



# Das neue Sanierungsrecht

Kongresshaus, Zürich (1126.)

8. November 2013

# Das überzeugende Sanierungskonzept aus juristischer und betriebswirtschaftlicher Sicht

Dr. oec. HSG et lic. iur. Lukas Müller  
Markus Mühlemann, MA UZH



"It's not enough to just show up. You  
have to have a business plan."



# Krisenursachen und Vorgehen beim Sanierungskonzept

- Was ist die Ursache?
  - Liquiditätskrise?
  - Rentabilitätskrise?
  - Strategiekrise?
- Abhängig von den konkreten Krisenursachen muss die Sanierung – falls sie sich lohnt – individuell konzipiert werden und Vorschläge zur Problemlösung zeigen
- Systematisches Vorgehen bei der Problemanalyse und der Erstellung des Sanierungskonzepts wichtig!
  - Es ist Entscheidungsgrundlage für Share- und Stakeholder



# Zentrale Frage: Fortführung oder Liquidation?

- Historischer Ursprung des «Chapter 11» und verwandter Sanierungsrechte als Business Case:
  - Ausbau der Eisenbahnlinien in den USA im 19. Jahrhundert
  - Eisenbahnen hatten wegen Streckenbau und Gerichtsprozessen zu viel Fremdkapital
  - Verschiedene Interessen der Manager, EK- und FK-Geber, Arbeitnehmer, Passagiere, Frachtkunden, Lieferanten, Staat
  - FK-Geber stammten mehrheitlich aus Europa, teils bestanden Pfandrechte auf den Anlagen
  - Die restlichen Parteien waren in den USA
  - Ziel: Interessenausgleich zwischen den Parteien



## Zentrale Frage: Fortführung oder Liquidation?

- Anlage als Ganzes machte – abgesehen vom Schuldendienst – positiven Cash Flow
- Stückweise Verwertung und Wiederaufbau/-erwerb der Bahn und der Gleise wäre ineffizient gewesen
- Lösung war das «equity receivership»
  - Durch Fallrecht geschaffene Reorganisation statt Liquidation
  - Dem Grundprinzip nach wurde der Betrieb vom Gericht auf eine Auffanggesellschaft überführt
  - Fremd- und Eigenkapital der Auffanggesellschaft wurde den bisherigen Investoren der alten Gesellschaft zugewiesen



# Zweck der Sanierung

- Fortführung des Betriebes
  - Liquiditätssicherung, sonst: SchKG 190 I Ziff. 2
  - Überschuldung beseitigen (OR 725)
  - Rentabilität wieder herstellen
  - Vernünftige Aussichten auf eine nachhaltige Sanierung (BGer.)
- Rechtliche Sicht fokussiert stark auf Bilanz
  - Keine direkte Erwähnung des Cash Flow im Gesetz
- Rechtsfolge des fehlenden Sanierungszweckes:
  - Z.B. Anfechtbarkeit von GV-Beschlüssen (BGE 138 III 204, 210), Verantwortlichkeitsansprüche (OR 725 i.V.m. OR 754)



## Einige rechtliche Merkpunkte

- Der VR muss ein Sanierungskonzept haben:
  - Aufgabe des VR: OR 716a I Ziff. 1, 3, 6 und 7
  - VR muss insb. auch Sanierungskonzept in der OR 725-Situation haben und dieses der GV vorlegen (BGE 138 III 204, 210 f., OR 725)
  - Ist «Tool» um die Konkursverschleppung zu vermeiden; OR 725 i.V.m. OR 754
- Konzept soll insb. keine Sorgfalts- und Treuepflichten des Verwaltungsrates verletzen; OR 717

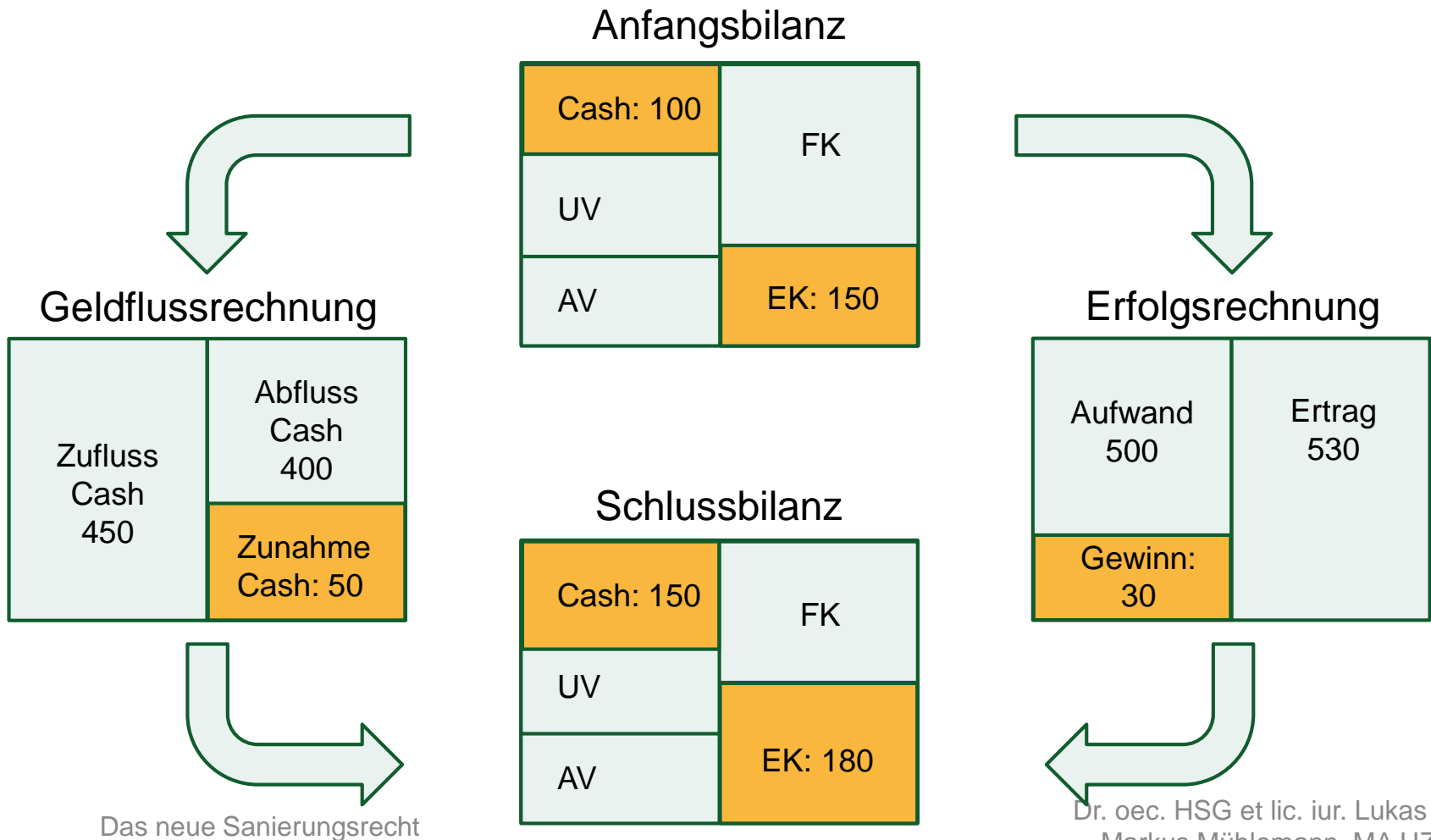


## Einige rechtliche Merkpunkte

Sanierungskonzept soll kein Strafrecht verletzen,  
insbesondere nicht:

- Gläubigerschädigung durch Vermögensverminderung;  
StGB 164
- Misswirtschaft; StGB 165
- Gläubigerbevorzugung; StGB 167
- Nachlasserschleichung; StGB 170

# Geldflussrechnung



Das neue Sanierungsrecht



# Geldflussrechnung

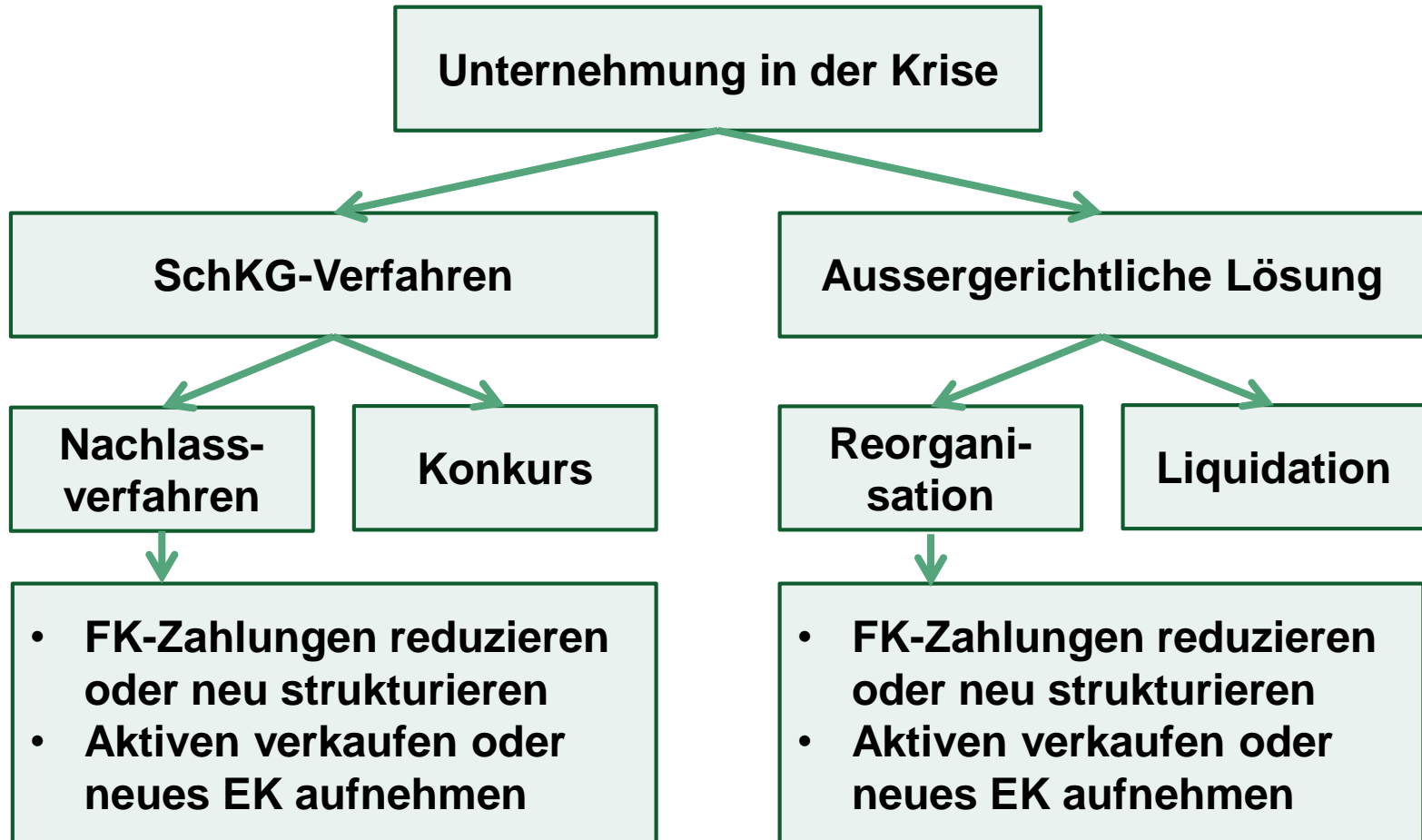
- **Cash Flow aus Betriebstätigkeit:**
  - + Einzahlungen von Kunden; sonstige Einzahlungen
  - Auszahlungen an Lieferanten und Mitarbeiter; sonstige Auszahlungen
- **Cash Flow aus Investitionstätigkeit:**
  - Auszahlungen für Sachanlagen, Finanzanlagen, immaterielle Anlagen
  - + Einzahlungen für Desinvestition in Sach- und Finanzanlagen sowie immaterielle Anlagen
- **Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit:**
  - + Einzahlungen aus Erhöhung von FK und EK
  - Auszahlungen aus Reduzierung von FK und EK
- Ergibt in der Summe die Veränderung der flüssigen Mittel



# Geldflussrechnung

- Ist für Unternehmensbewertung zentral
- Cash Flow ist objektiv messbar und kaum manipulierbar (auch nicht durch Abschreibungen etc.)
- Je grösser der betriebliche Cash Flow, desto besser kann der Betrieb künftige Forderungen begleichen
- Negativer betrieblicher Cash Flow heisst, dass der Betrieb mehr Geld ausgibt als er einnimmt
  - Problem: Finanzierung durch Aktiven-Verkauf (CF aus Desinvestition) oder EK-/FK-Aufnahme (CF aus Finanzierungstätigkeit) wird notwendig!

# Handlungsalternativen des Managements





# Empirische Befunde zur Sanierung von amerikanischen Unternehmen (Chapter 11)

- U.S.-Studien, da Daten vorhanden und sorgfältig analysiert; Chapter 11 ähnlich wie neues CH-Recht
- Idee: «Triage» von CH Business Cases erleichtern
- Empirie liefert wertvolle Hinweise für Erstellung, Umsetzung und Beurteilung von Sanierungskonzepten
- Erfolgsquote in den USA:
  - Nach einem Chapter 11 sind, je nach Messverfahren, 6% bis 12% der Unternehmen noch aktiv
  - Und 1/3 dieser «erfolgreichen» Unternehmen landen innerhalb weniger Jahre erneut im Chapter 11



# Empirische Befunde zur Sanierung von amerikanischen Unternehmen (Chapter 11)

Studien identifizieren drei typische Business Cases:

- Sehr grosse Unternehmen
- «Single Asset Real Estate» bei Immobilienkrisen
- Kleine und mittlere Unternehmen (KMU)\*

\* [KMU in den U.S. in der Untersuchungsperiode: ca. 83% der Unternehmen hatten im Durchschnitt weniger als 20 Mitarbeiter. Sie hatten US\$ 731'023 Vermögen und US\$ 462'848 Fremdkapital; Median: US\$ 320'971 Vermögen und US\$ 191'660 Fremdkapital]



# Empirische Befunde zur Sanierung von amerikanischen Unternehmen (Chapter 11)

## (1) Sehr grosse Unternehmen

- «Modellfall» für Chapter 11:
  - General Motors, Chrysler, Polaroid, Enron, Worldcom, Toys"R"Us, Eastman Kodak etc.
  - Airlines (jedoch oft «Chapter 22», subsequent bankruptcies)
- Sehr oft Verkauf des Betriebes an Auffanggesellschaft
  - **«Nachlassvertrag mit Vermögensabtretung»** mit rentablem Betriebsteil
- Erfolgversprechendste Sanierungsfälle, da genügend Ressourcen vorhanden, um Turnaround zu erreichen



# Empirische Befunde zur Sanierung von amerikanischen Unternehmen (Chapter 11)

## (2) «Single Asset Real Estate»

- Rendite-Liegenschaft mit einer Hypothek verliert wegen Marktentwicklung an Wert (z.B. in Immobilienkrise); Hypothek ist dann zu gross
- Neuverhandlung der Hypothek (Stundung oder Erlass der Zahlungen)
- Idee: Schuldner will Immobilie möglichst lange halten bis der Marktwert der Immobilie wieder grösser als die Hypothek ist
- Erfolgsquote: eher schlecht / kaum zuverlässige Daten



# Empirische Befunde zur Sanierung von amerikanischen Unternehmen (Chapter 11)

## **(3) Kleine und mittlere Unternehmen**

- Von allen scheiternden KMU wählten ca. 20% Chapter 11 → Rest: Konkurs oder sonstige Zwangsverwertung
- Die Unternehmen, die Chapter 11 wählten, scheiterten praktisch immer an:
  - Fehlender Liquidität
  - Schlechter oder gar nicht vorhandener Buchführung
  - Fehlendem Zugang zu neuem Investitionskapital
  - Unerfahrenheit, schlechtem Management
  - Verfahrenskosten und Beraterkosten zu gross



# Empirische Befunde zur Sanierung von amerikanischen Unternehmen (Chapter 11)

## (3) Kleine und mittlere Unternehmen

- Unternehmer wussten nicht was falsch lief und konnten kein überzeugendes Sanierungskonzept vorschlagen
- Ungefähr die Hälfte waren «Serial Entrepreneurs»
- Immerhin: zu schnell expandierende KMU (d.h. unnötige Aktiva vorhanden) am ehesten sanierbar
- Die **allermeisten** KMU-Chapter-11-Verfahren werden innert 3 bis 6 Monaten dem Konkursgericht überwiesen
- Sollten diese Unternehmer ihre Talente nicht schon früher anders und besser nutzen?



# Empirische Befunde zur Sanierung von amerikanischen Unternehmen (Chapter 11)

Wichtige Faktoren bei KMU und grossen Unternehmen:

- Verfahrensdauer möglichst kurz
- Unternehmen muss möglichst gross sein
- Möglichst viele Aktiva vorhanden
- Je geringere Verschuldung, desto besser
- Genügender betrieblicher Cash Flow nötig
- Möglichst wenige ungesicherte Gläubiger
  - einfachere Kooperation mit Gläubigern



# Empirische Befunde zur Sanierung von amerikanischen Unternehmen (Chapter 11)

Wichtige Faktoren bei KMU und grossen Unternehmen:

- Unternehmensspezifische Vermögenswerte?
  - Führte Veruntreuung o.ä. zur Krise? (Spezialfall!)
  - Grosse Rechtsfälle (Asbestfälle; «punitive damages»)
  - Dokumentation mangelhaft? (Insb. Chapter 11 Gesuch unvollständig?)
- Bei KMU macht es eher Sinn, die Vermögenswerte aus der Konkursmasse herauszukaufen und total neu zu starten!



# «Mise en place» für die Nachlassstundung

Vorbereitung ist wichtig, damit nicht Zeit verloren geht!

- Nachlassgesuch und Sanierungsplan
  - Anträge und Begründung; Entscheidungsgrundlage für Gericht
  - Was ist das Ziel des Nachlassverfahrens? Ordentliches Verfahren oder mit Vermögensabtretung? Auffanggesellschaft?
- Bilanz, Erfolgsrechnung und Liquiditätsplan
  - Nach OR 957 ff.; evtl. zusätzlich nach Regelwerk
  - Aktuelle und künftige Informationen: Fünfjahresprognose?
  - Liquiditätsplan für 1 Jahr; Monatsintervalle mit Ein- und Auszahlungen inkl. Ausweis d. Liquiditätslücke/-überschusses



# «Mise en place» für die Nachlassstundung

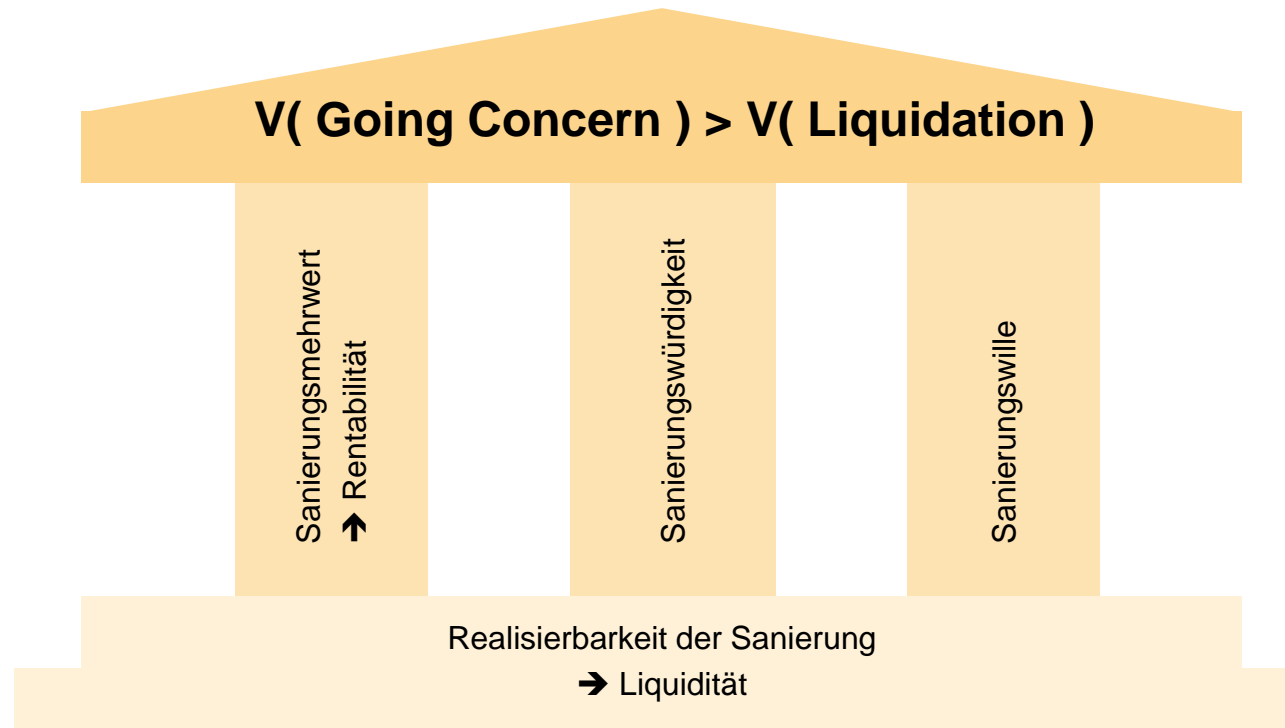
- Geldflussrechnung
  - In SchKG 293 nicht erwähnt
  - Evtl. unter «entsprechende Unterlagen» subsumierbar?
  - Wichtig wegen des Cash Flow; aktuellen und auch künftigen Cash Flow parallel zur Bilanz und Erfolgsrechnung darstellen
  - **Wer sanieren will, überzeugt eher, wenn er die Geldflussrechnung (insb. betrieblichen CF) auch zeigt!**
- (Für die definitive Stundung: Nachlassvertrag)
- Last but not least: **regelmässig Unterlagen updaten!**

# Bedingungen für Nachlassvertrag erfüllbar?

SchKG 306:

- Insb. Unternehmensbewertung und Cash Flow zeigen ob das Sanierungskonzept umsetzbar ist
- Masseverbindlichkeiten und privilegierte Gläubiger hinlänglich sichergestellt (Ausnahme: verzichtende Gläubiger)
- Beim ordentlichen Nachlassvertrag müssen EK-Geber auch einen «angemessenen Sanierungsbeitrag» leisten

# Voraussetzungen erfolgreicher Sanierung





# Aufbau Sanierungskonzept

- Analyse der aktuellen Situation
  - Ist vs. Soll
  - Erklärung der Abweichung
- Sanierungsmassnahmen
  - Liquidität
  - Rentabilität
- Finanzplanung & Bewertung
  - Plan-Erfolgsrechnung
  - Plan-Bilanz
  - Plan-Geldflussrechnung



# Analyse der aktuellen Situation

- IST – Aktuelle Situation der Unternehmung?

## Strategieanalyse

- Strategische Positionierung
- Marktumfeld
- Sortiment
- ...

## Operative Analyse

- Materialbewirtschaftung
- Produktion
- Prozesse i.A.
- ...

## Finanzanalyse

- Liquidität
- Vermögens- & Ertragslage
- Finanzierung
- ...

- SOLL – Was müsste die Unternehmung erreichen ...
  - ... um profitabel zu arbeiten
  - ... um Rendite vergleichbarer Unternehmungen zu erzielen
- Abweichung – Erklärung der aktuellen Situation



Erste Einschätzung: Turnaround realistisch Ja / Nein



# Sanierungsmassnahmen

## Kurzfristig: Liquiditätssicherung


- Bereits vor Sanierung anzugehen (1. Priorität)
  - Prov. Nachlassstundung / Definitive Nachlassstundung können Liquiditätsengpässe kurzfristig entschärfen
  - Weitere Massnahmen sofort einzuleiten
  - Massnahmen zur kurzfristigen Liquiditätsverbesserung:
    - Reduktion Liquiditätsabfluss (Ertragsoptimierung, Leasing statt Kauf, Einstellungs- und Investitionsstopp)
    - Erhöhung Liquiditätszufluss (Devestition, Vermietung, Lagerabbau)
- Liquidität im Sanierungskonzept
  - Liquiditätsplanung (Idealer Planungshorizont: 1 Jahr)
  - Sensitivitätsanalyse (Liquidität bei mässigem Geschäftsgang)



# Sanierungsmaßnahmen

## Mittelfristig: Rentabilitätsverbesserung

$$\frac{EBIT \uparrow}{Capital\ Employed \downarrow} = ROCE \uparrow$$



Erfolgsrechnung
Umsatz
COGS
Vertrieb
F&E
Verwaltung
Weitere
<b>EBIT</b>

Bilanz	
Aktiven	Passiven
UV	Nicht verz. FK
AV	Verz. FK
	EK
<b>Total Akt.</b>	<b>Total Pas.</b>





# Finanzplanung

- Ziel: Regelmässige Überprüfung des Sanierungsfortschrittes
- Bestandteile
  - Plan-Erfolgsrechnung
  - Plan-Bilanz
  - Plan-Cash-Flow, respektive Free Cash Flow
- Planungshorizont
  - Detailliert: 1 Jahr
  - Insgesamt: Min. 5 Jahre



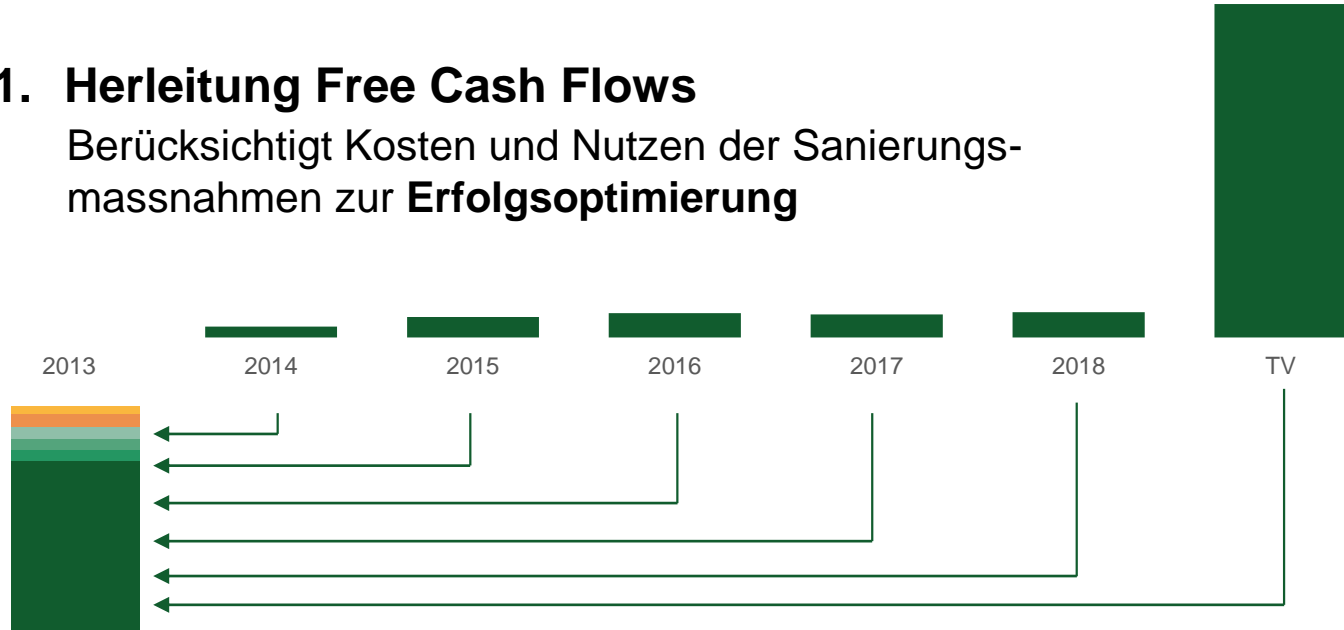
# Unternehmensbewertung

- Warum ist eine Unternehmensbewertung Teil des überzeugenden Sanierungskonzeptes?
  - Diskussionsbasis für jede M&A-Transaktion
  - Sicherstellen  $V(\text{Going Concern}) > V(\text{Liquidation})$
  - Setzt detaillierte Auseinandersetzung mit Annahmen voraus
- Ausgestaltung
  - Methoden-Pluralismus
  - Vorwärtsgerichtete Methodik
  - Methodenauswahl
    - **DCF-Variante** (EVA, APV, ...)
    - Zukunftsorientierte Comparables-Variante

# Methodik einfache DCF-Variante

## 1. Herleitung Free Cash Flows

Berücksichtigt Kosten und Nutzen der Sanierungs-  
massnahmen zur **Erfolgsoptimierung**



## 3. Unternehmenswert

$$\sum_{t=1}^T \left( \frac{FCF_t}{(1 + WACC_t)^t} \right) + \frac{FCF_T}{(1 + WACC_T)^T}$$

## 2. Berechnung Kapitalkosten & Diskontierung

Berücksichtigt Nutzen der Sanierungsmassnahmen  
zur **Kapitaloptimierung**

$$WACC = k_{EK} \frac{EK}{GK} + k_{FK} \frac{FK}{GK} (1 - \tau)$$



## Illustration DCF-Variante

	2014	2015	2016	2017	2018	TV
Umsatz	30'000	33'000	35'310	37'076	38'188	38'570
yoy		10.00%	7.00%	5.00%	3.00%	1%
- COGS	-25'500	-27'060	-28'248	-28'919	-28'641	-28'927
%Umsatz	0.85	82.00%	80.00%	78.00%	75.00%	75.00%
- Weitere Kosten	-900	-936	-964	-983	-1'003	-1'023
yoy		4.00%	3.00%	2.00%	2.00%	2.00%
EBIT	3'600	5'004	6'098	7'173	8'544	8'619
yoy		39.00%	21.86%	17.63%	19.11%	0.88%
- Steuern	-	-	-	-1'435	-2'136	-2'155
EBI	3'600	5'004	6'098	5'739	6'408	6'464
Abschreibungen	500	525	543	557	565	568
%Anlagevermögen	15%	15%	15%	15%	15%	15%
- Δ NUV	-200	-210	-217	-223	-226	-227
- Investitionen	-750	683	652	613	594	580
<b>FCF</b>	<b>3'150</b>	<b>6'002</b>	<b>7'076</b>	<b>6'685</b>	<b>7'341</b>	<b>7'385</b>
yoy		90.52%	17.90%	-5.52%	9.80%	0.60%

Kosten Eigenkapital	20.0%	18.8%	17.6%	17.0%	12.8%	11.0%
Kosten Fremdkapital	13.0%	11.0%	9.0%	8.0%	8.0%	8.0%
Kosten FK Adj.	13.0%	11.0%	9.0%	6.8%	6.0%	6.0%
Verhältnis EK/FK	33.3%	33.30%	50%	60%	70%	80%
<b>WACC</b>	<b>14.75%</b>	<b>12.95%</b>	<b>11.87%</b>	<b>10.63%</b>	<b>8.80%</b>	<b>8.22%</b>

Diskont	87.1%	77.2%	69.0%	62.3%	57.3%	67.4%
Diskontierte FCF	2'745	4'631	4'880	4'168	4'207	65'280

**Unternehmenswert (brutto)** 85'911

**TV/UW** 76.0%



# DCF - Sensitivitätsanalyse

$$UW_{Brutto} = \sum_{t=1}^T \left( \frac{FCF_t}{(1 + WACC_t)^t} \right) + \frac{FCF_T}{WACC_T - g} \frac{1}{(1 + WACC_T)^T}$$

		Rate ewiges Wachstum					
		0%	1%	2%	3%	4%	5%
WACC	10%	67'844	73'415	80'379	89'332	101'269	<b>117'982</b>
	12%	55'758	59'293	63'534	68'717	75'196	83'527
	14%	47'160	49'548	52'335	55'627	59'578	64'408
	16%	40'740	42'429	44'360	46'587	49'186	52'258
	18%	<b>35'769</b>	37'007	38'399	39'976	41'779	43'860



# Unternehmensbewertungen sind...

## ... nicht exakt

- Zukunftsprognosen auf Basis von Modellen
- Entscheidend ist die Plausibilisierung der Annahmen

## ... nicht unbiased

- Unternehmensbewertungen stark abhängig vom Ersteller und Auftraggeber
- Es gibt für jede Sichtweise überzeugende Argumente

## ... nicht besser, wenn die Modelle komplexer sind

- Entscheidend ist das Verständnis des Einflusses der Input-Daten auf die Bewertung
- Weniger komplexe Modelle sind einfacher zu verstehen und oft besser



# Valuation of «Distressed Companies»

- Unternehmensbewertung im «Chapter 11»
  - Bewertung unter dem Gesichtspunkt des Going Concern (Allenfalls «Emergence Risk Premium»)
  - Methoden-Pluralismus: Fokus auf DCF, zus. Comparable Companies & Comparable Transaction Multiples
  - TV auf Basis EBITDA-Multiple oder Gordon Growth Model
  - Kapitalkosten oft zentraler Streitpunkt
- Plausibilisierung
  - Mit vergleichbaren Firmen argumentieren
  - Ausgaben ohne direkte Überlebensnotwendigkeit bei Zahlungsschwierigkeiten oft nicht getätigt (z.B. Capex, Marketing,...)



## Fazit

- Konzept soll Probleme analysieren, Lösungen erarbeiten und Kontrolle der Umsetzung ermöglichen
- Konzept soll Liquidität sichern und anschliessend restliche Sanierungszwecke erreichen
- Nachlassverfahren ist eher für sehr grosse Unternehmen geeignet
- Für KMU-Unternehmer ist das Nachlassverfahren eher ungeeignet; KMU sollten rascher völlig neu starten
  - «Restschuldbefreiung» nach «Chapter 13» wünschenswert, damit Unternehmer (private Haftung!) nicht unnötig sanieren?



# Kontaktangaben

Dr. Lukas Müller  
Universität Zürich  
Rechtswissenschaftliches Institut  
UFSP Finanzmarktregulierung  
Rämistrasse 74 / 12  
8001 Zürich  
Lukas.Mueller@rwi.uzh.ch

Markus Mühlemann, MA UZH  
Bär & Karrer AG  
Brandschenkestrasse 90  
8027 Zürich  
Markus.Muehlemann@baerkarrer.ch