

§§ 217-359 InsO (mit Art. 103a-110 EGInsO), Insolvenzsteuerrecht

5. Auflage 2026
ISBN 978-3-406-81063-3
C.H.BECK

schnell und portofrei erhältlich bei
[beck-shop.de](https://www.beck-shop.de)

Die Online-Fachbuchhandlung [beck-shop.de](https://www.beck-shop.de) steht für Kompetenz aus Tradition. Sie gründet auf über 250 Jahre juristische Fachbuch-Erfahrung durch die Verlage C.H.BECK und Franz Vahlen.

[beck-shop.de](https://www.beck-shop.de) hält Fachinformationen in allen gängigen Medienformaten bereit: über 12 Millionen Bücher, eBooks, Loseblattwerke, Zeitschriften, DVDs, Online-Datenbanken und Seminare. Besonders geschätzt wird [beck-shop.de](https://www.beck-shop.de) für sein

umfassendes Spezialsortiment im Bereich Recht, Steuern und Wirtschaft mit rund 700.000 lieferbaren Fachbuchtiteln.

dagegen erfahrungsgemäß auf rund die Hälfte. Daher muss den Gläubigern und Beteiligten dargelegt werden, wie sie bei Fortführung auf der Grundlage eines Insolvenzplans in ökonomischer Hinsicht gegenüber der Liquidation gestellt sein würden. Aber auch das Insolvenzgericht muss auf dieser Grundlage seine Entscheidung über Fortführung oder Liquidation treffen können. Das bedeutet für das Insolvenzgericht konkret die Lösung der Frage, ob eine Ablehnung oder eine Bestätigung des Insolvenzplans zu erfolgen hat. Insofern wird auf diesen Teil des Insolvenzplans aus der Sicht des Planerstellers (Schuldner oder Insolvenzverwalter) das wesentliche Augenmerk zu lenken und daher mit besonderer Sorgfalt zu gestalten sein, um die Erfolgsaussichten der Annahme des Insolvenzplans zu erhöhen.

I. Sanierung des Unternehmensträgers

1. Beurteilung der Fortführungsfähigkeit. Für die **Gläubiger** stellt sich die Frage, ob bei **38** Fortführung durch Sanierung des Unternehmensträgers für sie Vorteile gegenüber einer sofortigen Liquidation entstehen würden. Grundlage der Beurteilung der **Fortführungsfähigkeit**, also der **Sanierungsfähigkeit**, wird das Vermögensverzeichnis sein, das der Insolvenzverwalter nach § 151 Abs. 1 zu erstellen hat, und in dem jeder Gegenstand mit dem Liquidationswert und – bei geplanter Fortführung – mit dem Fortführungswert anzugeben ist (§ 151 Abs. 2).³⁶

Hinsichtlich der Beurteilung der Fortführungsfähigkeit des insolventen Unternehmens besteht **39** dabei das grundsätzliche Problem, dass es sich in der Mehrzahl um Unternehmen mit **mangelhafter Eigenkapitalrentabilität** handelt, deren Erträge gegenüber den Aufwendungen unangemessen niedrig sind. Insofern wäre bei rationaler Betrachtung und im Interesse einer optimalen Kapitalallokation die **Liquidation**, also die Stilllegung und Beendigung der Tätigkeit dieses unrentablen Unternehmens die einzig richtige ökonomische Konsequenz: Das Kapital könnte in eine gesamtwirtschaftliche und auch betriebswirtschaftlich günstigere, also effizientere Verwendung transformiert werden, die dann zu (höheren) Periodenüberschüssen führen würde. Diese ausschließlich **finanzwirtschaftlich** orientierte Zielsetzung muss allerdings ergänzt werden um eine **soziale Komponente**, deren Ziel in der Regel darin besteht, Arbeitsplätze zu erhalten und den Beschäftigten Einkommen aus Arbeitstätigkeit zu gewährleisten. Unter diesem Aspekt erhebt sich die Frage nach der **Fortführungswürdigkeit** des Unternehmens.

Aber auch unter dem Aspekt des Interesses des **Schuldners**, der **drohende Zahlungsunfähigkeit** **40** **37** als Eröffnungsgrund des Insolvenzverfahrens in Anspruch nimmt, kann durchaus Fortführungswürdigkeit in Frage kommen, und zwar dann, wenn er sich sozusagen einen Spielraum für die **Rekonstruktion** seines Unternehmens verschafft (und damit in Einklang mit Interessen der **Gläubiger** stehen kann): Er nutzt die Möglichkeit, über einen Insolvenzplan einen vorübergehenden, erheblichen Liquiditätseingpass zu überbrücken und/oder dessen Ursachen zu beseitigen (um dann später wieder den Antrag auf Eröffnung des Insolvenzverfahrens gem. § 13 Abs. 2 zurückzunehmen und aus dem Schutz des Insolvenzverfahrens entlassen zu werden).

Um die Erfolgsaussichten der Fortführung des Unternehmensträgers beurteilen zu können, ist **41** es notwendig, summarisch zu prüfen, inwiefern die **Haupteinflussfaktoren**, die für Sanierungen relevant sind, sich positiv entwickeln werden. Im Einzelnen kann es sich dabei um eine Bewertung³⁸ der

- externen Rahmenbedingungen und deren Entwicklung (Markt- und Absatzpotential, Wettbewerbssituation),
- internen Erfolgspotenziale und deren Ausschöpfungsmöglichkeiten, wie zB
 - der Ressourcen betrieblicher Art (Kernkompetenzen, Produktionsprogramm, Produktionsverfahren, Produktionseinrichtungen, Qualifikation der Mitarbeiter),
 - der Organisation und des Managements,
 - der Kostenstruktur und Kostensituation, und
 - zusätzlicher Finanzierungsquellen, die im Falle der Sanierung aktiviert werden könnten.

Auf dieser Grundlage wird dann zu entscheiden sein, ob schwerpunktmäßig eine **finanzielle** Sanierung, eine **organisatorische** Sanierung und/oder eine **kostensenkende** Sanierung im Sinne einer umfassenden Rationalisierung aller Betriebsbereiche in Betracht kämen. Zweifellos wird auch die Art des Unternehmens und seine Stellung innerhalb der Branche und im Wettbewerb am Markt für die Fortführungsentscheidung ebenso eine Rolle spielen wie die Rechtsform einschließlich der Bilanzierungserfordernisse sowie etwaiger Bilanzierungshilfen. **42**

³⁶ → § 151 Rn. 9 ff.

³⁷ → § 18 Rn. 53.

³⁸ Risse KTS Heft 4/1994, 465 (465 ff.).

- 43 **2. Bewertungsalternativen.** Im Rahmen einer **Vergleichsrechnung** ist den Beteiligten (und dem Insolvenzgericht) darzulegen, welche Ergebnisse bei Fortführung des Unternehmensträgers und bei Liquidation prognostiziert werden. Insofern ist die Bewertung der Insolvenzmasse sowohl zu Stilllegungs- (Liquidations-) als auch zu Fortführungswerten als Bewertungsalternativen unabdingbar. Daher sind die **Grundsätze** der Bewertung zu Stilllegungs- und Fortführungswerten im Folgenden vergleichend darzulegen.³⁹ Grundsätzlich ist in diesem Zusammenhang zu beachten, dass der darstellende Teil des Insolvenzplans an einem **erheblichen Mangel** leidet, wenn die Vergleichsrechnung mit mehreren Fehlern behaftet ist, die für die Gläubigerbefriedigung von Bedeutung sind.⁴⁰
- 44 **a) Stilllegungswert (Liquidationswert).** Der Wert von Vermögensgegenständen bei Stilllegung des Unternehmens kann als Liquidations- oder Zerschlagungswert bezeichnet werden. Aus diesen Bezeichnungen geht bereits hervor, dass der Stilllegungswert von Vermögensgegenständen von der Art der Verwertung auf dem **Absatzmarkt** abhängt, zumal sie nicht mehr entsprechend ihrer Zweckbestimmung im Betriebsprozess eingesetzt werden können. Die Verwertung kann darin bestehen, dass das Unternehmen in größeren Betriebsteilen verkauft oder durch Zerschlagung bis auf den letzten Vermögensgegenstand „versilbert“ wird. Welche Strategie der Liquidation auch immer gewählt wird, das Unternehmen verliert seine bisherige Identität, es erfolgt keine Fortführung, sondern eine mehr oder weniger weitgehende Zerschlagung nach erfolgter Stilllegung. Der Verkaufswert der zu liquidierenden Vermögensgegenstände der Insolvenzmasse hängt von den Marktgegebenheiten und dem angewandten Verfahren ab, und zwar unabhängig davon, ob es sich um eine öffentliche Ausschreibung und öffentliche Versteigerung oder ob es sich um nichtöffentliche Verkaufsverhandlungen und Verkaufsprozesse handelt. In jedem der Fälle erweist sich die Höhe des Liquidationserlöses als Ergebnis des Zusammenwirkens von **Marktsituation**, der angesprochenen **Zerschlagungsintensität** und von der **Zerschlagungsgeschwindigkeit** ab. In der Regel führen Liquidationsprozesse mit hohem zeitlichem Zerschlagungsdruck zu schlechteren Ergebnissen, also geringeren Liquidationserlösen, als dies bei ausreichendem Zeithorizont der Fall wäre. *Kuhn/Uhlenbruck* sprechen in diesem Zusammenhang von **Zerschlagungswerten** einerseits und von **Liquidationswerten** als einer milderen Form andererseits, wobei letztere „einer Liquidation unter normalen Umständen“⁴¹ entsprechen würden.
- 45 Insofern kann es auch **unterschiedliche Liquidationswerte** für den Ansatz im Vermögensverzeichnis geben. Welcher dieser Ansätze zum Tragen kommt, dürfte nach dem **Vorsichtsprinzip** zu beurteilen sein, zumal zu optimistische Liquidationswerte die Entscheidung über die Durchführung eines Insolvenzplanverfahrens idR negativ beeinflussen werden.
- 46 Hinsichtlich der Höhe der **Liquidationserlöse** zeigt die Praxis, dass sich in der Regel bei immateriellen Vermögensgegenständen, bei individuellen selbst erstellten Vermögensgegenständen und bei Halbfabrikaten sowie bei Fertigfabrikaten in Form von Einzelanfertigungen relativ geringe Liquidationserlöse ergeben, sofern sie überhaupt am Markt absetzbar sind. Daher gilt für Unternehmen, die über hohe Bestände derartiger Vermögensgegenstände verfügen, dass die Bewertung zu Liquidationswerten zu ungünstigeren Ergebnissen führen kann als dies bei einer Bewertung bei Fortführung des Unternehmens der Fall wäre.
- 47 Im Rahmen von **Vergleichsrechnungen** ist grundsätzlich zu berücksichtigen, dass im Falle der Liquidation **Verwertungskosten** entstehen, die gem. § 171 Abs. 2 entweder **pauschal** mit 5 % oder – sofern **tatsächlich höher** entstanden – mit den höheren tatsächlichen Kosten anzusetzen sind und insofern die entsprechenden Liquidationswerte **mindern**. Eine weitere Minderung des Liquidationserlöses ist für den Fall zu berücksichtigen, dass die Verwertung zu einer Belastung der Masse mit **Umsatzsteuer** führt (§ 171 Abs. 2 S. 3). Allerdings ist Umsatzsteuer auf den **Netto-Verwertungserlös** zu berechnen, während die Kosten der Verwertung (und die Feststellungskosten nach § 171 Abs. 1 in Höhe von 4 %) auf Basis des **Brutto-Verkaufserlöses** zu berechnen sind. Bei einem Verwertungserlös (brutto) von beispielsweise 500.000 EUR, einem pauschalen Verwertungserlös von 5 % und einem Umsatzsteuersatz von 19 % ergibt sich daher eine Belastung von **20,966 %**, wie folgende Beispielsrechnung zeigt:
- (1) Ermittlung des **Netto-Umsatzsteuersatzes** auf den Brutto-Erlös:

$$19\% \cdot \frac{100\%}{119\%} = 15,966\%$$

³⁹ → § 151 Rn. 9 ff.

⁴⁰ S. Leitsatzentscheidung BGH NZI 2018, 691 Rn. 34.

⁴¹ Kuhn/Uhlenbruck KO § 102 Rn. 6i.

(2) Ermittlung der Belastung des Verwertungserlöses (ohne Feststellungskosten):	
Verwertungskosten (5 %)	25.000 EUR
Netto-Umsatzsteuersatz (15,966 %)	79.830 EUR
	104.830 EUR

(oder 20,966 % von 500.000 EUR)

Allerdings könnten die Verwertungskosten entfallen, wenn der Insolvenzverwalter dem Gläubiger die Massegegenstände zur Verwertung überlässt (§ 170 Abs. 2). In diesem Fall verringert sich die Belastung auf die Umsatzsteuerzahlung von **15,966 %** auf den Brutto-Verkaufserlös (bzw. 19 % auf den Netto-Verkaufserlös).

b) Fortführungswert. Der Gesetzgeber hat den Begriff des Fortführungswertes im Sinne der InsO nicht definiert und deren Ermittlungsmodalitäten auch nicht im Ansatz näher bestimmt, so dass die **insolvenzrechtliche Fortführungsbewertung** Neuland betritt. Die Ermittlung eines Fortführungswertes auf der Basis von Methoden der Unternehmensbewertung erscheint nur im Falle der übertragenden Sanierung⁴² sinnvoll und realisierbar, so dass die Ermittlung von Fortführungswerten, die auf **einzelne** Vermögensgegenstände des Masseverzeichnisses zutreffen, auf andere Weise zu erfolgen hat. Dabei ist einschränkend darauf hinzuweisen, dass sich die Betriebswirtschaftslehre bislang mit dieser Problematik des deutschen Insolvenzrechts – wenn überhaupt – nur rudimentär beschäftigt hat.

Einen möglichen Ansatzpunkt für die Ermittlung einzelner Fortführungswerte könnte die handelsrechtliche Rechnungslegung bieten, zumal der **Grundsatz des Going Concern** als übergeordnetes Rechtsprinzip die handelsrechtliche Bewertung bestimmt: Die Bewertung der einzelnen Vermögensgegenstände ist an ihrer tatsächlich beabsichtigten (und rechtlichen) Verwendung bei Fortführung des (normalen) Unternehmensprozesses auszurichten (§ 252 Abs. 1 Nr. 2 HGB). Allerdings können diese **handelsrechtlichen Fortführungswerte** nicht unmittelbar als **insolvenzrechtliche Fortführungswerte** Verwendung finden, weil für die handelsrechtliche Bewertung entsprechend § 252 Abs. 1 Nr. 4 HGB zusätzliche Wertmaßstäbe bzw. Einschränkungen aufgrund des Gebots der vorsichtigen Bewertung in Form des Realisationsprinzips, des Imparitätsprinzips sowie des Niederstwertprinzips (bei Aktiva) und des Höchstwertprinzips (bei Passiva) zu beachten sind.

Als Maßstab für die **insolvenzrechtliche Fortführungsbewertung** ist daher für einzelne Vermögensgegenstände von einem Fortführungswert im Sinne eines **Rekonstruktionswertes**⁴³ auszugehen, der sich an den Preisen auf dem **Beschaffungsmarkt** orientiert und die Fortführung des Unternehmens als Ganzes berücksichtigt.

Das bedeutet, dass Gegenstände des **Anlagevermögens**, die handelsrechtlich aufgrund der Beachtung des **Anschaffungswertprinzips** (als Ausprägung des Realisationsprinzips) erheblich unterbewertet waren (zB Grundstücke, Gebäude, Beteiligungen) mit einem **höheren Wert** im Insolvenzplan angesetzt werden können, zumal das Prinzip der kaufmännischen Vorsicht in diesem Zusammenhang unbeachtlich sein muss.

Insbesondere bei **Grundstücken** wird eine Auflösung stiller Reserven sichtbar werden, wenn die Fortführungsbewertung zu (aktuellen) Beschaffungspreisen und nicht zum historischen Anschaffungswert erfolgt. In diesem Zusammenhang wird auch zu prüfen sein, welche Grundstücke, an denen Gläubiger idR. Absonderungsrechte geltend machen können, weiterhin für die Betriebsfortführung unabdingbar sind. Ist dies der Fall, kann der Insolvenzverwalter den Einbezug dieser Grundstücke in das Insolvenzplanverfahren fordern.

Allerdings kann die insolvenzrechtliche Fortführungsbewertung bei Gegenständen des **Anlagevermögens** aber auch zu **Abwertungen** einzelner Vermögensgegenstände der Insolvenzmasse führen, die handelsrechtlich höher bewertet waren, wenn die Preise auf den Beschaffungsmärkten niedriger sind. Dies kann vor allem dann der Fall sein, wenn sich das Unternehmen bereits seit einiger Zeit in einer Krisensituation befunden hat und zur Verbesserung des Bilanzbildes im Sinne eines Window Dressing durch Übergang von der degressiven Abschreibung auf die lineare Abschreibung eine Erhöhung des Bestandes der Aktiva auf legalem Wege durch Wahrnehmung der handelsrechtlichen Bewertungswahlrechte vorgenommen hat. Dasselbe gilt für den Fall, dass der Schuldner in der Handelsbilanz sogar für eine Aktivierung geringwertiger Wirtschaftsgüter gesorgt und dadurch zwar eine gewisse Verbesserung des Bilanzbildes erreicht hat, jedoch eine Bereinigung der Krisenursachen damit nicht gelungen ist, sondern diese vielmehr verdeckt worden sind.

Die Bewertung von Gegenständen des **Umlaufvermögens** nach Maßstäben insolvenzrechtlicher Fortführungsbewertung kann und wird gegenüber den handelsrechtlichen Bewertungsgepflo-

⁴² → R.n. 68 ff.

⁴³ WP-HdB 1992, Bd. II, F 365 ff.; idS auch Bork R.n. 92; kritisch dazu Burger/Schellberg BB 1995, 261 ff.

genheiten grundsätzlich zu **höheren** Wertansätzen führen, und zwar vorzugsweise in folgenden Fällen:

- Bewertung der **Rohstoffe** zu Tageswerten des Beschaffungsmarktes (ohne „Deckelung“ durch den historischen Anschaffungswert als Obergrenze);
- Bewertung der **Halbfabrikate** entsprechend dem Stand der Bearbeitung zu aktuellen Selbstkosten;
- Bewertung der **Fertigfabrikate**, die schlechte Marktgängigkeit aufweisen, zu aktuellen Selbstkosten;
- Bewertung von **Hilfs- und Betriebsstoffen** zu Tageswerten des Beschaffungsmarktes (ebenfalls ohne „Deckelung“ durch handelsrechtliche Wertobergrenzen).

55 Da das Krisenunternehmen zum Zeitpunkt der Planerstellung allerdings keine angemessene Umsatzrendite erzielen kann, sind die oben dargelegten Ansätze für die Selbstkosten in der Weise zu reduzieren, dass die Bewertung **verlustfrei** erfolgt. Das bedeutet, dass die erwarteten Verluste in **reduzierten Selbstkostenansätzen** berücksichtigt werden können (und sollten).

56 Aktiva und Passiva, die **nicht selbständig veräußerbar** sind, wie zB die Kosten für die Ingangsetzung des Geschäftsbetriebs und dessen Erweiterung (§ 269 HGB), das aktivierte Disagio aus Finanzierungen (§ 250 Abs. 3 HGB) oder der derivative Firmenwert (§ 255 Abs. 4 HGB), die zwar in der HGB-Fortführungsbilanz aktivierungsfähig sind, werden jedoch in der Regel mangels eines entsprechenden Preises am Beschaffungsmarkt bei insolvenzrechtlicher Fortführungsbewertung als Bilanzierungshilfen **nicht ansatzfähig** sein.

57 **3. Erforderliche Maßnahmen zur Verbesserung der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage.** Da im Falle der Sanierung des Unternehmensträgers die Gläubiger auf eine Liquidation zugunsten der Fortführung (vorerst) verzichten (und ggf. sogar noch Insolvenzkredite zur Fortführung gewähren bzw. diesen Kreditaufnahmen zustimmen) müssen sie in die Lage versetzt werden, durch Kenntnis insbesondere über die künftige Ertragslage einem entsprechenden **Sanierungsplan** zustimmen zu können. In der Regel wird im Plan daher darzulegen sein, welche Maßnahmen zur Verbesserung der Vermögenssituation einerseits und der Finanz- und Ertragslage andererseits zu treffen sind. Ergänzt wird diese Darlegung durch die von § 229 geforderte Darstellung der Wirkungen, die sich bei Wirksamwerden des Plans im Zeitablauf ergeben.⁴⁴ Dem darstellenden Teil ist diese als **Anlage** beizufügen. Der Zweck der Darlegung der erforderlichen Eingriffe in die Vermögens-, Finanz- und Ertragsituation besteht darin, den Gläubigern/Beteiligten und dem Insolvenzgericht die Grundlage für eine sichere Beurteilung der Sanierungsfähigkeit des Unternehmens zu liefern und zu gewährleisten, dass die **Erfüllbarkeit** des Sanierungsplans einigermaßen sicher beurteilt werden kann. Besonderes Augenmerk ist auf die Sicherstellung der Zahlungsfähigkeit des fortgeführten Unternehmens zu legen. Alle Eingriffe und ihre Auswirkungen sind ausführlich darzustellen.

58 Im Einzelnen werden insbesondere **Eingriffe und Maßnahmen** zu detaillieren sein, die zeigen,

- wie die Ertragskraft des Unternehmens wiederhergestellt werden kann,
- welche personellen und organisatorischen Regelungen zu treffen sein werden,
- welche Umsatzchancen prognostiziert und realisiert werden, und
- wie die (Überbrückungs-)Finanzierung erfolgen soll.

59 Von besonderer Bedeutung sind in diesem Zusammenhang Eingriffe in die **Vermögenssituation**, die die absonderungsberechtigten Gläubiger im Hinblick auf die Verwertung von unbeweglichen Gegenständen betreffen. Es geht dabei um die Frage, ob der Verwalter Grundstücke zur unmittelbaren Verwertung an absonderungsberechtigte Gläubiger freigibt oder beim Insolvenzgericht entsprechend § 165 die Zwangsverwaltung (oder Zwangsversteigerung) betreiben möchte. Die Konsequenz aus der **Zwangsverwaltung** besteht dann darin, dass den betreffenden absonderungsberechtigten Gläubigern die geschuldeten laufenden Zinsen aus der Insolvenzmasse zu zahlen sind, was eine Fortsetzung des Kreditverhältnisses bedeutet und sich auf die Ertragslage entsprechend auswirken wird. Daher ist in diesem Fall zu zeigen, durch welche Eingriffe in die Ertragslage, diese Zahlungen sichergestellt werden können.

60 Ohne Zweifel bedeuten derartige Eingriffe in die Vermögenssituation Auswirkungen auf die Gestaltung der Rechte der Gläubiger. Es können sich aber auch Änderungen insofern ergeben, als die absonderungsberechtigten Gläubiger nicht mehr voll, sondern nur noch **quotal** befriedigt werden können und sich insofern dem Status der Insolvenzgläubiger nähern oder diesen – zumindest mit dem ausgefallenen Teil angehören (§ 223 Abs. 2).

61 Darzulegen sind nicht zuletzt insbesondere Eingriffe in die **Ertragslage**, die zeigen, dass vor allem vermeidbare Kosten dauerhaft gesenkt und die erforderlichen Erlöse durch entsprechende Maßnahmen im Absatzbereich erhöht werden können.

62 **4. Schaffung der Grundlagen für die geplante Gestaltung der Rechte der Beteiligten.** Den Gläubigern, die dem Plan zustimmen sollen, und dem Insolvenzgericht, das für die Bestätigung

⁴⁴ → § 229 Rn. 11 ff.

des Plans zuständig ist, sind im darstellenden Teil auch die geplante Gestaltung der Rechte der Beteiligten (einschl. des Schuldners) in den Grundzügen darzulegen und die Bildung von Gruppen vorzubereiten.

a) Absonderungsberechtigte Gläubiger. Es wird sich empfehlen, bei Fortführung durch den Unternehmensträger im Sanierungsplan abweichend von § 223 eine Neubestimmung der Rechte der absonderungsberechtigten Gläubiger vorzusehen. Dabei ist möglich, dass den Insolvenzgläubigern dingliche Rechtspositionen eingeräumt werden sollen, beispielsweise dass die Forderungen im Plan gekürzt, für die gekürzten Forderungen aber Sicherheiten bestellt werden sollen. In diesem Zusammenhang ist auch die Änderung des § 925 Abs. 1 S. 3 BGB durch Art. 33 Nr. 26 EG zu sehen, die es ermöglicht, die Auflassung in einem rechtskräftig bestätigten Insolvenzplan zu erklären.

Dasselbe gilt für Änderungen sachenrechtlicher Verhältnisse (§ 228): Der Sanierungsplan könnte sich mit der Regelung ausschließlich **schuldrechtlicher Verhältnisse** begnügen und dabei auch bestimmte Rechte der absonderungsberechtigten Gläubiger berühren. Das wäre der Fall, wenn der Plan die Verpflichtung der absonderungsberechtigten Gläubiger zur Freigabe von Sicherheiten verbindlich festschreibt, sobald bestimmte Teilbeträge an diese bezahlt worden sind. Diese Regelung setzt allerdings Teilbarkeit von Sicherheiten voraus. Sofern derartige Regelungen nicht gewollt oder nicht möglich sein sollten, können Willenserklärungen der Beteiligten zur Begründung, Änderung, Übertragung oder Aufhebung von Rechten an **Sachen** – auch im Grundbuch eingetragenen Rechten an einem Grundstück – in den gestaltenden Teil des Insolvenzplans aufgenommen werden. Gleichgestellt sind dabei **Rechte**, die im Schiffsregister, im Schiffsbauregister oder im Register für Pfandrechte an Luftfahrzeugen eingetragen sind.

Soll vom Gleichbehandlungsgrundsatz des § 226 Abs. 1 abgewichen werden, so sind im Sanierungsplan grundsätzlich zustimmende Erklärungen jedes Betroffenen für die **Ungleichbehandlung** vorzusehen. Dasselbe gilt für zulässige **Barabfindungen** von Gläubigern, die dem Plan voraussichtlich nicht zustimmen werden. Dabei ist § 251 über den Minderheitenschutz zu beachten. Grundsätzlich besteht dabei die Gefahr, dass auf Antrag der (des) Minderheitengläubiger(s) die Bestätigung des Insolvenzplans versagt wird.

b) Insolvenzgläubiger. Für die **Insolvenzgläubiger** wird festzustellen bzw. zu ermitteln sein, in welchem Umfang die Fortführung zu Verminderungen ihrer Ansprüche gegenüber dem zu sanierenden Unternehmen im Vergleich zur sofortigen Stilllegung und anschließender Liquidation führen. Es wird aber auch darzulegen sein, inwiefern sich die Rechtsstellung der Insolvenzgläubiger bei erfolgreicher Fortführung verbessern kann. Insofern lässt sich Einfluss auf die Motivlage, der zur quotalen Befriedigung ihrer Forderungen aus der Insolvenzmasse berechtigten Insolvenzgläubiger nehmen.

Wesentliche Änderungen der Rechtsstellung werden in der Regel allerdings die **nachrangigen Insolvenzgläubiger** hinzunehmen haben, und dabei wiederum diejenigen Gläubiger, die kapitaleretzende Gesellschafterdarlehen (§ 39 Abs. 1 Nr. 5) dem insolventen Unternehmen gewährt haben. Denn für diesen Gläubigerkreis greift der Grundsatz des § 225 Abs. 1, demzufolge die Forderungen nachrangiger Insolvenzgläubiger als erlassen gelten, sofern der Insolvenzplan nichts anderes bestimmt. Sieht der Insolvenzplan abweichende Regelungen analog zum Vorgehen bei den Insolvenzgläubigern vor, so sind für jede Gruppe der nachrangigen Insolvenzgläubiger Angaben darüber zu machen, um welchen Bruchteil die Forderungen gekürzt, für welchen Zeitraum sie gestundet, wie sie gesichert oder welchen sonstigen Regelungen sie unterworfen werden sollen (§ 224).

II. Übertragende Sanierung (Betriebsveräußerung) auf der Grundlage eines Plans

1. Voraussetzungen. Betriebsveräußerungen können grundsätzlich in Form der Übertragung des gesamten Unternehmens an einen **neuen Rechtsträger** erfolgen oder in Form von Teil-Betriebsveräußerungen. Während im ersten Fall die Ermittlung des **rechnerisch erforderlichen Verkaufswertes** (Unternehmenswertes) aufgrund eigenständiger Bilanzierung des bisherigen Rechtsträgers mit Hilfe der von der Betriebswirtschaftslehre entwickelten Bewertungsverfahren – zumindest von der Datenlage her – keine größeren Probleme bereiten dürfte, wird das im zweiten Fall häufig nicht so sein: Da **Teilbetriebe** nicht selbständig bilanzieren, werden die entsprechenden rechnerischen Ermittlungen eines Verkaufswertes Schwierigkeiten bereiten.

Unabhängig davon, ob Gesamt- oder Teilbetriebsveräußerung im Rahmen übertragender Sanierung vorgenommen werden sollen, kann der rechnerisch ermittelte Verkaufswert nur ein Maßstab dafür sein, ob die am Markt erzielbaren Verwertungserlöse (**Markterlöse**) Ergebnis einer **korrekten Marktpreisbildung** sein können. Damit soll Missbräuchen, die in der Praxis bei übertragenden Sanierungen in Veräußerungen unter Wert bestehen, vorgebeugt werden. Insbesondere in Zusammenhang mit Management-Buy-Outs, bei denen das bisherige Management das (lebensfähige) Unternehmen übernimmt, könnten aufgrund der Interessenlage des übernehmenden Managements

derartige Veräußerungen unter Wert erfolgen, bei denen nicht der **volle Marktwert**, der in diesem Fall den **Fortführungswert** für das Unternehmen **als Ganzes** repräsentiert, als Erlös erzielt wird. Die Konsequenz für die Gläubiger des Schuldners (und auch für den Schuldner selbst) besteht bei Veräußerungen unter Wert darin, dass sie vom Erfolg der Sanierung zum Teil ausgeschlossen (weil unzulänglich befriedigt) werden. Auf der anderen Seite fließen in diesem Fall dem Erwerber, also dem auf- oder übernehmenden neuen Unternehmensträger vermögenswerte Sondervorteile zu, die mit dem Zweck des Insolvenzverfahrens unvereinbar sind.

70 Missbräuche sind dagegen ausgeschlossen, wenn der **volle Markterlös** (Fortführungswert) des Unternehmens (oder des Betriebes) in die **Insolvenzmasse** fließt. Daher war in § 181 Abs. 1 RegE vorgesehen, dass Betriebsveräußerungen an besonders Interessierte (Insider) nur auf der Grundlage eines Insolvenzplans zulässig sind. Der Rechtsausschuss hat allerdings diese Bestimmung in der Neuformulierung im Sinne einer erheblichen Vereinfachung und Verkürzung⁴⁵ gestrichen und die Betriebsveräußerung ohne Plan als **Verwertungshandlung** mit Zustimmung der Gläubigerversammlung zugelassen.⁴⁶ Insofern sind für die sanierende Übertragung zwei Wege gegeben, nämlich derjenige ohne Plan auf der Basis des § 162 Abs. 1 und der Weg über einen **Sanierungsplan**.

71 Bei übertragender Sanierung auf der Grundlage eines Plans besteht grundsätzlich der Vorteil, dass im Falle der Bestätigung des Übertragungsplans gegen die übertragende Sanierung selbst dann keine Bedenken bestehen können, wenn die vom neuen Unternehmensträger aufzubringenden Zahlungen hinter dem Erlös zurückbleiben sollten, der bei Einzelveräußerung des Schuldnervermögens erzielbar wäre.

72 **2. Bewertung.** Im Gegensatz zur Ermittlung der Fortführungswerte einzelner Massegegenstände im Falle der Sanierung des Unternehmensträgers⁴⁷ erfolgt bei übertragender Sanierung, die eine **Liquidation** bedeutet, die Ermittlung des Wertes des gesamten Unternehmens, des Betriebes oder des Teilbetriebes. In diesem Zusammenhang gilt der Grundsatz, dass bei Erwerb ganzer Unternehmen oder Teilen des Unternehmens, für die kein börsenmäßig festgestellter oder feststellbarer Marktwert existiert (zB weil ihre Anteile nicht verbrieft sind, wie bei GmbH-Anteilen das der Fall ist, oder im Falle von Aktien, die nicht börsenmäßig notiert sind), zur Ermittlung des Marktwertes anerkannte Verfahren der Unternehmensbewertung anzuwenden sind.⁴⁸

73 Der **Gesamtwert** eines Unternehmens kann einerseits durch Anwendung der nunmehr vorherrschenden **investitionsorientierten Bewertungsverfahren (Discounted Cash Flow-Verfahren – DCF-Verfahren)**, andererseits im Ausnahmefall mit Hilfe sog. **Praktikerverfahren**, die finanzwirtschaftliche Relevanz aufweisen (Ertragswert-, Substanzwert-, Mittelwertverfahren), geschätzt werden.

74 **a) Investitionsorientierte Bewertung.** Der Gesamtwert des Unternehmens wird aus der Sicht des Käufers auf der Basis nachhaltig erzielbarer **Free Cash-Flows (FCF)** und deren Diskontierung ermittelt. Die FCF sind jene Perioden-Zahlungsströme bzw. Zahlungsbestände, die den Kapitalgebern (Eigentümern und Gläubigern) zustehen. Im Falle der Bewertung von insolvenzbedrohten Unternehmen ist der sog. Entity-Ansatz anzuwenden. Auf der Basis von Plan-Bilanzen und Plan-GuV erfolgt die Ermittlung des künftigen operativen Cash-Flows (**OCF**) der einzelnen Perioden in der Weise, dass in einem ersten Schritt vom Plan-Periodenumsatz die zu dessen Erzielung erforderlichen Kosten abgezogen werden und so die Earnings before Interest and Taxes (EBIT) entstehen; in einem zweiten Schritt sind die EBIT um die zu zahlenden Ertragsteuern (T) zu verringern und diesem Betrag die Abschreibungen hinzuzufügen, also:

$$\text{OCF} = \text{EBIT} (1 - T) + \text{Abschreibungen}$$

Da der Term $\text{EBIT} (1 - T)$ den Net Operating Profit after Taxes (NOPAT) darstellt, kann die vorstehende Gleichung auch geschrieben werden als

$$\text{OCF} = \text{NOPAT} + \text{Abschreibungen}$$

Der Free Cash-Flow je Periode repräsentiert den Umfang des Cash-Flows des Unternehmens, der für die Investoren verfügbar ist, und zwar nachdem das Unternehmen alle operativen Bedürfnisse erfüllt hat und alle budgetierten Investitionen in das Anlage- und Umlaufvermögen erfolgt sind, also:

$$\text{FCF} = \text{OCF} - \text{Budgetierte Investitionen}$$

⁴⁵ Beratung BT § 181 RegE, S. 175 f.

⁴⁶ Beratung BT § 181 Abs. 1 RegE.

⁴⁷ → R.n. 48 ff.

⁴⁸ Eilenberger, Betriebliche Finanzwirtschaft, 7. Aufl. 2003, S. 216 ff.; Spremann, Valuation, 2004; Drukarczyk Unternehmensbewertung, 4. Aufl. 2003, S. 119 ff.; Münstermann, Wert und Bewertung der Unternehmung, in: Handwörterbuch der Finanzwirtschaft, 3. Aufl. 1967

Die auf die beschriebene Weise gewonnenen Perioden-FCF sind mit einem sachgerechten Kalkulationszinssatz auf den Betrachtungszeitpunkt abzudiskontieren. Dabei findet üblicherweise das **Konzept der gewogenen Kapitalkosten** Anwendung (Weighted-Average-Cost-of-Capital; **WACC**). Der Gesamtwert des Unternehmens ergibt sich daher durch Diskontierung der Perioden-FCF mit den WACC, die sich als Summe aus den gewichteten geplanten Eigen- und Fremdkapitalkosten ergeben. Dabei sind die geplanten Fremdkapitalkosten aufgrund der steuerlichen Anrechenbarkeit um die auf Unternehmensebene erzielbaren Steuererminderungen zu bereinigen:

$$WACC = i_{(e)} (1 - T_U) \cdot \frac{FK^{(M)}}{GK} + r_{EK} \cdot \frac{EK^{(M)}}{GK}$$

wobei: $i_{(e)}$ = vom Markt (Gläubiger, Investoren) erwarteter Fremdkapitalzins
 T_U = Steuersatz des Unternehmens
 $EK^{(M)}$ = Marktwert des Eigenkapitals (Unternehmenswert)
 $FK^{(M)}$ = Marktwert des Fremdkapitals
 GK = Gesamtkapitalwert ($EK^{(M)} + FK^{(M)}$)
 r_{EK} = Rendite-Erwartungen der Eigentümer (Eigenkapitalgeber)

Auf dieser Grundlage ergibt sich der Unternehmensgesamtwert (UW) als Summe der Barwerte der diskontierten FCF der Detailprognoseperiode und des (diskontierten) Barwertes des Restwerts sowie des Barwertes des nicht betriebsnotwendigen Vermögens:

$$UW = \sum_{t=0}^n \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{RW}{(1+WACC)^t} + NBV$$

wobei: FCF = Free Cash Flow der Periode
 t = Periodenindex (0, 1, 2, ..., n)
 RW = Residualwert
 NBV = Barwert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens

Die Eigenkapitalkosten ergeben sich aus den Rendite-Erwartungen der Eigenkapitalgeber und werden in der Regel kapitalmarkttheoretisch über das **Capital Asset Pricing Model (CAPM)**⁴⁹ ermittelt:

$$r_{EK} = r_f + (r_m - r_f) \beta_i$$

wobei: r_{EK} = Eigenkapitalrentabilität des Unternehmens i
 β_i = Beta-Faktor des Unternehmens i
 r_m = Marktrendite
 r_f = risikofreier Zinssatz

Die CAPM-Gleichung zeigt, dass die Eigenkapitalrentabilität des Unternehmens i abhängt von der Höhe des risikofreien Zinssatzes (zB von Staatspapieren), der Marktrendite des Kapitalmarkts (der durch einen repräsentativen Index (zB DAX-Rendite) und dem Beta-Faktor (als Ausdruck des individuellen Risikos von Unternehmen i), wobei die Beta-Werte von Null (Staatspapiere) über Beta=1 (mittleres Risiko) bis zu höheren Beta-Werten (korrespondierend zu den höheren erwarteten Erträgen) reichen.

Für die Ermittlung des Unternehmensgesamtwertes ist schließlich noch erforderlich, die prognostizierten Werte für die Perioden-FCF bezüglich ihres Planungshorizonts zwischen den FCF einer Detailplanungsperiode, in der die FCF für einen Zeitraum von fünf bis sieben Jahren möglichst exakt geplant werden, und einer Folgeperiode zu unterscheiden, für die ein Restwert (RW) planerisch ermittelt wird. In der Regel wird bei **unbegrenzter Nutzungs-** bzw. **Fortführungsdauer** der Restwert als **Fortführungswert** im Sinne einer ewigen Rente angesehen, also

$$RW = \frac{\overline{FCF}_{T+1}}{WACC}$$

wobei: T = Dauer des Detailprognose-Zeitraums.

Im Falle **begrenzter Nutzungsdauer** würde der Restwert als **Liquidationswert** aufzufassen sein, so dass der konstante FCF mit dem Rentenbarwertfaktor zu multiplizieren wäre. Der Liquidati-

⁴⁹ Eilenberger, Betriebliche Finanzwirtschaft, 7. Aufl. 2003, S. 233 ff.

onswert erweist sich dabei als Barwert der Nettoerlöse, die sich entweder zum Zeitpunkt der Liquidation oder die sich innerhalb eines Liquidations-Zeitraumes aus den geplanten Liquidationen aus der Veräußerung der Vermögensgegenstände abzüglich der Schulden und Liquidationskosten sowie der Ertragsteuern auf den Liquidationsgewinn ergeben:

$$RW = \overline{FCF}_{T+1} \cdot \frac{(1 + WACC)^n - 1}{WACC (1 + WACC)^n}$$

Auf dieser Grundlage ergibt sich der **Unternehmensgesamtwert (UW)** als

$$UW = \sum_{t=0}^n \frac{FCF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{RW}{(1 + WACC)^t} + NBV$$

wobei: FCF = Free Cash Flows (Finanzielle Überschüsse nach Steuern, jedoch vor Zinsen)
 t = Periodenindex (0, 1, 2, ..., n)
 RW = Residualwert
 NBV = Barwert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens

75 **b) Ertragswertverfahren.** Der Gesamtwert des Unternehmens bestimmt sich durch **Kapitalisierung** der zu erwartenden (durchschnittlichen) Gewinne (G), die als **Renten** aufgefasst und auf den Gegenwartswert abdiskontiert werden (**mathematische Berechnungsmethode**). Dagegen fasst die **kaufmännische Berechnungsmethode** den Gewinn nicht als Zeitrente auf, sondern als **ewige Rente**, dh als Zins der investierten Finanzmittel, die jährlich für unbegrenzte Dauer Einkommen abwerfen. Die Berücksichtigung des **allgemeinen Unternehmerrisikos** kann im Rahmen der Ertragswertermittlung entweder in Form eines Abschlages vom erwarteten Erfolg (**Ergebnis-Abschlagsmethode**) oder in Form eines Zuschlages auf den (notwendigen) Kapitalisierungszinssatz (**Zinszuschlagsmethode**) erfolgen.

76 **c) Substanzwertverfahren.** Der Substanzwert stellt nach traditioneller Auffassung die Summe der Reproduktionswerte des betriebsnotwendigen Vermögensteils abzüglich der Schulden des Unternehmens dar. Hinsichtlich des Umfangs des Einbezugs von Vermögensteilen in die Substanzwertermittlung kann zwischen einem **Gesamtproduktionswert** (mit den Alternativen Gesamtproduktions-Neuwert oder -Altwert), einem **Teilproduktionswert** (mit den Alternativen Teilproduktions-Neuwert oder -Altwert) und einem **Liquidationswert** (Liquidationsnettoerlös) unterschieden werden. Da der Erwerber eines Unternehmens im Allgemeinen von der Überlegung ausgeht, welchen Ertragswert (= Zukunftserfolgswert) dieses für ihn besitzt, kann unter finanzwirtschaftlichen Zielsetzungen der **Teilproduktions-Altwert** als Substanzwert aufgefasst und als Vergleichswert für den Zukunftserfolg herangezogen werden.

77 **d) Mittelwertverfahren.** Dabei handelt es sich um ein Korrektur-Verfahren, das den Unsicherheiten, die der Ertragswert- und der Substanzwertermittlung anhaften, dadurch Rechnung tragen sollte, dass der Gesamtwert das arithmetische Mittel zwischen Ertrags- und Sachwert bildet. Dabei kann hinsichtlich des Ertragswertes seinerseits das arithmetische Mittel zwischen der mathematischen und der kaufmännischen Berechnungsmethode zu Grunde gelegt werden.

78 **e) Kombinierte Verfahren.** In der Praxis haben sich neben den unter a) bis d) angeführten Verfahren weitere Verfahren der Unternehmensbewertung herausgebildet, zB das Stuttgarter Verfahren⁵⁰ ua.

79 **3. Auswirkungen auf Rechte der Beteiligten.** Die allgemeinen Vorschriften über das Zustandekommen eines Insolvenzplans bieten eine vollwertige Legitimation übertragender Sanierungen (durch Liquidation des bisherigen Unternehmensträgers). Durch die Zustimmung der Mehrheiten, die interessengerechte Gruppenbildung, das Anrecht aller Gruppen auf angemessene Beteiligung an dem planmäßig erzielten **Fortführungsmehrwert** und den Schutz jedes einzelnen Beteiligten in Höhe des Liquidationswerts seiner Rechtsstellung ist sichergestellt, dass marktwidrige und dem Verfahrenszweck widersprechende Sondervorteile für einzelne Verfahrensbeteiligte vermieden werden. Beteiligte, die maßgeblich an dem neuen Unternehmensträger beteiligt oder wirtschaftlich interessiert sind, werden regelmäßig unter den Beteiligten gleichen insolvenzrechtlichen Ranges eine besondere Gruppe bilden; dadurch wird die Möglichkeit eröffnet, die finanzielle Stellung solcher Beteiligter hinsichtlich der Insolvenzmasse in dem Plan besonders, typischerweise ungünstiger als

⁵⁰ WP-HdB 1998, Bd. II, D 49 ff.