko

der durch die zu beurteilenden Strategien (strategische Handlungsoptionen) generierten Cashflows oder Erträgen in einer Kenngröße erfasst. Es erfolgt dabei auch eine Bewertung der Forderungen der Gläubiger, die vom Insolvenzrisiko maßgeblich abhängt („Kreditbewertung“).

Bei der Strategiebewertung wird entsprechend nicht nur ein Wert bestimmt, sondern zu Vergleichszwecken alternative Werte in Abhängigkeit der jeweiligen strategischen Handlungsoption. Methodisch werden entsprechend subjektive Entscheidungswerte³¹ der strategischen Handlungsoptionen verglichen.³²

Da sich durch eine strategische Entscheidung bewusst eine Veränderung der Zukunft des Unternehmens (speziell auch seiner zukünftigen Chancen und Gefahren) ergeben soll, ist ein zentrales Charakteristikum der Strategiebewertung der konsequente Zukunftsbezug,³³ da die Vergangenheit nicht repräsentativ ist für die Zukunft. Gerade in der Hochrisikosituation Sanierung oder Insolvenz ist die Zukunft völlig anders als die Vergangenheit und die Änderung des Ertrags- und Insolvenzrisikos entscheidungsrelevant; auch für die Kreditbewertung.³⁴

Im Kern bedeutet Strategiebewertung den Vergleich von Ertrag-Risiko-Profilen alternativer (strategischer) Handlungsoptionen.

Da sich die Chancen und Gefahren (Risiken) alternativer strategischer Handlungsoptionen meist deutlich unterscheiden, ist eine strukturierte Identifikation und Quantifizierung von Risiken erforderlich (Risikoanalyse). Neben der Identifikation strategischer Risiken (z.B. Bedrohung von Erfolgsfaktoren des Geschäftsmodells) sind dabei insbesondere systematisch alle unsicheren Planannahmen, die implizit Risiken darstellen, zu erfassen und durch eine geeignete Wahrscheinlichkeitsverteilung zu beschreiben. Die Aggregation der Risiken erfordert eine Monte-Carlo-Simulation zur Berechnung einer großen repräsentativen Anzahl möglicher Zukunftsszenarien und damit die Überleitung einer traditionellen einwertigen zu einer mehrwertigen „Bandbreitenplanung“.³⁵ Aus dieser lässt sich unmittelbar – unter Beachtung der Risiken – der Erwartungswert der Cashflows oder Erträge ableiten. Bei Restrukturierungsstrategien ist ein besonders wichtiges Zwischenergebnis der Risikoaggregation auch gerade der berechnete Eigenkapital- und Liquiditätsbedarf, der erforderlich ist, um das Insolvenzrisiko wieder auf ein vertretbares Niveau zu senken.³⁶ Ob eine wertsteigernde Handlungsoption (Restrukturierungsstrategien) nämlich tatsächlich realisierbar ist, hängt davon ab, ob die bisherigen Eigentümer (ggf. mit Unterstützung durch neue Investoren) oder auch die Käufer eines Unternehmens bereit und fähig sind, dieses Eigenkapital als zusätzliches Risikodeckungspotenzial bereitzustellen.³⁷ Direkt ableitbar ist auch die „Sanierungswahrscheinlichkeit“.³⁸

Die Aggregation der Einzelrisiken im Kontext der Unternehmensplanung müssen aufgrund der gesetzlichen Vorgaben aus

29 Gleißner/Ihlau, BB 2017, 1387 ff. und Gleißner/Ernst, EBVM 2023, 4 ff.

30 Follert/Gleißner, DB 2022, 1145 ff.

31 Matschke, Der Entscheidungswert der Unternehmung, Dissertation, 1975.

32 Beim Kauf einer Beteiligung, also der Wert des Unternehmens mit oder ohne Kauf eines „Target-Unternehmens“, vgl. Gleißner, M&A Review 2019, 126 ff.

33 Den eigentlich jede Unternehmensbewertung aufweisen sollte, aber in der Bewertungspraxis oft nicht zu sehen ist.

34 Gleißner/Wingenroth, KRP 2015, 14 ff. bzw. 19 ff. und Buchegger/Gleißner/Kamaras, KSI 2009, 23 ff.

35 Gleißner, Grundlagen des Risikomanagements, 2022, S. 325, 665.

36 S. dazu Gleißner/Ernst, EBVM 2023, 4 ff. und Gleißner, BFuP 2023, 598 ff.

37 Zu einer Bewertung direkt basierend auf dem Eigenkapitalbedarf, dem Value-at-Risk, statt der oben erläuterten Größe des Variationskoeffizienten als Risikomaß s. Gleißner (Fn. 35), S. 269 – 270.

38 Gleißner, KSI 2013, 172 ff.

§ 91 Abs. 2 AktG und § 1 StaRUG,³⁹ auch für mittelständische Kapitalgesellschaften, alle Unternehmen vornehmen, um mögliche „bestandsgefährdende Entwicklungen“ auch aus Kombinationseffekten von Einzelrisiken früh erkennen zu können. Eine strukturierte Identifikation, quantitative Beschreibung und simulationsbasierte Aggregation der Risiken basierend auf der Unternehmensplanung sollte prinzipiell damit bei jedem Unternehmen als Bewertungsgrundlage verfügbar sein – wenngleich die Praxis zeigt, dass hier noch häufig Umsetzungsdefizite bestehen.⁴⁰ Diese Verpflichtung besteht auch bei einer Restrukturierung und ist auch vom Insolvenzverwalter zu beachten.⁴¹

Bei der Strategiebewertung ist sicherzustellen, dass im gewählten Bewertungsverfahren, z.B. der Discounted-Cashflow-Methode (DCF), Erwartungswerte der Cashflows einfließen.⁴² Erwartungswerte sind Prognosen, die „im Mittel“ realisierbar sind und daher unter Beachtung der Chancen und Gefahren (Risiken) der Risikoanalyse zu berechnen sind. Die Umrechnung einer meist auch für Zielvorgaben und strategischen Steuerung erzeugten Planung in „erwartungstreue Planwerte“ ist von grundlegender Bedeutung, um nicht durch „ambitionierte Planwerte“, wie man sie häufig in Planungen (gerade bei Sanierungen) findet, eine zu positive Beurteilung einer strategischen Handlungsoption zu erreichen.⁴³ Am besten erfolgt die Berechnung von Erwartungswerten über eine Risikosimulation (Risikoaggregation).⁴⁴

Als nächstes muss die Risikoadjustierung des Erwartungswerts erfolgen; bevorzugt durch einen Risikoabschlag, d.h. die Berechnung eines sog. Sicherheitsäquivalents.⁴⁵ Eine solche risikogerechte Bewertung ist einfach und entspricht der Intuition, weil der Erwartungswert um einen „Risikoabschlag“ reduziert wird, wobei dieser vom aggregierten Risikoumfang abhängt (Eigenkapitalbedarf oder Standardabweichung der Erträge). Zudem ist er abhängig vom „Marktpreis der Risiken“ (λ)⁴⁶ und dem Anteil der bewertungsrelevanten Risiken, der unter Beachtung des Risikodiversifikationseffekts (d) zu berechnen ist. Will man statt eines Risikoabschlags aber „traditionellerweise“ eine Risikoerfassung „im Nenner“ vornehmen, kann man leicht auch den korrekten risikogerechten Diskontierungszinssatz k ableiten.⁴⁷

$$k = \frac{1 + r_f}{1 - \lambda \cdot V \cdot d} - 1 \approx r_f + \lambda \cdot V \cdot d$$

Der Diskontierungszinssatz (Kapitalkostensatz) für die Bewertung ist damit gerade der risikolose Zinssatz (r_f) plus eine Risikoprämie. Diese hängt wiederum von den bereits erläuterten Größen (λ , d) ab. Als Risikomaß verwendet wird nun der Variationskoeffizient (V), der sich unmittelbar aus Risikoanalyse und Risikoaggregation ergibt. Er zeigt also in % die „relative“ Schwankungsbreite der Erträge und Cashflows. V ist formal die Standardabweichung $\sigma(Z)$ bezogen auf den Erwartungswert $E(Z)$. Je riskanter eine Zahlung, desto höher die Anforderung an die erwartete Rendite und damit der Kapitalkostensatz. So wird gewährleistet, dass Ertrag und Risiko bei der Strategiebewertung Berücksichtigung finden.

Zudem müssen bei einer Bewertung auch die Auswirkungen der Sanierungsstrategien auf die Finanzkennzahlen und damit die durch eine Ratingnote ausdrückbare Insolvenzwahrscheinlichkeit (p), das Insolvenzrisiko, berücksichtigt werden. Die Insolvenzwahrscheinlichkeit ist ein oft nicht adäquat erfasster, aber wesentlicher Werttreiber, der langfristig quasi wie eine „negative Wachstumsrate“ der Erträge wirkt. Sie bestimmt zudem auch den Wert von Krediten.⁴⁸ Zu beachten ist also, dass bei einer solchen risikoadäquaten Bewertung immer auch unmittelbar die Insolvenzwahrscheinlichkeit und damit eine Ratingeinschätzung entsteht. Damit stehen alle Informationen zur Verfügung, um eine konsistente Beurteilung auch aus Perspektive der Gläubiger, der Kreditinstitute, vorzunehmen. Für deren Beurteilung, basierend auf einer Kreditbewertung, sind neben der Insolvenzwahrscheinlichkeit auch die vorhandenen Sicherheiten zu berücksichtigen, um deren Expected Loss, wieder separiert nach den einzelnen Handlungsoptionen, einschätzen zu können.⁴⁹

Kleine Änderungen des Insolvenzrisikos haben große Bedeutung für den Wert. Eine offensichtliche Auswirkung des Insolvenzrisikos besteht in der Möglichkeit, dass der Zahlungsstrom aus den Unternehmen, der Eigentümern und Gläubigern zugutekommt, abbricht. Tabelle 1 zeigt für verschiedene Ausprägungen der Insolvenzwahrscheinlichkeit pro Jahr (p) die zugehörigen Erwartungswerte für die Lebensdauer eines Unternehmens.

Tabelle 1: Zuordnung von Insolvenzwahrscheinlichkeit (p) und „Lebensdauer“ eines Unternehmens

Rating	p (pro Jahr)	Erwartete Lebensdauer (L)
A	0,1%	1000
BBB	0,5%	200
BB	1,0%	100
BB-	2,0%	50
B	5,0%	20
B-	10%	10

39 Gleißner/Haarmeyer, ZInsO 2024, 173 ff. und Beissenhirtz et al., ZInsO 2025, 1336 ff.

40 Gleißner et al., ZInsO 2025, 2069 ff.

41 Gleißner/Haarmeyer, ZInsO 2025, 851 ff.

42 Rieg/Gleißner, WPg 2022, 1407 ff. Der IDW S 1 von 2026 spricht von „Zukunftserfolgsplanung“; vgl. EACVA 2025, Stellungnahme zum IDW ES 1 n.F., <https://www.idw.de/IDW/IDW-Verlautbarungen/StNzuEntwuerfen/Downloads/ES/Stn-EACVA-IDW-ES-1.pdf>.

43 S. die Studie Behringer/Gleißner, WPg 2018, 312 ff. zur Aussagefähigkeit für die Unternehmensplanung.

44 S. die Studie Behringer/Gleißner, WPg 2021, 857 ff.

45 Vgl. Dorfleitner/Gleißner, JoR 2018, 1 ff. und Gleißner, MRR 2019, 1243 ff. zur Herleitung.

46 Wie der Sharpe Ratio (ca. 0,25); das zeigt wie viel mehr Rendite pro Einheit Risiko bei Alternativinvestments zu erwarten sind (Dorfleitner/Gleißner, JoR 2018, 1 ff. und Gleißner/Ernst, Business Valuation OIV Journal 2019, 3 ff.).

47 S. die Formel in Gleißner (Fn. 35), S. 478, und Gleißner, M&A Review 2017, 90 ff.

48 Buchegger/Gleißner/Kamaras, KSI 2009, 23 ff.

49 Dazu Buchegger/Gleißner/Kamaras, KSI 2009, 23 ff.

Gerade in einer Sanierungssituation ist die Insolvenzwahrscheinlichkeit im Allgemeinen sogar der bedeutendste Werttreiber.

In einer Restrukturierungs- oder Insolvenzsituation ist regelmäßig von einer überwiegenden Wahrscheinlichkeit der Insolvenz auszugehen, also p größer 50 % (oder sogar nahe bei 100 %). Die Betrachtung und Verbesserung der Insolvenzwahrscheinlichkeit bzw. Sanierungserfolgswahrscheinlichkeit⁵⁰ ist damit das zentrale Element der Quantifizierung strategischer Handlungsoptionen bei Restrukturierung oder Sanierung, s.o.

Die Reduktion der Insolvenzwahrscheinlichkeit durch eine Verbesserung des Ertrags (z.B. Kosteneinsparung bei der Restrukturierung)⁵¹, insbesondere aber durch eine Reduktion des Risikos und eine Stärkung des Risikodeckungspotenzials (Eigenkapitalbedarf) im Rahmen einer möglichen Sanierung ist aber genau der Weg, um potenziell einen Ertragswert oberhalb des Liquidationswertes, als Ergebnis des Verkaufs einzelner Assets, zu erreichen. Entsprechend sind die hier bestehenden Möglichkeiten im Rahmen der Restrukturierung sorgfältig zu prüfen und die Implikationen von Veränderung der Insolvenzwahrscheinlichkeit auf den Ertragswert abzuschätzen, um fundierte Entscheidungen über notwendige Sanierungsmaßnahmen und deren wirtschaftliche Wirkung treffen zu können.

Ohne die hier erläuterten Berechnungen zum Wert ist eine adäquate Berücksichtigung des mit unterschiedlichen Risiken typischerweise verbundenen unterschiedlichen Risikoumfangs im Entscheidungskalkül nicht möglich – und dann wiederum stehen, mit den sich daraus ergebenden haftungsrechtlichen Folgen, eben keine der gesetzlich geforderten „angemessenen Informationen“ im Sinne § 93 AktG/§ 43 GmbH zur Verfügung.

Die hier gezeigte Methode zur risikoadäquaten Bewertung strategischer Handlungsoptionen bei Restrukturierung und Sanierung führt über Planung und Risikoanalyse und Risikoaggregation zu Entscheidungswerten, denen jeweils auch ein für die Umsetzung der Strategie erforderliche Eigenkapital- und Liquiditätsbedarf zuordenbar ist (zur Prüfung der Umsetzbarkeit). Wie erwähnt, sind solche Entscheidungswerte zu berechnen aus Perspektive des jeweiligen Bewertungsobjekts (z.B. des Insolvenzverwalters auf der Verkäuferseite).

Möglichst ergänzend sollten diese abgeschätzt werden aus Perspektive möglicher Transaktionspartner (also Käufer, wie z.B. Kunden oder auch andere strategische Investoren). So ergibt sich ein realistischer Verhandlungsspielraum des Insolvenzverwalters und es steht die Information zur Verfügung, die in der Entscheidungssituation für die Verhandlungen maßgeblich sind. Insbesondere ist so natürlich auch ein Vergleich mit den eher „simplen“ Handlungsoptionen Liquidierung oder Verkauf ohne Restrukturierung, möglich. Zielsetzung einer Restrukturierungsstrategie ist es natürlich, einen Weg zu finden, die vorhandenen Werte des Unternehmens – mit Anpassung von Strategie und Planung (z.B. über Kosten und Risikoreduktion) möglichst gut zu nutzen. Das ist im Grundsatz im Interesse aller Stakeholder und auch unter dem Druck schneller Entscheidungsfindung mit den heute im Markt vorhandenen Tools ohne Weiteres machbar. Daher sollte auch aus gerichtlicher Perspektive bzw. der Perspektive eines bestellten vorläufigen Gläubigerausschusses bei einer anstehenden Entscheidung für eine z.B. „übertragende Sanierung“ auf der Vorlage einer entsprechend differenzierten und dokumentierten Entscheidungsmatrix mit einer risikoadäquaten Bewertung der verschiedenen Handlungsoptionen durch den Insolvenzverwalter bestanden werden.

VIII. Fazit und Implikationen für die Praxis

Die Liquidation mit Verkauf einzelner Assets ist eine „einfache“ Handlungsoption, die allein viele Insolvenzverwalter betrachten. Aber sie ist oft nicht die beste. Entscheidend ist eine risikoadäquate Bewertung der verschiedenen Handlungsoptionen, wobei die Perspektiven der (bisherigen) Eigentümer bzw. der Insolvenzverwalter und vor allen diejenigen der verschiedenen Gläubiger, deren Interessen z.B. durch unterschiedliche Sicherheiten differieren, klar zu unterscheiden. Für jede dieser Perspektiven ist ein Entscheidungswert zu berechnen, wobei es für die Stakeholder auch hilfreich ist, die Interessen und Handlungsmöglichkeiten aller anderen im Blick zu halten und deren Entscheidungswerte zumindest abzuschätzen (also durch einen „Perspektivwechsel“). Die aus Planung und quantitativer Risikoanalyse mittels einer (bevorzugt simulationsbasierten) Bewertung ableitbaren Entscheidungswerte und die diesen zugrunde liegenden Annahmen sind zugleich Basis für Entscheidungsvorlagen im Sinne der Business Judgement Rule (§ 93 AktG/§ 43 GmbHG). Berechnet werden dabei neben dem Wert einer Liquidation, einer ty-

Tabelle 2: Bewertung strategischer Handlungsoptionen

	Eigenkapitalbedarf	Wert	Gläubiger 1	Gläubiger 2	Investor
Verkauf einzelner Assets	0	100	75	25	---
Verkauf gesamtes Unternehmen (wie bisher)	0	120	90	30	---
Verkauf saniertes Unternehmen	40	240-40 ⁵²	120	40	240-120-40-40=40

50 S. Gleißner, KSI 2013, 172 ff.

51 D. Dogan, Sieben Bausteine einer erfolgreichen Unternehmensrestrukturierung, 2024.

52 Eigenkapitalzufuhr.

pischerweise mit Verkauf vorhandener Assets einzeln oder „im Paket“, die Ertragswerte der verschiedenen strategischen Handlungsoptionen, die im Rahmen der Sanierung auszuarbeiten sind. Bei einer sachgerechten Vorgehensweise empfiehlt sich als Bewertungsmethode eine simulationsbasierte Bewertung,⁵³ damit dieser, anders als bei traditionellen finanzierungstheoretischen Bewertungsverfahren (z.B. auf Grundlage des CAPM) oder bei einer Preisschätzung via Multiple, die oft deutlich differierenden unterschiedlichen Ertrags- und Insolvenzrisiken sachgerecht im Entscheidungskalkül berücksichtigt werden können. Zudem ergibt sich immer eine Quantifizierung der Sanierungserfolgswahrscheinlichkeit, des Eigenkapitalbedarfs für die Sanierung und eine risikoadäquate Bewertung der Kredite.

Auf jeden Fall bieten die hier skizzierten Verfahren das Potenzial, den verbliebenen Wert eines Unternehmens in Restrukturierung und Insolvenz optimal im Sinne aller Stakeholder zu

heben. Zudem erlauben die vorgestellten Verfahren quasi nebenher die Erstellung sachgerechter Vorlagen für die in solchen Fällen natürlich anstehenden „unternehmerischen Entscheidungen“ im Sinne der Business Judgement Rule „beweisbar“ mit adäquaten Informationen zu untermauern. Es ist ein bisher zu wenig beachteter Mehrwert durch Krisenfrüherkennung und Risikomanagement nach § 1 StaRUG: Mit der für die Krisenfrüherkennung nötigen Risikoanalyse und Risikoaggregation⁵⁴ und basierend auf dieser Planung, hat man immer auch die notwendigen Informationen, um Handlungsoptionen eines Unternehmens auch unter den Rahmenbedingungen eines Insolvenzverfahrens realistisch zu bewerten.

53 Ernst, WiSt 2022, 16 ff.; Gleißner, WiSt 2017, 4 ff.

54 Gleißner et al., ZInsO 2025, 2069 ff.