

06.23

KSI

19. Jahrgang

November/Dezember 2023

Seiten 241–288

www.KSIdigital.de

Krisen-, Sanierungs- und Insolvenzberatung

Wirtschaft Recht Steuern

Herausgeber:

Peter Depré, Rechtsanwalt und Wirtschaftsmediator (cvm), Fachanwalt für Insolvenzrecht

Dr. Lutz Mackebrandt, Unternehmensberater

Gerald Schwamberger, Wirtschaftsprüfer und Steuerberater, Göttingen

Herausgeberbeirat:

Prof. Dr. Markus W. Exler, Fachhochschule Kufstein

Prof. Dr. Paul J. Groß, Wirtschaftsprüfer, Steuerberater, Köln

WP/StB Prof. Dr. H.-Michael Korth, Ehrenpräsident des StBV Niedersachsen/Sachsen-Anhalt e.V.

Dr. Harald Krehl, Senior Advisor, Wendelstein

Prof. Dr. Jens Leker, Westfälische Wilhelms-Universität Münster

Prof. Dr. Andreas Pinkwart, HHL Leipzig Graduate School of Management

Prof. Dr. Florian Stapper, Rechtsanwalt, Stapper/Jacobi/Schädlich Rechtsanwälte-Partnerschaft, Leipzig

Prof. Dr. Henning Werner, IfUS-Institut an der SRH Hochschule Heidelberg

Strategien Analysen Empfehlungen

Chief Transformation Officer (CTO) – Game-Changer für eine erfolgreiche Transformation?
[Prof. Dr. Henning Werner, Dr. Johannes L. Sauerwein, Georgiy Michailov und Michael Hengstmann, 245]

Transformation zur nachhaltigen Unternehmenssteuerung (Teil I)
[Prof. Dr. Ronald Gleich, Dr. Kim Louisa Dillenberger und Prof. Dr. Heimo Losbichler, 251]

Praxisforum Fallstudien Arbeitshilfen

Turnaround zur Nachhaltigkeit im Mittelstand
[Dr. Hans-Jürgen Hillmer, 260]

Insolvenzquotensimulation
[Matthias Müller, Kai F. Kramer und Philip Seiz, 265]

Akquisitionsimmanente Risiken
[Mark Niggemann und Dirk Schulte, 270]

Nachgefragt: Immobilien in Sanierung und Insolvenz
[Beantwortet von Dr. Raoul Kreide, 277]

Beilage

Jahresinhaltsverzeichnis 2023

Insolvenzquotensimulation

Grundsätzliche Vorgehensweise und Fallstudien

Matthias Müller, Kai F. Kramer und Philip Seiz*

Nachdem die Covid-19-Pandemie für überwunden erklärt wurde, traten mit Putins Angriffskrieg Lieferkettenproblemen, Inflation und Zinsanstieg neue Herausforderungen auf den Plan von Gesellschaftern und Geschäftsführern.¹ Die vielseitig beschworene Insolvenzwellen ist bis dato zwar ausgeblieben, jedoch mehren sich in manchen Branchen, wie z. B. im Bereich Immobilien die Fälle – vor allem im Bereich der Projektentwicklung.² Nachfolgend wird auch anhand praktischer Beispiele beschrieben, wie das Instrument der Insolvenzquotensimulation eingesetzt werden kann, um den Gläubigern und anderen Stakeholdern eine Vorstellung davon zu geben, wie die Vermögensverteilung im Insolvenzfall bzw. in verschiedenen Alternativszenarien aussehen könnte.

1. Einführung

In der Immobilienbranche, derzeit am stärksten von der Zinswende betroffen, findet man regelmäßig eine Vielzahl an Stakeholdergruppen, die einander mit widerstreitenden

Interessen entgegnetreten. Anhand einer Insolvenzquotensimulation können verschiedene, vergleichende Szenario-Rechnungen mit, ohne oder im Wege von Teilinsolvenzen einzelner Unternehmensteile abgebildet werden. Zugrunde liegend ist i. d. R. eine breit diversifizierte Gesellschafter- bzw. Stakeholderstruktur mit divergierenden und z. T. diametral gegenüberstehenden Interessenslagen. Gleichzeitig besteht häufig eine komplexe Unternehmensstruktur mit mehreren Gesellschaften und Teilkonzernen. Im Falle einer akuten Liquiditätsknappheit stellt sich u. a. für Gesellschafter, Mezzanin- oder Anleihe-Kapitalgeber meist die Frage, ob eine weitere Finanzierung der Unternehmen im Hinblick auf Renditechancen ertragreich ist oder ein „Not-Exit“, wenn auch mit „Hair-Cut“, die sinnhaftere Entscheidung ist. Oder anders: Lieber ein Ende mit Schrecken oder ein Schrecken ohne Ende?

Die Insolvenzquotensimulation ist somit nützlich, um den Gläubigern und anderen Stakeholdern eine Vorstellung davon zu geben, wie die Vermögensverteilung im Insol-

venzfall bzw. in verschiedenen Alternativszenarien aussehen könnte. Sie hilft, realistische Erwartungen zu hegen und kann dazu beitragen, Verhandlungen und Einigungen sowohl im Rahmen eines Insolvenzverfahrens als auch außerhalb einer Insolvenz zu fördern. Es ist jedoch zu beachten, dass die tatsächlichen Ergebnisse eines Insolvenzverfahrens von vielen Faktoren abhängen und von der rechtlichen und finanziellen Situation des Unternehmens sowie den jeweiligen lokalen Gesetzen beeinflusst werden.

Gerade in jüngerer Vergangenheit stieg der Umlauf von Unternehmensanleihen in Deutschland stark an – allein von 2018 bis 2022 haben sich die im Umlauf befindlichen Anleihen von rd. 314 Mrd. € um 41 % auf rd. 442 Mrd. € gesteigert (vgl. Abb. 1).

Ein nicht erheblicher Teil dieser Anleihen wird vermutlich kurzfristig fällig. Sind die Unternehmen jedoch nicht in der Lage, diese zu bedienen, so müssen mit den Stakeholdern Verhandlungslösungen, wie beispielsweise eine Prolongation bei z. B. Erhöhung der Zinsen, erarbeitet werden. Um hier fundierte Entscheidungen zu treffen, bedarf es einer Entscheidungsgrundlage, die auf Zahlen, Daten und Fakten basiert und aufzeigt, unter welchem Szenario rechnerisch welche Befriedigung der Gläubiger entstehe – also nach hier verfolgtem Anliegen der Insolvenzquotensimulation als einem probaten Mittel, um die Zusammenführung der Stakeholdergruppen zu bewerkstelligen und einen Konsens zu schaffen.

Neben der Definition, der Herleitung und Durchführung einer Insolvenzquotensimulation werden im Folgenden zwei Praxisbeispiele dargelegt, die auf unterschiedliche Herausforderungen im Zuge der Erstellung eingehen werden.

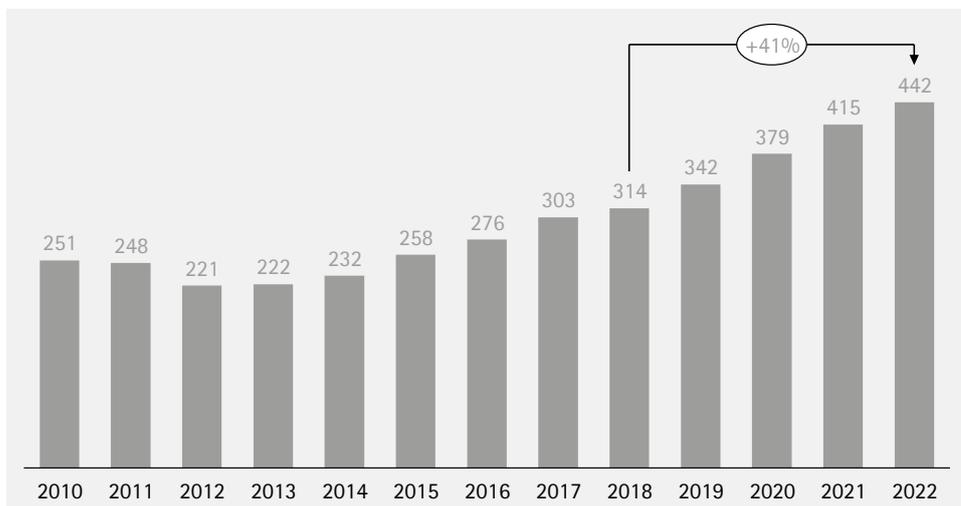


Abb. 1: Umlauf von Unternehmensanleihen inländischer Emittenten (Quelle Statista)

* Matthias Müller ist Partner bei der Dr. Wieselhuber & Partner GmbH.

Kai F. Kramer; Manager Philip Seiz, Senior Consultant beide im Bereich Restructuring & Finance bei der Dr. Wieselhuber & Partner GmbH.

1 Zur besseren Lesbarkeit des Artikels wird nicht gegendert. Die jeweils gewählte Form des Genus berücksichtigt jedoch alle Leserinnen und Leser gleichermaßen.

2 Gerch, Euroboden, Development Partner und Project-Gruppe (vgl. Handelsblatt vom 17.8.2023).

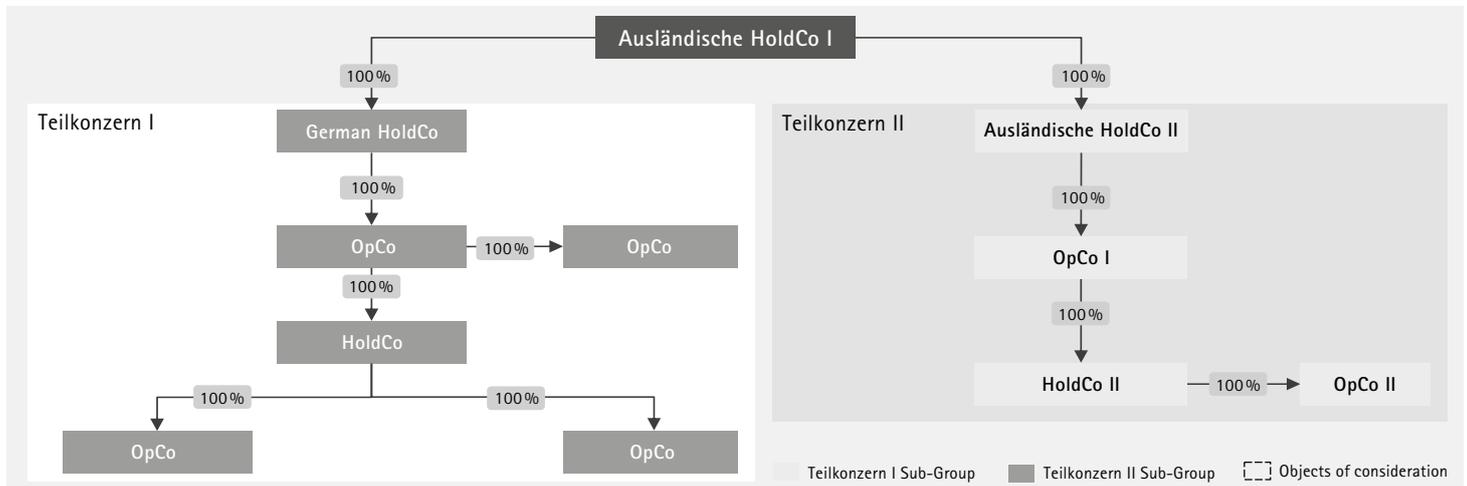


Abb. 2: Struktur der Gesellschaften

2. Was ist eine Insolvenzquotensimulation?

2.1 Definition

Die Insolvenzquotensimulation ist ein Verfahren zur Berechnung und Vorhersage der möglichen Auszahlungsquoten für Gläubiger im Rahmen eines Insolvenzverfahrens. Es handelt sich um eine mathematische Modellierung oder Simulation, die auf der Basis von verschiedenen Annahmen und Daten eine Schätzung darüber liefert, wie die verfügbaren Vermögenswerte auf die Gläubiger verteilt werden könnten bzw. welche Befriedigungsquote sich je Gläubiger und deren Forderungsrang ergibt.

2.2 Grundsätzliches Vorgehen

Ausgangspunkt einer Insolvenzquotensimulation ist die *Vermögensbewertung* des potenziell insolventen Unternehmens. Dies umfasst die Schätzung des Werts von beispielsweise Beteiligungen, Immobilien, Maschinen, Lagerbeständen, geistigem Eigentum und anderen Vermögenswerten.

Je nach *Rechtsordnung und Art der Schulden* haben bestimmte Gläubiger möglicherweise Vorrechte oder bevorzugte Rangfolgen. Gesicherte Gläubiger (z. B. Hypothekengläubiger) haben oft Vorrang vor ungesicherten Gläubigern. Insofern gilt es Gläubigergruppen zu bilden, um die letztendliche Quote in der juristisch richtigen Gruppe zu bestimmen. Hierzu ist insbesondere auch eine Übersicht über die (eingereichten) *Forderungen der Gläubiger* zu erstellen und ggf. zu

prüfen, um deren Richtigkeit und Gültigkeit sicherzustellen. Neben der *Ermittlung der zu verteilenden Vermögenswerte* (Masse) sind auch die durch die verschiedenen Verwertungswege entstehenden Kosten des jeweiligen Verfahrenswegs zu berücksichtigen.

Die Simulation kann *verschiedene Szenarien* berücksichtigen, die Unsicherheit in Bezug auf Vermögensbewertung, Verkaufspreise usw. widerspiegeln. Im Zuge dessen können auch Szenarien entwickelt werden, welche beispielsweise ein Fire-Sale von Teilen eines Konzerns bzw. von Vermögenswerten außerhalb der Insolvenz abbilden. Basierend auf den o. g. Informationen und Annahmen kann die Simulation die *voraussichtlichen Auszahlungsquoten* für die Gläubiger berechnen.

3. Beispiel Verarbeitendes Gewerbe

3.1 Gesellschaftsrechtliche Struktur und Ausgangssituation

Die Unternehmensgruppe mit Sitz (Muttergesellschaft) im europäischen Ausland (ausländische HoldCo) ist im Bereich verarbeitendes Gewerbe tätig. Strategische Zielsetzung des Unternehmens war es, einen vertikal integrierten Konzern im Wesentlichen durch anorganisches Wachstum zu entwickeln. Die Gesellschaften wurden in zwei wesentliche Teilkonzerne gegliedert, einen veredelnden (Teilkonzern I) und einen im Bereich Vorprodukte (Teilkonzern II).

Der hauptsächlich betrachtete Teilkonzern mit Sitz in Deutschland (Teilkonzern I) ist wiederum in mehrere Teilkonzerne mit u. a.

internationalem Sitz untergliedert (vgl. Abb. 2). Zur Finanzierung des anorganischen Wachstums wurden Anleihen in einer Größenordnung von rund 400 Mio. € ausgegeben. Diese wurden auf Ebene der obersten Muttergesellschaft (ausländische HoldCo) gegen Sicherungsabtretung von Gesellschaftsanteilen ausgegeben, welche im Falle einer Insolvenz entsprechend nur eine marginale Befriedigungsquote bedingen. Gleichzeitig wurde die generierte Liquidität innerhalb des Konzerns auf die Teilkonzerne und Töchtergesellschaften verteilt.

In den vergangenen Jahren sind, u. a. ausgelöst durch eine ermangelnde Post-Merger-Integration sowie geprägt von dem allgemein angespannten Marktumfeld, Jahresfehlbeträge aufgelaufen, welche lediglich per Businessplan in den Folgejahren planerisch kompensiert werden können. Durch die unzureichende Ertragskraft sowie eine unzureichende Kapitalausstattung des Gesamtkonzerns konnte dem Kapitaldienst nicht bzw. nur in eingeschränktem Maße nachgekommen werden. Da bestehende Anleihen in Teilen bei unzureichend hoher Liquidität fällig wurden, ergab sich der Bedarf einer Lösungserarbeitung mit den Anleihegläubigern. Fragestellung war, ob eine Prolongation der Anleihe für die Gläubiger eine höhere Befriedigung/Befriedigungsquote generiert oder der Konzern durch fällig werdende Anleihen einen Insolvenzantrag stellen muss. Aufgabenstellung war es, dies anhand verschiedener Szenarien transparent zu quantifizieren und darzulegen.

3.2 Durchführung der Insolvenzquotensimulation

Im ersten Schritt galt es, die Verteilung der durch die Anleihen eingesammelten Liquidität samt rechtlicher Grundlagen (Intercompany Darlehen) nachzuvollziehen, um so zu identifizieren, welche Gesellschaft durch fällig werdende Anleihen bzw. durch eine Insolvenz der Muttergesellschaft betroffen wäre. Ausgangspunkt der Insolvenzquotensimulation war dann die Definition von vier verschiedenen Szenarien. Diese beinhalteten

- ein Insolvenzverfahren aller betrachteten Gesellschaften,
- den Verkauf aller Gesellschaften außerhalb der Insolvenz im Zuge eines Fire-Sales (Share Deal) sowie
- eine Mischung der beiden Verwertungswege.

Hierzu wurden zunächst Insolvenzverfahren der einzelnen Gesellschaften simuliert und anhand der gängigen Vorgehensweise die bestehenden Assets bewertet, um unter Berücksichtigung verfahrenstypischer Kosten die potenziell zu verteilende Insolvenzmasse zu bestimmen.

Die Unternehmenswerte (Equity Value) zur Darstellung eines Verkaufs außerhalb der Insolvenz (Share Deal) wurden mittels vereinfachtem Multiple-Verfahren unter Anwendung entsprechender Risikoabschläge und

Abzug der bestehenden Finanzverbindlichkeiten (Equity Bridge) anhand von Bandbreiten der jeweiligen Unternehmenswerte ermittelt.

Im Ergebnis zeigte sich, dass durch die komplexe Unternehmensstruktur eine Insolvenz der Töchtergesellschaften aus Sicht der Anleihegläubiger im Hinblick auf die Befriedigungsquote zunächst nachteilig erschien. Hintergrund war, dass mögliche Werte der Töchtergesellschaften im Zuge eines Insolvenzverfahrens der Teilkonzerne auf dem Weg zu der ausgebenden Muttergesellschaft auf Ebene der Zwischen- bzw. Töchtergesellschaften versickert wären. Bei einer Insolvenz beispielsweise der deutschen OpCo würden entsprechend dem deutschen Insolvenzrecht zunächst deren Gläubiger befriedigt. Ein Weiterreichen von Vermögenswerten an Gesellschaften, welche im Organigramm über dieser Gesellschaft stehen, hätte eine Insolvenzquote von über 100% zur Voraussetzung. Dies kommt selten vor und konnte auch hier anhand der Simulation nicht bzw. nur in Teilen erzielt werden. Somit ergaben sich simulierte Befriedigungsquoten zwischen rund. 5% bis (Insolvenz aller Gesellschaften) und 50% (Share Deal). Eine Lösung im Sinne eines Share Deals aller Gesellschaften schien unter dem Gesichtspunkt der Maximierung des Verwertungserlöses zunächst die bevorzugte Wahl.

Als Entscheidungsgrundlage wurde in einem finalen Arbeitsschritt eine indikative Sensitivierung der dargelegten Verwertungswege erstellt. Hier zeigte sich, dass eine Lösung im Sinne eines Fire-Sales zwar die potenziell höhere Befriedigung generieren würde, jedoch sowohl zeitlich als auch betragsmäßig ein deutlich höheres Risikoprofil aufzeigte. Hinzu wäre zudem ein erhebliches Zuwarten unter Unsicherheit für die Anleihegläubiger gekommen. Eine gut vorbereitete sowie gut gesteuerte Insolvenz hingegen würde zwar die Rückzahlungsquote deutlich mindern, schien jedoch aufgrund der Verfahrenssicherheit wie auch der betragsmäßigen Sicherheit die zu präferierende Wahl.

Unabhängig von der zuletzt gewählten Verhandlungslösung konnte anhand der Insolvenzquotensimulation durch die Darstellung der verschiedenen Lösungswege zahlen- und datenbasiert aufgezeigt werden, welche Verhandlungslösung welche Befriedigungsquote generiert und welches Risikoprofil mit sich bringt. Damit war eine fundierte Entscheidung der Stakeholder möglich.

4. Beispiel Immobilie

4.1 Gesellschaftsrechtliche Struktur und Geschäftsmodell

Die betrachtete Immobiliengruppe mit Sitz in Deutschland setzt sich zusammen aus

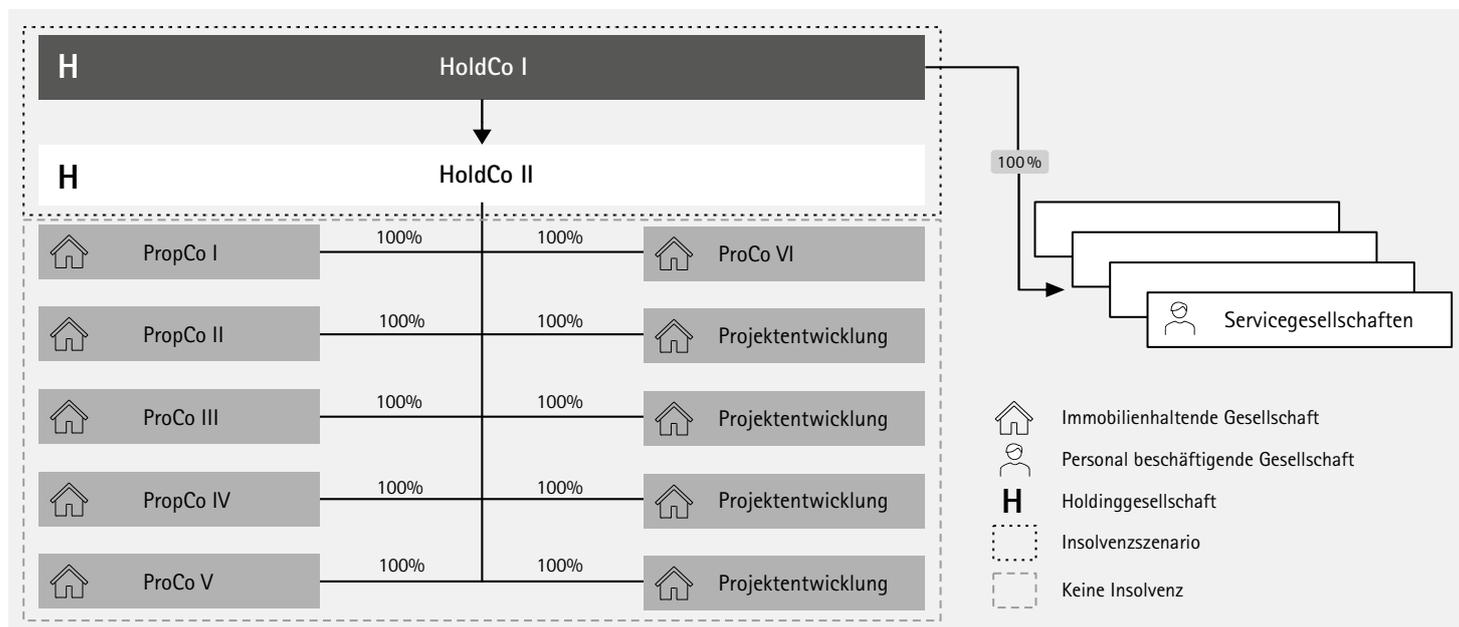


Abb. 3: Gesellschaftsstruktur im Immobilien-Beispiel

einer doppelstöckigen Holdingstruktur. HoldCo I hält HoldCo II, die wiederum PropCos hält, die jeweils eine Bestandsimmobilie respektive eine Projektentwicklung halten (siehe hierzu das Organigramm in Abb. 3). Die Gruppe fokussiert sich darauf, Immobilien in aussichtsreichen Lagen zu kaufen, neue Nutzungskonzepte zu entwickeln, Leerstandsquoten sowie das Under Renting (teureres Vermieten freierwerdender Flächen durch verbesserte Nutzungskonzepte) zu senken und die Immobilie langfristig zu halten, sofern diese cashflow-positiv ist, oder diese gewinnbringend zu veräußern.

Die Projektentwicklungen setzen sich aus (un-)bebauten Grundstücken zusammen, für die ebenfalls Nutzungskonzepte entworfen, entsprechende Baugenehmigungen eingeholt und umgesetzt werden. Die HoldCo I emittierte eine Anleihe, die sie in Form von Gesellschafterdarlehen an die mittelbaren Tochtergesellschaften weiterreichte. Neben dem jeweiligen Gesellschafterdarlehen (weitergereichte Anleihe) finanziert sich jede PropCo selbst mittels (eines) Senior Loans einer Bank (erstrangig besichert).

Die Gruppe bilanziert die Objekte den International Financial Reporting Standards (IFRS) folgend nach IAS 40 – *zu Investitionszwecken gehaltene Immobilien*. Die IFRS sehen gem. IAS 40 i.V.m. IFRS 13, abweichend zum deutschen Handelsgesetzbuch (HGB), eine Bilanzierung über die historischen Anschaffungs-/Herstellungskosten (AHK) hinaus vor, sofern der beizulegende Zeitwert (Fair Value „FV“) oberhalb der AHK liegt. Die jährlich zu bestimmenden FV-Bewertungen werden erfolgswirksam in der Gewinn- und Verlustrechnung (GuV) erfasst.

4.2 Ausgangssituation

Als Reaktion auf die gestiegenen Inflationsraten erhöhten die Zentralbanken die Leitzinsen. Diese Zinswende wirkte sich in zweierlei Hinsicht negativ auf das Geschäftsmodell der betrachteten Gruppe aus.

4.2.1 Auswirkungen auf die Gewinn- und Verlustrechnung

Wegen der variablen Verzinsungen einzelner Darlehen wirkten sich die gestiegenen Zinsen unmittelbar auf die Finanzierungskosten der Gruppe aus.

4.2.2 Auswirkungen auf die Bilanz

Wie eingangs erwähnt, bilanzierte die Gruppe nach den IFRS. Da es sich um zu Investitionszwecken gehaltene Immobilien (IAS 40) handelt, muss jährlich der beizulegende Zeitwert (Fair Value) gem. IFRS 13 ermittelt werden. Als Wertermittlungsmethode sieht der IFRS 13 u. a. das Discounted-Cashflow-Verfahren (DCF-Verfahren) vor. Damit werden die zukünftig erwarteten Cashflows auf den betrachteten Stichtag abgezinst. Hierbei werden die Soll-Zustände des betrachteten Objekts zugrunde gelegt, was bedeutet, dass sowohl Soll-Mietstände als auch Soll-Mieten, die sich nach erfolgreicher Umsetzung der Umbaumaßnahme mit dem neuen Nutzungskonzept ergeben, berücksichtigt werden (As-If-Betrachtung). Der zur Diskontierung zugrunde gelegte Zinssatz wird regelmäßig mit dem CAPM-Modell ermittelt. Da das aktuelle Zinsumfeld in der Ermittlung des Diskontierungszinssatzes berücksichtigt wird, steigt dieser an. Dadurch werden die betrachteten Cashflows stärker abgezinst und die Bewertungen sinken.

4.2.3 Kennzahl Loan-to-Value

Der Loan-to-Value (LtV) ist eine Kennzahl. Diese setzt den Immobilienwert ins Verhältnis zum valutierenden Darlehen (Kreditvolumen/Immobilienwert). Für Darlehensgeber ist der LtV ein wichtiger Indikator, weshalb dieser regelmäßig als Covenant in den Kreditverträgen festgeschrieben wird. Sollte der LtV eine im Kreditvertrag fixierte Höhe überschreiten, liege ein Covenant Breach vor, der den Darlehensgebern mitunter Sonderkündigungsrechte garantiert und Darlehen fällig gestellt werden könnten.

Die wegen der Zinswende sinkenden Bewertungen führen zu steigenden, sich verschlechternden LtVs und somit zu einer Abnahme der Refinanzierungsfähigkeit der jeweiligen Gesellschaft.

In dem hier betrachteten Fall sind die LtVs so stark gestiegen, dass keine Refinanzierungsfähigkeit mehr gegeben ist. Zudem konnten die gestiegenen Finanzierungskosten nicht mehr durch die operative Ertragskraft der Gruppe gedeckt werden.

Die Vergangenheitsanalyse der betrachteten Gruppe legte offen, dass positive Konzernergebnisse in der Vergangenheit ausschließ-

lich aus den (nicht-cashwirksamen) FV-Bewertungseffekten resultierten.

Die um die Bewertungseffekte bereinigte GuV offenbarte einen kumulierten Verlust in hohem zweistelligen Millionenbereich. Zudem reichte das um die Bewertungseffekte bereinigte EBITDA nicht zur Deckung des Kapitaldienstes aus. Der daraus resultierende Cash-Burn wurde im Betrachtungszeitraum durch Mittelzuflüsse aus dem Investorenkreis gedeckt.

4.3 Insolvenzquotensimulation

Zur Abwendung einer drohenden Insolvenz aufgrund von Zahlungsunfähigkeit bedingt durch die Cash-Abflüsse wegen des hohen Kapitaldienstes sowie zur Einleitung des Prozesses zur Wiederherstellung der Refinanzierungsfähigkeit der betrachteten Gruppe sollte die von der HoldCo I begebene Anleihe restrukturiert werden.

Die Insolvenzquotensimulation sollte dazu dienen, sämtlichen Stakeholdern im Allgemeinen und den Anleihegläubigern im Speziellen die Konsequenzen einer möglichen Insolvenz auf Ebene der beiden HoldCos aufzuzeigen und deren mögliche Befriedigungsquoten zu ermitteln. Die PropCos sollten annehmegemäß durch sämtliche Finanzierer außerhalb einer Insolvenz gehalten und keine Darlehen fällig gestellt werden.

Abweichend zu der o. g. As-If-Betrachtung, die sämtliche zukünftig wertsteigernden Maßnahmen (Soll-Zustände) berücksichtigt, wurden drei Cases mit indikativen Gegenwartswerten ermittelt, die den aktuellen Zustand, Leerstand und die Ist-Mieten der Objekte zugrunde legten (As-Is-Betrachtung). Aufgrund der Illiquidität der Immobilientransaktionsmärkte wurden Fungibilitäts- und Sicherheitsabschläge vorgenommen, die je nach Case in ihrer Höhe variierten. Wegen der As-Is-Betrachtung und der Abschläge lagen die indikativ ermittelten Werte wesentlich unterhalb der As-If-Werten. In der Insolvenzquotensimulation wurde unterstellt, dass die Objekte zu As-Is-Werten veräußert werden sollten. Verwertungserlöse nach Transaktionskosten sollten planerisch zuerst den erstrangig besicherten Banken zufließen. Verbleibende Resterlöse wurden dem Organigramm folgend zuerst an die HoldCo II hochgereicht, wo diese sodann zur Befriedigung

€	Case 1 – Conservative	Case 2 – Base	Case 3 – Optimistic
Liquidität Verfahrensbeginn	150.000	150.000	150.000
Cash Flow im Verfahren	-900.000	-900.000	-900.000
Operative Störungen durch Insolvenz	-120.000	-120.000	-120.000
Rechts- und Beratungskosten	-600.000	-750.000	-1.000.000
= Liquidität Verfahrensende	-1.470.000	-1.620.000	-1.870.000
Verwertung der Beteiligungen und Sonst. Forderungen	0	599.749	1.894.482
= Zwischensumme nach Verwertungserlös	-77.265	522.484	1.817.217
Verfahrenskosten § 54 InsO	-11.590	-78.373	-272.583
Unsicherheitsfaktor	-500.000	-750.000	-1.000.000
Abwicklungskosten	-500.000	-750.000	-1.000.000
= Summe Abwicklungs-/Verfahrenskosten	-1.011.590	-1.578.373	-2.272.583
Freie Masse nach Abfindungen	-2.558.855	-2.675.889	-2.325.366
Insolvenzforderungen gemäß § 38 InsO	79.750.000	79.750.000	79.750.000
Anleihe	75.000.000	75.000.000	75.000.000
Lieferanten	150.000	150.000	150.000
Rückstellungen lt. Bilanz	600.000	600.000	600.000
Sonstige Forderungen	1.500.000	1.500.000	1.500.000
Sonstige Verbindlichkeiten lt. Bilanz	2.500.000	2.500.000	2.500.000
Quote auf § 38 InsO	0,00 %	0,00 %	0,00 %
= Verbleibender Verteilungsbetrag Nachranggläubiger	0	0	0
§ 39 Abs. 1 S. 1 Nr. 5 InsO – Sonstige Ges'terdarlehen	7.500.000	7.500.000	7.500.000
Quote der § 39 InsO Forderungen	0,00 %	0,00 %	0,00 %
= Verbleibender Verteilungsbetrag § 39 Abs. 1 Nr. 5 InsO	0	0	0

Tab. 1: Befriedigungsquoten und Verwertungserlöse

der Insolvenzforderungen gem. § 38 InsO genutzt wurden.

Für den Fall, dass auf Ebene der HoldCo II Mittel zur Befriedigung der § 39 InsO Forderungen verblieben, wurden die Forderungen der Gesellschafterdarlehensforderungen der HoldCo I gegen die HoldCo II quotall bedient und nach oben gereicht (siehe in der Tab. 1 gesondert (rot) eingekreiste Werte).

Im Falle einer 100%igen Befriedigungsquote der §§ 38 und 39 InsO Forderungen wären sämtliche Resterlöse an die HoldCo I hochgereicht worden. Da jedoch im Optimistic Case eine maximale § 39er Befriedigungsquote von rund. 40% auf Ebene der HoldCo II erreicht wurde, wurde die HoldCo I nur quotall befriedigt. Auf Ebene der HoldCo I stellt die Anleihe eine § 38 InsO Insolvenzforderung dar.

Die Tab. 1 zeigt die Befriedigungsquoten auf Ebene der HoldCo I. Durch den gestrichelten

Kasten schwarz hervorgehoben sind die quotall Verwertungserlöse, die von der HoldCo II an die HoldCo I hochgereicht worden sind.

Es wird deutlich, dass die planerische negative Liquidität am Verfahrensende die positiven Verwertungserlöse überkompensiert und somit keine Mittel zur Anleihegläubigerbefriedigung zur Verfügung stehen. In allen drei Cases wurde eine indikative Befriedigungsquote von 0% ermittelt.

Die dargestellte daten- und faktenbasierte Insolvenzquotensimulation legte die Konsequenzen einer möglichen Insolvenz und indikative Befriedigungsquoten der Gläubiger offen. Aufgrund der mehrstöckigen Holdingstruktur sowie der erstrangig besicherten Gläubiger auf Ebene der Objektgesellschaften versiegten etwaige indikative Verwertungserlöse der Objekte entlang der gesellschaftsrechtlichen Struktur, woraus eine Befriedigungsquote der Anleihegläubi-

ger i.H. von 0% resultierte. Basierend auf der ermittelten Befriedigungsquote konnte eine Einigung mit den Anleihegläubigern erzielt werden, die maßgeblich dafür war, sämtliche Gesellschaften der Gruppe außerhalb der Insolvenz zu halten.

5. Ausblick

Die anhaltend angespannte weltwirtschaftliche Lage sowie eine sich zunehmend eintrübende wirtschaftliche Lage in Deutschland führen zu einer steigenden Anzahl an Unternehmen, die unter Liquiditätsdruck geraten. Dies betrifft zunehmend auch größere Unternehmen mit komplexen gesellschaftsrechtlichen Strukturen sowie komplexeren Finanzierungsformen. Demnach sind die Stakeholdergruppen breiter diversifiziert, was eine Verhandlungslösung zunehmen schwieriger macht.

Die Rückkehr zum zwölfmonatigen Betrachtungszeitraum für Fortbestehensprognosen (vier-monatiger Betrachtungszeitraum im SanInsKG) stellt die Unternehmen und ihre Organe vor zusätzliche Herausforderungen in unsteten Zeiten. Folglich ist die Hinzuziehung eines unabhängigen, neutralen Experten zur rechtssicheren Feststellung des Status-Quo grundsätzlich ebenso ratsam wie für die Auslotung von Handlungsalternativen, unabhängig von der Unternehmensgröße.

Diversifizierte Geschäftsmodelle, zunehmende Unternehmensgrößen und damit einhergehend oftmals mehrstufige Unternehmensstrukturen führen jedoch zu einer höheren Komplexität bei der Analyse der Sachzusammenhänge. Erschwerend kommt hinzu, dass mit zunehmender Größe und Internationalität i. d. R. diversifizierte Finanzierungsstrukturen und kleinteiligere Stakeholderstrukturen vorzufinden sind. Eine Verhandlungslösung ist erforderlich.

Dafür ist eine objektivierte zahlen-, daten- und faktenbasierte Entscheidungsgrundlage zwecks Erzielung einer konsensualen Lösung unabdingbar. In solchen Fällen ist die Zuhilfenahme eines erfahrenen, unabhängigen Experten geboten, der mittels der zu erstellenden Insolvenzquotensimulation eine objektivierte Entscheidungsgrundlage und Transparenz schafft, auf deren Basis die Stakeholder einen Konsens erzielen können.