

Bachelorarbeit
im Bachelorstudiengang
Betriebswirtschaft
an der Hochschule für angewandte Wissenschaften Neu-Ulm

**Bilanzielle Restrukturierung durch Working Capital Management und
Kapitalstrukturmaßnahmen: Eine vergleichende Analyse der Sanierungspfade der BayWa
AG und Varta AG**

Erstkorrektor/-in: Prof. Dr. Steurer

Verfasser/-in: Nico Prestele (Matrikel-Nr.: 323033)

Thema erhalten: 02.04.2026

Arbeit abgegeben: 02.05.2026

Inhaltsverzeichnis

Bilanzielle Restrukturierung durch Working Capital Management und Kapitalstrukturmaßnahmen: Eine vergleichende Analyse der Sanierungspfade der BayWa AG und Varta AG

Bilanzielle Restrukturierung durch Working Capital Management und Kapitalstrukturmaßnahmen: Eine vergleichende Analyse der Sanierungspfade der BayWa AG und Varta AG	1
Inhaltsverzeichnis	I
Abbildungsverzeichnis	III
Tabellenverzeichnis	III
Abkürzungsverzeichnis	IV
1. Einleitung	5
1.1 Problemstellung und Relevanz	5
1.2 Zielsetzung der Arbeit	6
1.3 Forschungsfrage und Unterfragen	6
1.4 Methodik	7
2. Theoretische Grundlagen: Restrukturierung und Working Capital	8
2.1 Krisenphasen aus Sicht der Rechnungslegung	8
2.1.1 Krisendiagnose: Statusbestimmung und Ursachen	8
2.1.2 Die Erfolgs- und Liquiditätskrise in GuV und Bilanz	10
2.1.3 Insolvenzrechtliche Tatbestände	11
2.2 Grundlagen des Working Capital Management	12
2.2.1 Definition und Komponenten	12
2.2.2 Kennzahlen zur Steuerung	13
2.3 Strategische Bilanzsanierung durch Finanzinstrumente	14
2.3.1 Debt-Equity-Swap	14
2.3.2 Weitere Instrumente der bilanziellen Restrukturierung	15
2.3.3 Mezzanine Instrumente	17
3. Der regulatorische Rahmen für bilanzielle Sanierungsschritte	18
3.1 Das Sanierungskonzept (IDW S6)	18
3.1.1 Kernbestandteile nach IDW S6	18
3.1.2 Krisenanalyse und Kennzahlen zur Krisendiagnose	18
3.1.3 Sanierungsfähigkeit und Fortbestehensprognose	19
3.1.4 Sanierungsmaßnahmen und integrierte Planung	20
3.2 Das StaRUG-Verfahren	20
3.2.1 Zielsetzung und Zugangsvoraussetzungen	20
3.2.2 Der Restrukturierungsplan	20
3.2.3 Eingriff in Anteilsrechte und Kapitalschnitt	21
4. Unternehmensanalyse	21
4.1 BayWa	21
4.1.1 Krisenursachen	21
4.1.2 Bilanz- und Liquiditätsanalyse	22
4.1.3 Spezifische Herausforderungen im Working Capital	24
4.2 Varta	27
4.2.1 Krisenursachen	28
4.2.2 Bilanz- und Liquiditätsanalyse	28
4.2.3 Spezifische Herausforderungen im Working Capital	32
5. Analyse der Restrukturierungsmaßnahmen	34

5.1	Operative WCM-Maßnahmen	35
5.1.1	BayWa AG.....	35
5.1.2	Varta AG.....	36
5.2	Kapitalstrukturmaßnahmen	37
5.2.1	Desinvestitionen und Refinanzierung der BayWa AG	37
5.2.2	DES und StaRUG Verfahren der Varta AG	38
5.2.3	Fallvergleich: Kapitalerhöhung, Sale-and-Lease-Back, Rangrücktritt und Factoring ..	40
5.3	Mezzanine Instrumente im Fallvergleich.....	41
5.3.1	BayWa AG.....	41
5.3.2	Varta AG.....	42
5.3.3	Vergleichende Einordnung	43
6	Kritische Würdigung und Vergleich der Sanierungspfade	44
6.1	Effektivität der Working-Capital-Optimierung zur Liquiditätsgenerierung	44
6.1.1	Aktivaqualität als entscheidender Faktor	44
6.1.2	Krisenstadiumsabhängigkeit der WCM-Wirksamkeit	46
6.1.3	Systematische Grenzen: WCM im hochzinsigen Refinanzierungsumfeld.....	46
6.2	Nachhaltigkeit der Kapitalstrukturmaßnahmen.....	47
6.2.1	BayWa AG.....	47
6.2.2	Varta AG.....	48
6.2.3	Mezzanine Instrumente.....	49
6.3	Diskussion: Genügt operatives WCM oder sind radikale Bilanzschnitte unumgänglich	50
6.3.1	Die drei determinierenden Faktoren.....	50
6.3.2	Das Schwellenpunktmodell	51
6.3.3	Kritische Reflexion der Modellübertragbarkeit	51
7	Fazit.....	52
7.1	Zusammenfassung der Kernergebnisse	52
7.2	Beantwortung der Forschungsfragen.....	54
7.3	Ausblick	56
	Literaturverzeichnis	V

Abbildungsverzeichnis

Abb. 1: Unternehmensinsolvenzen in Deutschland 2019–2024 S. 1

Quelle: Statistisches Bundesamt (2025), Insolvenzen nach Jahren.

Abb. 2: CCC BayWa S. 25

Quelle: Eigene Berechnung auf Basis BayWa Konzernfinanzbericht 2020 bis 2024

Abb. 3: CCC Varta S. 32

Quelle: Eigene Berechnung auf Basis Varta Konzernfinanzbericht 2020 bis 2024

Tabellenverzeichnis

Tab. 1: Liquiditäts- und Kapitalstrukturkennzahlen der BayWa AG (2020–2024) S. 18

Quelle: Eigene Berechnung auf Basis BayWa AG Konzernfinanzberichte 2020–2024.

Tab. 2: Liquiditäts- und Kapitalstrukturkennzahlen der VARTA AG (2020–2024) S. 24

Quelle: Eigene Berechnung auf Basis VARTA AG Geschäftsberichte 2020–2024.

Abkürzungsverzeichnis

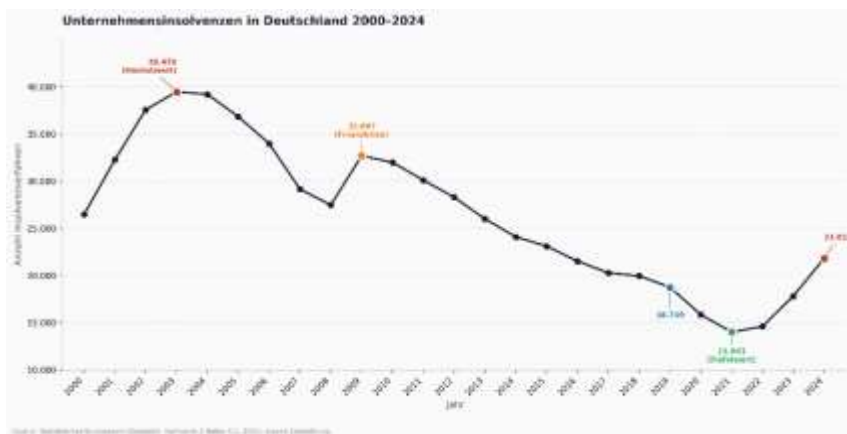
ABS	Asset Backed Securities
AG	Aktiengesellschaft
AV	Anlagevermögen
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGH	Bundesgerichtshof
CCC	Cash Conversion Cycle (Geldumschlagsspanne)
DES	Debt-Equity-Swap
DIH	Days Inventory Held (Vorratshaltungsdauer)
DPO	Days Payables Outstanding (Zahlungsziel für Verbindlichkeiten)
DSO	Days Sales Outstanding (Forderungslaufzeit)
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes (Ergebnis vor Zinsen und Steuern)
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen)
EK	Eigenkapital
FK	Fremdkapital
GK	Gesamtkapital
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
HGB	Handelsgesetzbuch
IBR	Independent Business Review
IDW S6	IDW Standard: Anforderungen an Sanierungskonzepte
IDW S11	IDW Standard: Beurteilung des Vorliegens von Insolvenzeröffnungsgründen
InsO	Insolvenzordnung
L.u.L	Lieferung und Leistung
StaRUG	Unternehmensstabilisierungs- und restrukturierungsgesetz
TWS	True-Wireless-Stereo-Headsets
WACC	Weighted Average Cost of Capital
WCM	Working Capital Management
UV	Umlaufvermögen

1. Einleitung

1.1 Problemstellung und Relevanz

Die aktuelle marktwirtschaftliche Lage ist von Volatilität, geopolitischen Konflikten sowie steigenden Kapitalkosten geprägt. Aufgrund dessen sehen sich viele Unternehmen mit existenziellen Krisenszenarien konfrontiert, welche eine ständige Hinterfragung des eigenen Geschäftsmodells sowie ihrer ökonomischen Fundamente erzwingen. Dieser Anpassungsdruck für Unternehmen resultiert aus einer Reihe von transformativen Faktoren wie disruptive Technologiesprünge, sich verkürzende Produktlebenszyklen und sich wandelnde Kundenbedürfnisse, welche die Resilienz vieler Unternehmensstrukturen gefährden. ¹ Für viele Marktteilnehmer werden tiefe Einschnitte aufgrund dieser konjunkturellen Aussichten und technologischen Veränderungen kaum zu vermeiden sein. Der Weg hin zu einer nachhaltigen Zukunftssicherung erfordert oftmals eine Restrukturierung, die über reine Kostensenkungsprogramme hinausgeht und zugleich eine strategische Transformation des Geschäftsmodells einleiten muss. ² Die zunehmende Instabilität schlägt sich deutlich nieder auf die Unternehmensinsolvenzen in Deutschland. So verzeichnete Deutschland im Jahr 2024 insgesamt 21.812 Fälle, was einen Anstieg von 22% zum Vorjahr entspricht. ³

Abbildung 1: Unternehmensinsolvenzen in Deutschland



Diese Entwicklung belegt, dass viele Unternehmen nicht mehr in der Lage sind, ihre Kapitalstruktur rechtzeitig an die veränderten Rahmenbedingungen anzupassen. Besondere Brisanz gewinnt diese Thematik durch die Fälle der Varta AG und BayWa AG, welche im Zentrum dieser Arbeit stehen. Denn beide Konzerne zeigen verschiedene Ausprägungen der modernen Unternehmenskrise an. Bei der BayWa

¹ Knecht et al. (2018), S. 4

² Roland Berger (2024), S. 1.

³ Statistisches Bundesamt (2025)

offenbart sich das Risiko einer zu hohen operativen Kapitalbindung mit der Kombination einer steigenden Zinslast. Hingegen zeigen sich die Grenzen bei Varta in der operativen Optimierung auf. Denn hier ist ein Stadium erreicht, welches nur noch durch radikale Maßnahmen im Rahmen des neuen Unternehmensstabilisierungs- und restrukturierungsgesetzes adressiert werden kann. Die wissenschaftliche Relevanz dieser Bachelorarbeit ergibt sich dadurch, dass die betriebswirtschaftliche Forschung zwar sowohl das WCM als auch Kapitalstrukturmaßnahmen wie den DES als Sanierungsinstrumente ausführlich behandelt, die situativen Bedingungen jedoch, unter denen das eine oder das andere Instrument geboten ist, bislang kaum systematisch untersucht worden sind. Die praktische Relevanz liegt in der Aktualität beider Sanierungsfälle sowie in der Tatsache, dass das StaRUG als vergleichsweise junges Instrument erst seit 2021 in Kraft ist und seine Wirkungsweise in der Unternehmenspraxis noch wenig empirisch dokumentiert ist.

1.2 Zielsetzung der Arbeit

Ziel dieser Bachelorarbeit ist es, zwei verschiedene bilanzielle Sanierungswege zu analysieren und zu veranschaulichen. Dabei stehen das Working Capital Management sowie strukturelle Kapitalstrukturmaßnahmen im Fokus, wie etwa der Debt-Equity-Swap oder mezzanine Finanzierungsinstrumente. Mit diesen Instrumenten soll eine nachhaltige finanzielle Stabilisierung des Unternehmens erreicht werden. Die Arbeit verfolgt in diesem Rahmen zwei konkrete Ziele. Zunächst soll gezeigt werden, wie WCM und finanzwirtschaftliche Restrukturierungsschritte in die regulatorischen Anforderungen des IDW S6 und des StaRUG eingebettet sind. Darauf aufbauend werden die Krisen der BayWa AG und Varta AG im Detail analysiert. Vor allem welche Fehlentwicklungen vorliegen und warum sich die beiden Unternehmen für so unterschiedliche Sanierungspfade entschieden.

1.3 Forschungsfrage und Unterfragen

Im Kern dieser Arbeit steht die Frage, wie wirksam operatives Working Capital Management und tiefgreifende Kapitalstrukturmaßnahmen jeweils als Sanierungsinstrumente sind sowie unter welchen situativen Bedingungen operatives WCM ausreicht und ab welchem Punkt strukturelle Kapitalmaßnahmen unumgänglich werden. Zur Beantwortung dieser Hauptfrage werden vier spezifische Unterfragen formuliert, die den inhaltlichen Kern der Analyse bilden sollen:

- Ursachenanalyse: Welche bilanziellen Fehlentwicklungen im Working Capital und in der Kapitalstruktur führten zur Existenzgefährdung bei der BayWa AG und der Varta AG?
- Operative Analyse: Welchen Beitrag leistet die Optimierung des Working Capital zur kurzfristigen Sicherung der Liquidität in der Sanierungsphase?
- Strukturelle Analyse: Inwiefern sind radikale Kapitalstrukturmaßnahmen notwendig, um eine bilanzielle Sanierung nachhaltig abzuschließen?
- Vergleichende Analyse: Welche situativen Ausgangsbedingungen determinieren, ob operatives WCM oder strukturelle Kapitalmaßnahmen als primäres Sanierungsinstrument geeignet sind?

1.4 Methodik

Um die Forschungsfrage zu beantworten, nutzt die vorliegende Bachelorarbeit ein zweistufiges methodisches Vorgehen. Zum einen wird die theoretische Basis durch umfassende Fachliteratur geschaffen, hierbei wird insbesondere auf Literatur im Sanierungsmanagement, Rechnungslegung sowie auf aktuelle Veröffentlichungen von Fachzeitschriften zurückgegriffen. Um den regulatorischen Anforderungen an Sanierungskonzepte gerecht zu werden, liegt der Fokus auf den Standards des Instituts der Wirtschaftsprüfer. Der empirische Teil dieser Arbeit ist als qualitativ vergleichende Fallstudienanalyse angelegt, die durch quantitative Analyseverfahren ergänzt wird. Da die Forschungsfrage auf ein Zusammenspiel situativer Bedingungen und Instrumentenwirkung abzielt, wurde hier die qualitative Fallstudienanalyse gewählt. Die Untersuchung der BayWa AG und der Varta AG stützt sich primär auf geprüften Geschäftsberichten sowie Konzernbilanzen und Kapitalflussrechnungen der Jahre 2020 bis 2024. Aufgrund der unterschiedlichen Sanierungsverläufe wird die Untersuchung bei der BayWa AG um einen Ausblick bis zum Jahr 2026 ergänzt, bei der Varta AG beschränkt sich die Analyse bis 2024 aufgrund des Delistings. Die beiden Konzerne wurden als Fallbeispiel ausgewählt, da sie unterschiedliche Krisentypen präsentieren, sowie denselben Betrachtungszeitraum haben. Um die objektive Vergleichbarkeit der beiden Unternehmen zu gewährleisten, werden im Rahmen der Analyse eigene finanzwirtschaftliche Berechnungen durchgeführt. Kennzahlen wie der CCC, Liquiditätsgrade sowie andere werden hier auf der Basis der Rohdaten aus der Rechnungslegung abgeleitet und im Branchenvergleich gegenübergestellt. Der Aufbau orientiert sich an einer logischen Struktur, so werden nach der Einleitung im zweiten Kapitel die theoretischen Grundlagen der Unternehmenskrise und der bilanziellen Sanierungsinstrumente erarbeitet. Das dritte

Kapitel konkretisiert den regulatorischen Rahmen, bevor im vierten Kapitel die detaillierte Analyse der Fallbeispiele erfolgt. In den Kapitel fünf und sechs werden die spezifischen Maßnahmen untersucht und in einem abschließenden Vergleich auf ihre Nachhaltigkeit hin evaluiert. Die Arbeit schließt im siebten Kapitel mit einer Zusammenfassung der zentralen Ergebnisse und der Beantwortung der Forschungsfragen ab. Die gewählte Methodik unterliegt zwei wesentlichen Einschränkungen. Die Ergebnisse erlauben eine Generalisierung, aber keine universellen Aussagen. Zweitens basiert die Arbeit generell auf öffentlich zugänglichen Primärquellen, wie dem Jahresabschluss.

2. Theoretische Grundlagen: Restrukturierung und Working Capital

2.1 Krisenphasen aus Sicht der Rechnungslegung

2.1.1 Krisendiagnose: Statusbestimmung und Ursachen

Bevor man sich mit konkreten Sanierungsmaßnahmen auseinandersetzt, sollte man den aktuellen Status des Unternehmens klar definieren. Dabei stehen zwei fundamentale Prüfungen im Vordergrund. Einerseits muss geprüft werden, ob bereits eine wirtschaftliche Überschuldung vorliegt, was dem §19 InsO entspricht. Andererseits muss festgelegt werden welchen Wert die Gläubiger bei einer Fortführung des Betriebs im Vergleich zu einer Liquidation überhaupt erwarten können, was die Grundlage der Sanierungswürdigkeit bildet.⁴ Ein zentrales Element dieser Diagnose ist das Rating. Das Rating gibt die Wahrscheinlichkeit einer Zahlungsunfähigkeit eines Unternehmens wieder und übersetzt diese in Bonitätsnoten. Unternehmen benötigen hier, je nach Ratingagentur, ein Rating von BBB- (S&P/Fitch) bzw. Baa3 (Moody's) oder besser, um als Investment-Grade eingestuft zu werden. Unternehmen, welches dieses Rating erzielen, werden vergleichsweise als risikoarm eingestuft. Ratings unter BBB- bzw. Baa3 sind sogenannte Speculative Grades oder auch Non Investment Grades, welche als risikoreicher eingestuft werden. Das Rating eines Unternehmens hat unmittelbare Auswirkungen auf die Finanzierungskosten. Da je höher das Rating, umso niedriger Finanzierungskosten bereitgestellt werden.⁵ Banken und Kapitalgeber stützen sich hierbei nicht nur auf harte Zahlen aus der Bilanz sowie aus der GuV, sondern beziehen auch qualitative Faktoren sogenannte Soft Facts

⁴ V. Leoprechting et al. (2018), S. 17 / IDW ES 6 n.F. (2011), Tz. 18.

⁵ Pape (2022), S. 206-208

mit ein. Zu den Soft Facts gehören etwa das Kontoführungsverhalten, die strategische Ausrichtung oder die Kompetenz der Geschäftsführung. Diese Indikatoren sind oft für externe Gläubiger entscheidend um das Risiko eines Investments richtig einschätzen zu können.⁶ Die Bonität wird durch eine Analyse des finanziellen Gleichgewichts ergänzt, welches die Basis für eine nachhaltige Zahlungsfähigkeit bildet. Unter dieser sogenannten dispositiven Liquidität versteht man die Fähigkeit, allen Zahlungsverpflichtungen jederzeit vollumfänglich nachzukommen. Weitere Kennzahlen, wie der operative Cashflow spielen eine tragende Rolle, bei der Bewertung der Hard Facts.⁷ Krisen sind meist schleichend, dennoch gibt es verschiedene Warnsignale, wie etwa den plötzlichen Ausfall wichtiger Kunden oder eine sinkende Kapazitätsauslastung. Zudem können auch finanzielle Symptome erste Anzeichen sein, wie schwindende Deckungsbeiträge oder eine negative Umsatzentwicklung. In der Regel führen verschiedene Faktoren dazu, dass ein Unternehmen in eine Krise gerät.⁸ Diese Einflussfaktoren lassen sich zwischen endogenen und exogenen Ursachen unterscheiden. Die häufigste endogene Ursache ist das Missmanagement, wie z.B. Kalkulationsfehler in der Auftragsplanung, sowie schlechte Markteinschätzung.⁹ Ergänzend zu diesen internen Fehlern können jedoch auch exogene Faktoren den Fortbestand des Unternehmens gefährden. Hier sind vor allem tiefgreifende strukturelle Brüche oder disruptive technologische Veränderungen im Marktumfeld zu nennen.¹⁰ Zudem können auch höhere Zinsen oder deutlich härtere Finanzierungsbedingungen, das Unternehmen gefährden.¹¹ Ein besonders kritischer externer Faktor ist zudem ein Mangel an Liquidität, der oft dann entsteht, wenn Kunden ihre Rechnungen gar nicht oder viel zu spät bezahlen. Das größte Hindernis ist oft nicht das Vorhandensein von Ursachen, sondern das rechtzeitige Erkennen der Krise was häufig an unzureichenden Informationssystemen oder einfach an menschlichen Wahrnehmungsmuster scheitert. Während strategische Krisen, wie etwa Marktanteilsverluste, noch sehr vage und schwer interpretierbar sind, wird die Bedrohung erst dann für alle Beteiligten unübersehbar, wenn sie die Liquidität erreicht. Sobald die Kennzahlen einbrechen, bleibt oft wenig Raum für eine sachliche Analyse, weil die Situation dann schon von subjektiven Ängsten und dem Zeitdruck der drohenden Zahlungsunfähigkeit geprägt ist.¹²

⁶ Knecht et al. (2018), S. 14-15

⁷ Guserl/Pernsteiner (2022), S. 194-200

⁸ Knecht et al. (2018), S. 14-15

⁹ Knecht et al. (2018), S. 146

¹⁰ Krystek/Moldenhauer (2021), S. 46-51

¹¹ Deutsche Bundesbank (2024), S. 25

¹² Krystek/Moldenhauer (2021), S. 142

2.1.2 Die Erfolgs- und Liquiditätskrise in GuV und Bilanz

Sobald eine Krise die Profitabilität eines Unternehmens erreicht, wird diese in der GuV unmittelbar sichtbar. Während strategische Versäumnisse oft noch verborgen bleiben, zeigt sich die Erfolgskrise hier primär durch einen Rückgang des operativen Ergebnisses (EBIT). Typische Warnsignale sind sinkende Umsatzerlöse und rückläufige Rohmargen, die oft mit einer schwindenden Investitionsprofitabilität, ausgedrückt durch den ROCE (Return on Capital Employed), einhergehen¹³. In der Praxis führt die mangelnde Kostenflexibilität dazu, dass Fixkosten bei Umsatzrückgängen nicht schnell genug abgebaut werden können, was die Ergebnissituation zusätzlich verschlechtert.¹⁴ Diese negativen Periodenergebnisse wirken sich in der Folge direkt auf die Passivseite der Bilanz aus. Durch den notwendigen Verlustausgleich schmilzt das Eigenkapital ab, was die Eigenkapitalquote reduziert, und die finanzielle Stabilität untergräbt. Gleichzeitig steigt die Gearing Ratio, da das Verhältnis der Nettofinanzverschuldung zum sinkenden Eigenkapital immer ungünstiger wird.¹⁵ In der jetzigen wirtschaftlichen Schwächephase reicht oft eine reine Kostensenkung nicht aus, sondern oft ist eine tiefgreifende strategische Transformation des Geschäftsmodells notwendig, um die Ertragskraft nachhaltig zu erhalten.¹⁶ Verschärft sich die Situation weiter, mündet die Erfolgskrise in eine Liquiditätskrise, die sich vor allem auf der Aktivseite der Bilanz manifestiert. Ein deutliches Zeichen für diesen Stabilitätsverlust ist die Reduzierung der bilanziellen Kassenbestände und die Überschreitung von Kreditlinien. In dieser Phase zeigt sich oft ein problematisches Bild im Umlaufvermögen. Ein hohes Volumen überfälliger Forderungen aus Lieferungen und Leistungen sowie steigende Lagerbestände binden wertvolle Liquidität.¹⁷ Diese angespannte Lage wird durch Risikoaufschläge und steigende Finanzierungskosten weiter verschärft, was Unternehmen heute oft zur Einrichtung eines spezialisierten „Cash Office“ zwingt, um die Zahlungsströme tagesgenau zu überwachen.¹⁸ Die Entscheidung über die weitere Zukunft des Unternehmens fällt schließlich im Rahmen einer fundierten Grobanalyse. Hierbei wird geprüft, ob das Unternehmen sanierungsfähig ist, also ob es operativ die Defizite in der Leistungserstellung ausgleichen und juristisch die Insolvenzgründe

¹³ Guserl/Pernsteiner (2022) S. 195-200

¹⁴ Knecht et al. (2018), S. 571

¹⁵ Guserl/Pernsteiner (2022) S. 195-200

¹⁶ Roland Berger (2024), S. 1

¹⁷ Knecht et al. (2018), S. 570-573

¹⁸ Roland Berger (2024), S. 24

beseitigen kann.¹⁹ Die Sanierungswürdigkeit hingegen ist ein oft subjektiv geprägter Prozess der Stakeholder. Hier entscheiden Banken und Investoren auf Basis einer plausiblen Liquiditätsplanung, ob der zukünftige Ertragswert die Kosten der Sanierung übersteigt.²⁰ Werden hierbei vertragliche Kennzahlen, die sogenannten Covenants, dauerhaft verletzt, verschiebt sich die Verhandlungsmacht endgültig zugunsten der Gläubiger.²¹

2.1.3 Insolvenzrechtliche Tatbestände

Die InsO legt klare Eröffnungsgründe für eine Insolvenz fest, um so einen Übergang von einer rein betriebswirtschaftlichen Krise in ein rechtlich geordnetes Verfahren zu leiten. Diese Tatbestände dienen einerseits dem Schutz der Gläubiger und markieren andererseits den Punkt, an dem die Dispositionsfreiheit des Schuldners eingeschränkt wird.²² Der allgemeine Eröffnungsgrund ist die Zahlungsunfähigkeit gemäß §17 InsO. Sie liegt vor, wenn fällige Zahlungsverpflichtungen nicht mehr erfüllt werden können. Davon abzugrenzen ist die bloße Zahlungsstockung. Gemäß dem Standard IDW S11 wird hierbei ein Liquiditätsstatus herangezogen. Wenn von einer Deckungslücke von mehr als 10% nicht innerhalb von drei Wochen geschlossen werden kann, ist von einer Zahlungsunfähigkeit auszugehen.²³ Besondere strategische Relevanz hat die drohende Zahlungsunfähigkeit (§18 InsO). Hierbei ist das Unternehmen zwar aktuell noch liquide, kann aber künftige Pflichten im Prognosehorizont, voraussichtlich nicht mehr erfüllen. Dieser Tatbestand kann zu modernen Sanierungsverfahren wie dem Stabilisierungs- und Restrukturierungsrahmen führen.²⁴ Bei juristischen Personen tritt die Überschuldung (§19 InsO) als weiterer Grund hinzu. Eine Überschuldung liegt vor, wenn das Reinvermögen zu Liquidationswerten negativ ist. Der Gesetzgeber sieht jedoch eine Ausnahme vor, wenn die Fortführung des Unternehmens „überwiegend wahrscheinlich“ ist, liegt kein Eröffnungsgrund vor.²⁵

An diese insolvenzrechtliche Fortbestehensprognose stellt der IDW S11 hohe Anforderungen:

- Kernfrage: Reicht die Finanzkraft aus, um die Verbindlichkeiten zu den jeweiligen Fälligkeiten zu bedienen?

¹⁹ Krystek/Moldenhauer, (2021) S.142

²⁰ Krystek/Moldenhauer, (2021) S.142

²¹ Adler (2025), S.2

²² Pape/Reichelt/Schultz/Voigt-Salus (2022), §17 Rn. 1-5

²³ Ebner Stolz (2015), S.5, 21-25

²⁴ Ebner Stolz (2015), S.5, 21-25

²⁵ Pape/Reichelt/Schultz/Voigt-Salus (2022), §17 Rn. 1-5

- Maßstab: Es müssen mehr Gründe für eine Aufrechterhaltung der Zahlungsfähigkeit sprechen als dagegen. Eine rein rechnerische Unterbilanz ist dabei unbedenklich, wie die Liquidität, gesichert ist relevant.
- Prognose muss auf einer integrierten Unternehmensplanung basieren.²⁶

Die Feststellung dieser Gründe ist mit einer strengen Antragspflicht (§15a InsO) verbunden. Das Management ist zudem verpflichtet, die Prognose fortlaufend zu überprüfen (Fortschreibungspflicht), sobald wesentliche neue Ereignisse eintreten. Diese Pflicht endet erst, wenn die Insolvenzgefahr endgültig gebannt ist.²⁷ Verstöße führen zu erheblichen persönlichen Haftungsrisiken für die Organe. (§15b InsO)²⁸ Die insolvenzrechtlichen Eröffnungsgründe sowie die Fortbestehensprognose nach IDW S11 liefern die rechtliche Rahmenbedingung für die Bewertung der Sanierungsfähigkeit nach IDW S6.²⁹

2.2 Grundlagen des Working Capital Management

2.2.1 Definition und Komponenten

Der Betrag, den ein Unternehmen kurzfristig als operativen Ausgabenspielraum zur Verfügung hat, wird als Working Capital bezeichnet. Der Begriff „working“ verdeutlicht, dass die hier gebundenen Mittel unmittelbar im Tagesgeschäft eingesetzt werden. Das Working Capital umfasst in einer wertorientierten Betrachtung somit das durch die operative Geschäftstätigkeit gebundene Umlaufvermögen. Welches nicht zinstragend ist und somit durch verzinsliches Kapital finanziert werden muss. Das Ziel des WCM ist aus operativer Sicht die Minimierung der Kapitalbindung zur Senkung der
Kapitalkosten.³⁰

Liquide Mittel werden im Working Capital bewusst ausgeklammert, um den Fokus auf die Umwandlung von Vorräten und Forderungen in Zahlungsmittel zu richten. Das Working Capital lässt sich grundsätzlich aus zwei verschiedenen Perspektiven betrachten:

- Operativ-wertorientierte Sicht: Das Ziel ist eine Minimierung des Working Capital, um die Eigenfinanzierungskraft zu stärken und die Kapitalkosten dauerhaft zu senken.³¹

²⁶ Ebner Stolz (2015), S.5, 21-25

²⁷ Ebner Stolz (2015), S.5, 21-23

²⁸ Pape/Reichelt/Schultz/Voigt-Salus (2022), §17 Rn. 1-5

²⁹ Ebner Stolz (2015), S.5, 21-25

³⁰ Klepzig (2023), S. 8-11

³¹ Klepzig (2023), S. 8 / LBBW (2024), S. 7

- Liquiditätsorientierte Sicht: Hier wird ein hohes Working Capital als Sicherheitsreserve betrachtet. Kritisch ist dabei jedoch die reale Liquidierbarkeit der Bestände in Krisensituationen zu bewerten.³²

2.2.2 Kennzahlen zur Steuerung

Das WCM lässt sich in drei fundamentale Kernprozesse unterteilen: Bestandsmanagement, Verbindlichkeitsmanagement, Forderungsmanagement. Diese drei Kennzahlen bilden zusammen den CCC, welche die zentrale Steuerungsgröße darstellt.³³

$$CCC = DIH + DSO - DPO$$

DIH (Days Inventory Held): Misst die Dauer der Kapitalbindung in Vorräten. Maßnahmen wie die Einführung von Just-in-Time-Verfahren, die Straffung des Sortiments sowie die Reduzierung von Sicherheitsbeständen steht hier im Fokus.

$$DIH = \left(\frac{\text{Vorräte}}{\text{Umsatzerlöse}} \right) * 365$$

Dabei entstehen zwangsläufig Zielkonflikte mit anderen Unternehmensbereichen. Die Produktion sowie der Vertrieb streben erhöhte Lagerbestände an, um ständige Lieferbereitschaft, Reduzierung von Rüstkosten sowie eine hohe Kapazitätsauslastung sicherzustellen.³⁴

DSO (Days Sales Outstanding): Misst die Zeit bis zum Zahlungseingang. Wesentliche Hebel sind hier ein striktes Mahnwesen, verkürzte Zahlungsziele, Bonitätsprüfungen in Echtzeit sowie die sofortige Rechnungsstellung nach Leistungserbringung.

$$DSO = \left(\frac{FLL}{\text{Umsatzerlöse}} \right) * 365$$

Die Maßnahmen kollidieren oft mit der Vertriebsstrategie. Hier werden lange Zahlungsziele oft als Akquisitionsinstrument genutzt, um Wettbewerbsvorteile zu erlangen.³⁵ Zur Entschärfung können Finanzierungsinstrumente wie Factoring genutzt werden, bei denen Forderungen unter Risikoabkehr verkauft werden, um die Liquidität sofort zu erhöhen, ohne das Zahlungsziel für den Kunden physisch zu verkürzen.³⁶

³² Klepzig (2023), S. 8

³³ Messelhaeuser (2013), S.5

³⁴ Messelhaeuser (2013), S. 13

³⁵ Messelhaeuser (2013), S. 14

³⁶ LBBW (2024), S. 17

DPO (Days Payables Outstanding): Misst die Inanspruchnahme von Lieferantenkrediten. Eine Maximierung schont die eigene Liquidität, kann aber Einkaufskonditionen verschlechtern.

$$DPO = \left(\frac{VLL}{Umsatzerlöse} \right) * 365$$

Das einseitige Stretching von Zahlungszielen kann die Verhandlungsmacht schwächen, zum Verlust von Skontovorteilen führen oder die Lieferpriorität in Engpasssituationen gefährden.³⁷

Die aktive Gestaltung dieser Kennzahlen führt zu einer Verbesserung der Gesamtkapitalrentabilität. Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass ein erfolgreiches WCM nicht die maximale Optimierung einer einzelnen Kennzahl anstrebt, sondern einen ausbalancierten Kompromiss zwischen Liquiditätssicherung, Rentabilität und operationalen Risiken finden muss.³⁸

2.3 Strategische Bilanzsanierung durch Finanzinstrumente

2.3.1 Debt-Equity-Swap

Der Debt-Equity-Swap (DES) bezeichnet die Umwandlung bestehender Fremdkapitalforderungen in Eigenkapitalanteile der Schuldnergesellschaft. Anders als bei einer klassischen Kapitalerhöhung leistet der Gläubiger dabei keine Bareinlage, sondern bringt seine Forderungen als Sacheinlage ein und erhält hierfür Gesellschaftsanteile.³⁹ Das Instrument verfolgt eine mehrdimensionale Zielsetzung. Im Vordergrund steht die Beseitigung einer bestehenden oder drohenden Überschuldung. Die Passivierung von Eigenkapital an Stelle von Fremdkapital stärkt die Eigenkapitalquote nachhaltig und verbessert Rating sowie Bonität gegenüber Dritten.⁴⁰ Gleichzeitig entlastet der Wegfall von Zins- und Tilgungsverpflichtungen die Ertragslage dauerhaft. Nicht zu unterschätzen ist der Signalwert gegenüber dem Markt. Die Bereitschaft eines Gläubigers, Fremdkapitalrisiken in unternehmerisches Risiko zu tauschen, wirkt als Vertrauenssignal für Kunden und Lieferanten.⁴¹

Ein zentraler Problembereich ist die sachgerechte Bewertung der eingebrachten Forderung. Der Einbringungswert darf den tatsächlichen Marktwert der Forderung nicht übersteigen, andernfalls droht eine verdeckte Unterpari-Emission mit persönlicher Haftung des Einlegers. Der nicht werthaltige Anteil einer Forderung ist

³⁷ Messelhaeuser (2013), S.12,16

³⁸ Messelhaeuser (2013), S.26

³⁹ Knecht et al. (2018), S.758

⁴⁰ Krystek/Moldenhauer (2021), S.256

⁴¹ Knecht et al. (2018), S.758

zwingend in die Kapitalrücklage einzustellen und kann dort mit Verlustvorträgen verrechnet werden.⁴² Da der DES zudem in die Gesellschafterstruktur eingreift und zu einer Verwässerung der Altgesellschafter führt, ist eine Dreiviertelmehrheit der Anteilseigner erforderlich.⁴³

Aus Gläubigerperspektive ist das Instrument mit erheblichem Risiko verbunden, im Extremfall droht der Totalverlust bei einem Scheitern der Sanierung. Dem steht das sogenannte Upside-Potential gegenüber. Bei erfolgreichem Turnaround können die neuen Anteilseigner an Wertsteigerungen partizipieren, die den ursprünglichen Forderungswert übersteigen.⁴⁴ Um Haftungsrisiken aus der Kapitalersatzproblematik zu minimieren, wird in der Praxis häufig ein zweistufiges Verfahren gewählt. In einem ersten Schritt werden Kreditforderungen in nachrangige Wandelgenussrechte oder Wandelanleihen umgewandelt, hybride Finanzierungsinstrumente, die schuldrechtliche Forderungsrechte mit einem Wandlungsrecht in Gesellschaftsanteile verbinden, ohne zunächst eine gesellschaftsrechtliche Beteiligung zu begründen. Erst in einem zweiten Schritt werden diese Wandlungsrechte ausgeübt.⁴⁵

Der DES verbessert ausschließlich die Bilanzstruktur, frische Liquidität fließt dem Unternehmen dadurch nicht zu.⁴⁶ Er bildet das strukturelle Fundament, auf dem operative Maßnahmen, insbesondere die Optimierung des Working Capital, erst wirksam aufsetzen können, und wird im Rahmen des IDW S6 als strukturprägendes Instrument zur Überschuldungsbeseitigung und Bonitätsstabilisierung eingesetzt.⁴⁷

2.3.2 Weitere Instrumente der bilanziellen Restrukturierung

Neben den DES Instrument existieren weitere Instrumente zur Kapitalstrukturrestrukturierung, welche in Sanierungssituationen eingesetzt werden können. Sie lassen sich grob in zwei Kategorien unterteilen. Einmal Maßnahmen, welche auf die Stärkung des EK abzielen, und welche, die die Liquidität durch Aktiva Optimierung freisetzen. Die Zuführung frischen Eigenkapitals durch eine Barkapitalerhöhung ist das direkteste Instrument zur Beseitigung bilanzieller Überschuldung und zur Stärkung der Bonität. Das erhöhte Risiko trägt oft dazu bei, das Krisenunternehmen nicht in der Lage sind, ihre Liquiditätslücke durch Kapitalerhöhung zu schließen.⁴⁸ Durch den enormen Zeitdruck scheitern oft der

⁴² Krystek/Moldenhauer (2021), S.252f.

⁴³ Knecht et al. (2018), S.758f.

⁴⁴ Krystek/Moldenhauer (2021), S.253

⁴⁵ Krystek/Moldenhauer (2021), S.255

⁴⁶ Bronger (2019), S. 39

⁴⁷ Knecht et al. (2018), S.635

⁴⁸ Knecht et al. (2018), S.758

Verkauf bzw. die Aufnahme neuer Gesellschafter, da der Transaktionsprozess in einer Liquiditätskrise an zusätzlicher Komplexität gewinnt.⁴⁹ Ein weiteres Instrument sind Sale-and-Lease-Back Transaktionen. Hier wird es dem Unternehmen ermöglicht, betriebsnotwendige Vermögensgegenstände des AV an eine Leasinggesellschaft zu verkaufen und diese im Rahmen eines Leasingvertrags weiter zu nutzen. Hier wird Kapital aus dem AV freigesetzt, ohne die Betriebskontinuität zu unterbrechen.⁵⁰ Die bilanzielle und liquiditätsmäßige Wirkung ist dabei differenziert zu beurteilen. Durch den Verkaufserlös stärkt das Unternehmen kurzfristig seine Liquidität und realisiert etwaige stille Reserven, die sich häufig in betriebsnotwendigem Immobilien wie Verwaltungsgebäuden befinden. Gleichzeitig erhöht sich damit zunächst die ausgewiesene Kapitalbasis. Dennoch gibt es negative Aspekte, denn durch die Transaktion entfallen für das Unternehmen künftig Abschreibungen. Zudem kommen Zinsen und Kredittilgungen für die Maschinen dazu. Da Leasingraten sowohl aufwands- als auch liquiditätswirksam sind, werden die künftigen Gewinne und Cashflows entsprechend vorbelastet.⁵¹ Sale-and-Lease-Back ist somit kein Instrument der nachhaltigen Kapitalbeschaffung. Vielmehr führt es durch die entstehenden Leasingverpflichtungen zu einer zeitlichen Belastung, welche die operative Handlungsfähigkeit in einer fortbestehenden Ertragskrise zusätzlich einengt. Eine Rangrücktrittserklärung ist ein vergleichsweise einfach umzusetzendes Instrument zur Vermeidung oder Beseitigung einer bilanziellen Überschuldung. Gläubiger eines Unternehmens, dazu zählen z.B. Kreditinstitute, Lieferanten oder auch Gesellschafter, die Darlehen gewährt haben, erklären, dass sie mit ihrer Forderung oder Teilen davon hinter alle anderen Gläubiger zurücktreten. Die Bereitschaft entsteht oft bei Gläubiger, wenn diese der Auffassung sind, dass der eintretende Schaden aus einer Insolvenz höher ist als die Chance einer Fortführung mit späterer Tilgung der nun nachrangigen Forderung.⁵² Weitere Instrumente können Factoring und ABS-Programme sein. Diese Instrumente setzen oft auf der Aktivseite der Bilanz an um kurzfristig Liquidität freizusetzen, ohne die Passivstruktur unmittelbar zu verändern. Beide Instrumente dienen dazu die Mittelbindung im UV zu reduzieren. Durch den Verkauf von Forderungen kann das Unternehmen seine finanziellen Spielräume beeinflussen. Zu einer dauerhaften Ermäßigung der Mittelbindung führt dies aber nur dann, wenn dies revolvierend geschieht. Instrumente hierzu sind das Factoring oder die Verbriefung von Forderungsbeständen im Rahmen eines ABS-Programms. Der Einsatz dieser

⁴⁹ Knecht et al. (2018), S.635-636

⁵⁰ Krystek/Moldenhauer (2021), S.239

⁵¹ Krystek/Moldenhauer (2021), S.240

⁵² Krystek/Moldenhauer (2021), S.244

Instrumente ist mit Kosten verbunden, die durch die Reinvestition der Mittel zu decken sind.⁵³ Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass Kapitalerhöhung, Sale-and-Lease-Back, Rangrücktritt und ABS-Factoring keine isolierten Instrumente darstellen, sondern aufeinander abgestimmt werden müssen.⁵⁴ Während Rangrücktritt und Sale-and-Lease-Back kurzfristig wirken und primär die Überschuldungs- bzw. Liquiditätssituation adressieren, entfalten Kapitalerhöhung und revolvingende Forderungsverbriefungsprogramme ihre nachhaltige Wirkung nur im Kontext eines tragfähigen, operativen Sanierungskonzepts.⁵⁵

2.3.3 Mezzanine Instrumente

Das Mezzanine Kapital stellt eine Mischform zwischen Eigen- und Fremdkapital dar, weshalb sie als hybride Außenfinanzierung eingeordnet wird. Da oft in Krisensituationen klassische Fremdfinanzierung nicht zur Verfügung steht, greifen Unternehmen oft zu Mezzanine Kapital.⁵⁶ Das Mezzanine Kapital besitzt verschiedenen Merkmale, wie die Nachrangigkeit gegenüber Gläubigern im Insolvenzfall sowie häufig eine vom Gewinn abhängige Entschädigung.⁵⁷ Somit kann dieses Instrument für sanierende Unternehmen spezifische Vorteile bringen, dennoch auch gewisse Nachteile. Oft wird es genutzt zur Umwandlung von bestehenden Forderungen, insbesondere wenn eine direkte Gesellschafterstellung aufgrund drohender Nachteile im Insolvenzfall vermieden werden soll.⁵⁸ Kommt es zu einem Rangrücktritt erhöht dieser die Eigenkapitalquote und verbessert somit die Bonität des Unternehmens.⁵⁹ Ein weiterer Vorteil sind die steuerlichen Effekte von Mezzanine Kapital. Da sie als Fremdkapital behandelt werden, kann durch die Betriebsausgaben, welche durch das Kapital entstehen, der steuerpflichtige Gewinn gemindert werden.⁶⁰ Darüber hinaus lassen sich Liquiditätsvorteile erzielen, da die Vergütung oft aus erfolgsabhängigen Elementen am Laufzeitende besteht und die laufende Liquidität dadurch weniger belastet wird als bei klassischem Fremdkapital. Da es zur keiner direkten Eigenkapitalzufuhr kommt, findet hier auch keine Änderung in der Eigentümerstruktur statt.⁶¹ Das Mezzanine Kapital hat im Gegensatz zu anderen Instrumenten dafür höhere Finanzierungskosten, da Kapitalgeber zur Kompensation

⁵³ Krystek/Moldenhauer (2021), S.238

⁵⁴ Knecht et al. (2018), S. 635-636

⁵⁵ IDW S6 (2020), S. 1160

⁵⁶ Guserl/Pernsteiner (2022), S.283

⁵⁷ Guserl/Pernsteiner (2022), S.283

⁵⁸ Knecht et al. (2018), S.764

⁵⁹ Pape (2022), S. 237, 242

⁶⁰ Guserl/Pernsteiner (2022), S.283 ; Pape (2022), S. 242

⁶¹ Guserl/Pernsteiner (2022), S.283 ; Pape (2022), S. 241, 242

des höheren Risikos eine höhere Rendite fordern. Ein zusätzlicher Nachteil ist die zeitliche Befristung, da es sich um eine temporäre Finanzierungslösung handelt, welche durch andere Instrumente abgelöst werden muss. Schließlich verursacht die Inanspruchnahme von Mezzanine Kapital im Vergleich zu Standardkrediten höhere Transaktionskosten, was sowohl auf den komplexen Vergabeprozess als auch auf die aufwendige Gestaltung der Finanzierungsverträge zurückzuführen ist.⁶²

3. Der regulatorische Rahmen für bilanzielle Sanierungsschritte

3.1 Das Sanierungskonzept (IDW S6)

3.1.1 Kernbestandteile nach IDW S6

Der IDW S6 besteht aus definierten Kernbestandteilen, um so eine umfassende Analyse über die Sanierbarkeit eines Unternehmens zu erstellen.⁶³

Aus den folgenden Bestandteilen besteht der IDW S6:

- Auftragsgegenstand und -umfang: Eindeutige Beschreibung der Zielsetzung des Konzepts.
- Basisinformationen: Darstellung der wirtschaftlichen und rechtlichen Ausgangslage sowie der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage.
- Krisenanalyse: Untersuchung des Krisenstadiums und der Krisenursachen sowie die Prüfung einer potenziellen Insolvenzgefährdung.
- Leitbild und Geschäftsmodell: Beschreibung des sanierten Unternehmens inklusive der zukünftigen Produkt-/Marktkombinationen.
- Sanierungsmaßnahmen: Konkrete Schritte zur Abwendung der Insolvenzgefahr und zur nachhaltigen Krisenbewältigung
- Integrierte Sanierungsplanung: Quantifizierung der Maßnahmeneffekte in einer Plan-GuV, Plan-Bilanz und einem Finanzplan.
- Zusammenfassende Einschätzung: Abschließendes Urteil über die Sanierungsfähigkeit.⁶⁴

Wenn alle diese Bestandteile ganzheitlich betrachtet werden, ist ein Sanierungskonzept tragfähig.

3.1.2 Krisenanalyse und Kennzahlen zur Krisendiagnose

⁶² Pape (2022), S. 242,243

⁶³ v. Leoprechting et al. (2018), S.206; IDW S6 (2020), S.1160

⁶⁴ IDW S6 (2020), S.1160

Der Umfang und Detaillierungsgrad des Konzepts hängen maßgeblich vom Krisenstadium ab. Diese Stadien erfolgen in der Regel in einer bestimmten Reihenfolge. Unternehmenskrisen beginnen oft mit einer Stakeholder- oder Strategiekrise, die sich in eine Produkt- und Absatzkrise entwickeln kann, worauf die Erfolgskrise und schließlich die Liquiditätskrise als Vorstufen der Insolvenzlage folgen. ⁶⁵

Um die Tragfähigkeit des Konzepts zu stützen, fordert der IDW S6 die Ergänzung der integrierten Planung durch spezifische Kennzahlen:

- Liquiditätskennzahlen: Liquiditätsgrade 1-3, Cashflow in % vom Umsatz, Schuldentilgungsdauer und Kapitaldienstdeckungsfähigkeit.
- Ertragskennzahlen: Gesamtrentabilität, Eigenkapital- und Umsatzrentabilität sowie Material- und Personalaufwandsquoten.
- Vermögenskennzahlen: Eigenmittelquote, Verschuldungsgrad, Working Capital sowie die Laufzeiten von Debitoren, Kreditoren und Vorratsreichweiten. ⁶⁶

3.1.3 Sanierungsfähigkeit und Fortbestehensprognose

Die Beurteilung der Sanierungsfähigkeit umfasst zwei wesentliche Stufen. Während Stufe 1 die Sicherung der Fortführungsfähigkeit im Sinne einer positiven Fortführungsprognose nach §252 Abs. 1 Ziff. 2 HGB fokussiert, zielt Stufe 2 auf die Herstellung nachhaltiger Rendite- und Wettbewerbsfähigkeit ab. ⁶⁷ Hierbei ist die Abgrenzung zum IDW S11 entscheidend, der die Anforderungen an die insolvenzrechtliche Fortbestehensprognose im Rahmen der Überschuldungsprüfung (§19 InsO) präzisiert. Überschuldung liegt vor, wenn das Vermögen die Verbindlichkeiten nicht mehr deckt, es sei denn, die Fortführung ist überwiegend wahrscheinlich. Für eine positive Prognose müssen im Planungszeitraum mehr Gründe für eine Aufrechterhaltung der Zahlungsfähigkeit sprechen als dagegen. ⁶⁸ Im Gegensatz zum umfassenden IDW S6-Konzept ist für die reine insolvenzrechtliche Fortbestehensprognose das Erreichen einer Mindestrentabilität zunächst unbeachtlich, solange die Liquidität sichergestellt ist. ⁶⁹ Eine durchgreifende Sanierung erfordert jedoch darüber hinaus die Wiederherstellung der Wettbewerbsfähigkeit, welche eine angemessene Rendite und Eigenkapitalausstattung voraussetzt. ⁷⁰

⁶⁵ IDW S6 (2020), S.1164

⁶⁶ Crone/Werner (2024), S. 35

⁶⁷ Ebner Stolz (2015), S.23

⁶⁸ Ebner Stolz (2015), S.23

⁶⁹ Ebner Stolz (2015), S. 21

⁷⁰ IDW S6 (2020), S.1162 / IDW ES 6 n.F. (2011), Tz. 14

3.1.4 Sanierungsmaßnahmen und integrierte Planung

Die Sanierungsmaßnahmen müssen realisierbar sein und dürfen nicht offensichtlich undurchführbar sein.⁷¹ Sie zielen nach ihrer Dringlichkeit zunächst auf die Beseitigung von Insolvenzgründen und anschließend auf die Erreichung der Gewinnzone durch Kostensenkungs- und Effizienzsteigerungsprogramme ab.⁷² Die Umsetzung wird in der integrierten Sanierungsplanung abgebildet, die als Vermögens-, Finanz- und Ertragsplan erstellt wird. Ausgehend von betrieblichen Teilplänen werden eine Plan-GuV, eine Plan-Bilanz und ein Finanzplan entwickelt. Zur Berücksichtigung von Planungsunsicherheiten sind Sensitivitätsanalysen oder die Überprüfung von Covenants geboten, um die Einhaltung der Liquidität und Eigenmittelquote abzusichern.⁷³ Abschließend muss das Konzept aufzeigen, dass das Unternehmen am Ende des Betrachtungszeitraums aus eigener Kraft im Wettbewerb bestehen kann.⁷⁴

3.2 Das StaRUG-Verfahren

3.2.1 Zielsetzung und Zugangsvoraussetzungen

Das übergeordnete Ziel des Verfahrens ist die Insolvenz zu vermeiden, sowie den Fortbestand des Unternehmens zu sichern.⁷⁵ Die Inanspruchnahme des StaRUG Verfahrens ist an gewisse Zugangsvoraussetzungen gebunden. Das Unternehmen muss gemäß §29 StaRUG drohend zahlungsunfähig im Sinne des §18 Abs. 2 InsO sein.⁷⁶ Dabei ist die Abgrenzung zu bereits eingetretener Zahlungsunfähigkeit oder Überschuldung zu beachten. Für die Prognose der drohenden Zahlungsunfähigkeit sieht der Gesetzgeber im StaRUG Kontext einen Zeitraum von 24 Monaten vor.⁷⁷

3.2.2 Der Restrukturierungsplan

Das zentrale Instrument ist der Restrukturierungsplan, der die Rechtsverhältnisse zu den Gläubigern neugestaltet.⁷⁸ Während bei außergerichtlichen Vergleichen, wie dem IDW S6, Einstimmigkeit erforderlich ist, reicht im StaRUG eine Mehrheit von 75% der Stimmrechte pro Gläubigergruppe aus.⁷⁹ Im sogenannten Cram-Down kann das

⁷¹ Crone/Werner (2024), S.88

⁷² IDW S6 (2020), S.1168 / IDW ES 6 n.F. (2011), Tz. 98

⁷³ IDW S6 (2020), S. 1169

⁷⁴ IDW S6 (2020), S. 1162

⁷⁵ Crone/Werner (2024), S.373f.

⁷⁶ Crone/Werner (2024), S. 381.

⁷⁷ Bitter (2021), S. 9

⁷⁸ Crone/Werner (2024), S.383

⁷⁹ Crone/Werner (2024), S.388

Gericht sogar gegen den Widerstand einzelner Gruppen den Restrukturierungsplan bestätigen, sofern diese nicht schlechter gestellt werden als im Falle einer Insolvenz ⁸⁰

3.2.3 Eingriff in Anteilsrechte und Kapitalschnitt

Bei kapitalmarktorientierten Unternehmen besteht die Möglichkeit, direkt in die Anteilsrechte der Gesellschafter einzugreifen. Gemäß §7 StaRUG können im Plan Maßnahmen der Kapitalherabsetzung und -erhöhung vorgesehen werden. Dies ermöglicht insbesondere einen Kapitalschnitt auf Null, bei dem die bisherigen Aktionäre kompensationslos aus der Gesellschaft ausscheiden, um Platz für neue Investoren zu machen. ⁸¹

4. Unternehmensanalyse

4.1 BayWa

Die BayWa AG, welche 1923 in München gegründet worden ist, entwickelte sich vom genossenschaftlichen Landhandel zu einem international tätigen Agrarhandels- und Dienstleistungskonzern. ⁸² Das Geschäftsmodell umfasst fünf operative Segmente:

- Agrar: Weltweiter Handel mit Agrarerzeugnissen und Betriebsmitteln
- Energie: fossile Energieträger und Tankstellengeschäft
- Regenerative Energien: Projektierung und Betrieb von Wind- und Solarparks
- Technik: Landmaschinentechnik und Ersatzteilhandel
- Bau: Baustoffe und Baufachmärkte ⁸³

Der geografische Fokus der BayWa liegt auf Europa und wird ergänzt durch Aktivitäten in den USA und Neuseeland.

4.1.1 Krisenursachen

Die Ursachenanalyse der aktuellen Sanierungssituation der BayWa AG zeigt ein komplexes Zusammenspiel aus strategischen Altlasten, finanziellen Fehlsteuerungen und einem sich drastisch verschlechternden Marktumfeld. Ein zentraler Treiber der Krise war die über Jahre verfolgte, stark fremdkapitalfinanzierte Wachstumsstrategie, bei der die Kapitalerfordernisse des Konzerns maßgeblich durch die Finanzierung des operativen Working Capital sowie hohe Investitionen in die internationalen Segmente

⁸⁰ Crone/Werner (2024), S.389 / Bitter (2021), S. 57

⁸¹ Crone/Werner (2024), S.385-387

⁸² BayWa AG, Konzernfinanzbericht (2023), S. 4

⁸³ BayWa AG, Konzernfinanzbericht (2023), S.6-18; Konzernfinanzbericht (2024), S.17

bestimmt wurden.⁸⁴ In einer langanhaltenden Niedrigzinsphase könnte dieses Modell stabil finanziert werden durch Instrumente wie Konsortialkredite, Schuldscheindarlehen und Commercial Paper. Die abrupte Zinswende führte zu einer massiven Steigerung der Zinslast, welche das Finanzergebnis des Konzerns erheblich belastete.⁸⁵ Die Folge der finanziellen Anspannungen war die akute Liquiditätskrise im Jahr 2024, als fällige Finanzierungen aufgrund des veränderten Kapitalmarktumfelds nicht mehr rechtzeitig refinanziert werden konnten.⁸⁶ Verstärkt wurde diese finanzielle Schieflage durch das Scheitern der strategischen Annahme, die hohe Verschuldung durch kontinuierliche Wertsteigerungen und gezielte Desinvestitionen abbauen zu können.⁸⁷

4.1.2 Bilanz- und Liquiditätsanalyse

Tabelle 1: Liquiditäts- und Kapitalstrukturkennzahlen der BayWa AG (2020–2024)

Kennzahl	2020	2021	2022	2023	2024	Richtwert
Liquidität 1. Grades	3,54 %	7,51 %	3,98 %	4,05 %	5,44 %	≥ 20 %
Liquidität 2. Grades	35,63 %	43,10 %	46,01 %	42,36 %	29,04 %	≥ 100 %
Liquidität 3. Grades	97 %	122 %	131 %	117 %	74 %	≥ 100 %
EK-Quote	13,1 %	14,6 %	13,4 %	14,9 %	0,33 %	≥ 30 %
Verschuldungsgrad	676 %	548 %	580 %	631 %	30.643 %	< 200 %

Die Beurteilung der kurzfristigen Zahlungsfähigkeit eines Unternehmens erfolgt mithilfe der drei Liquiditätsgrade, die das Verhältnis von kurzfristigen Vermögenswerten zu den kurzfristigen Verbindlichkeiten beschreiben. Die Analyse dieser Kennzahlen für die BayWa AG über den Zeitraum von 2020 bis 2024 zeigt ein durchgehend kritisches Bild, das im Krisenjahr 2024 in einer akuten Zahlungsunfähigkeit kumulierte.

Die Liquidität 1. Grades gibt das Verhältnis der Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente zu den kurzfristigen Verbindlichkeiten wieder. Die BayWa AG erreichte im Betrachtungszeitraum zu keinem Zeitpunkt den für etablierte Unternehmen empfohlenen Richtwert von rund 20%.⁸⁸ Im Jahr 2020 lag die Kennzahl bei lediglich 3,54%, gestützt auf Zahlungsmittel von 168,4 Mio. € bei kurzfristigen Verbindlichkeiten von 4.752,3 Mio. €. Nach einem kurzzeitigen Anstieg auf 7,51 % im Jahr 2021, bedingt durch den Anstieg der flüssigen Mittel auf 399,1 Mio. €. In den Folgejahren fiel die Kennzahl auf 3,98% (2022) und 4,05% (2023) zurück, bevor sie

⁸⁴ BayWa Konzernfinanzbericht (2024) S. 1,14

⁸⁵ BayWa Konzernfinanzbericht (2023) S.43 / (2024) S.1

⁸⁶ BayWa Konzernfinanzbericht (2024), S.2

⁸⁷ BayWa Konzernfinanzbericht (2024), S.14

⁸⁸ Schuster/Rüdt von Collenberg (2015), S. 89

2024 mit 5,44% bei gleichzeitig gestiegenen Zahlungsmitteln von 354,6 Mio. €, aber massiv erhöhten kurzfristigen Verbindlichkeiten von 6.512,8 Mio. € ausgewiesen wurde. Die Steigung im Jahr 2024 ist irreführend, da sie aus einem Zwangsabbau des Working Capitals und Portfolioverkäufen und nicht aus einer verbesserten Liquiditätssteuerung stammt. Im Jahr 2024 führte die Liquiditätskrise, zu einer Beauftragung eines Sanierungsgutachtens.

Bei der Liquidität 2. Grades, welches das Verhältnis von Zahlungsmittel und kurzfristigen Forderungen zu den kurzfristigen Verbindlichkeiten wiedergibt, lässt sich ähnliches beobachten. Hier sollte ein Wert von über 100% überschritten werden, welcher im gesamten Betrachtungszeitraum weit unterschritten wurde.⁸⁹ Im Jahr 2020 erreichte sie 35,63 %, getragen von kurzfristigen FLL von 1.112,8 Mio. € und Zahlungsmitteln von 168,4 Mio. €. Nach einem Zwischenhoch von 46,01% im Jahr 2022, in dem die FLL auf 1.804,4 Mio. € angestiegen, kollabierte die Kennzahl auf 42,36 % (2023) und schließlich auf nur noch 29,04% im Jahr 2024, in dem die kurzfristigen FLL auf 1.047,1 Mio. € zurückfielen. Der Rückgang ist nicht nur aufsteigende kurzf. Verb. zurückzuführen, sondern auch auf den Rückgang des Forderungsbestands, der seinerseits die krisenbedingten Umsatzeinbußen und den Debitorenabbau durch ABS Maßnahmen sowie Factoring Vereinbarungen widerspiegelt. Im Rahmen einer ABS Maßnahme mit einem Gesamtkreditvolumen von 160,0 Mio. € hat die BayWa AG Forderungen verbrieft, die aufgrund der Vertragsgestaltung bilanziell nicht ausgebucht werden konnten, der Buchwert der verbrieften Forderungen betrug zum 31. Dezember 2024 noch 152,1 Mio. €.⁹⁰

Die Liquidität 3. Grades zieht zusätzlich die Vorräte mit ein und sollte einen Richtwert von über 100 % aufweisen.⁹¹ Die Kennzahl entwickelte sich stabil, so stieg sie von 97% (2020) auf 122% (2021), 131% (2022) und 117% (2023), getragen von einem Vorratsbestand. Im Krisenjahr 2024 brach die Kennzahl auf 74% ein, womit selbst die vollständige Liquidierung aller kurzfristigen Vermögenswerte, nicht vollständig ausgereicht hätten, um die kurzf. Verb. von 6.512,8 Mio. € zu decken. Der Vorratsrückgang von 4.323,5 Mio. € (2023) auf 2.918,4 Mio. € (2024) in Höhe von 1.405,1 Mio. € reflektiert dabei einerseits die krisenbedingten Zwangsdesinvestitionen und andererseits den umsatzbedingten Bestandsabbau bei gleichzeitig gesunkenem Geschäftsvolumen.

Die Eigenkapitalausstattung der BayWa AG war über den gesamten Betrachtungszeitraum strukturell gering, was dem Geschäftsmodell eines

⁸⁹ Schuster/Rüdt von Collenberg (2015), S. 89

⁹⁰ BayWa Konzernfinanzbericht (2024), S.157

⁹¹ Schuster/Rüdt von Collenberg (2015), S. 90-91

kapitalintensiven Agrarhandels- und Dienstleistungskonzerns mit saisonal hohem Fremdfinanzierungsbedarf entspricht. Die Eigenkapitalquote, welches das Verhältnis des Gesamteigenkapitals zum Gesamtkapital wiedergibt, bewegte sich von 2020 bis 2023 zwischen 13% und 15 % und lag damit dauerhaft unterhalb des im Konsortialkredit vereinbarten Covenant-Schwellenwerts von mind. 15%.⁹² Insbesondere im Vergleich zu direkten Vergleichen sieht man einen deutlichen Unterschied. The Anderson Inc. hat eine EK-Quote von 39%⁹³, AGCO von 25%⁹⁴ und KWS Saat von 60%.⁹⁵ Alle drei der Unternehmen erreichten eine bessere EK-Quote als die BayWa AG. Im Krisenjahr 2024 kollabierte das Eigenkapital auf 35,3 Mio. € bei einer Bilanzsumme von 10.852,4 Mio. €, was einer Eigenkapitalquote von lediglich 0,33% entspricht. Ursächlich für den nahezu vollständigen Eigenkapitalschwund waren der Konzernfehlbetrag von 1.604,1 Mio. € erhebliche Wertminderungen auf immaterielle Vermögenswerte und Sachanlagen sowie ein negativer Beitrag der sonstigen Rücklagen von -1.127,4 Mio. €. ⁹⁶ Durch den Verschuldungsgrad wird die strukturelle Abhängigkeit von Fremdfinanzierungen noch deutlicher. Von bereits erhöhten 676% (2020) über 548% (2021) und 580% (2022) bis zu 631% (2023) explodierte er im Krisenjahr 2024 auf 30643 %. Die Gesamtfinanzschulden beliefen sich zum 31. Dezember 2024 auf 4.708,8 Mio. €, wovon 3.568,5 Mio. € kurzfristig fällig waren, davon 3.366,0 Mio. € allein als Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten sowie 202,5 Mio. € als Commercial Papers. Der Zinsaufwand stieg von 202,1 Mio. € (2020) auf 510,8 Mio. Euro (2024), während das EBITDA von 468,4 Mio. € (2020) auf minus 162,5 Mio. € (2024) kollabierte, eine Kombination, die eine rechnerische Schuldentilgung aus dem operativen Cashflow ausschloss. Die Umsatzrendite verblieb 2020 bis 2024 auf einem strukturell niedrigen Niveau von 0-1%. Im Jahr 2024 kollabierte sie auf minus 8%, was einem Jahresverlust von 1.604,1 Mio. € bei Umsatzerlösen von 21.153,1 Mio. € entspricht. Die Gesamtkapitalrendite folgte demselben Muster, von 1-2% in den Vorjahren auf minus 15 % in 2024. Bei der KWS Saat liegt die EK-Rendite bei 10,2%, damit schneidet die BayWa AG hier auch deutlich schlechter ab.

4.1.3 Spezifische Herausforderungen im Working Capital

⁹² BayWa Konzernfinanzbericht (2024), S.183

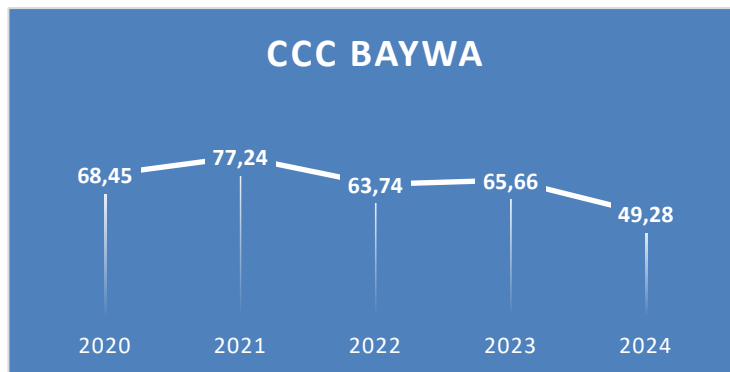
⁹³ Anderson Inc. (2024), S.34

⁹⁴ AGCO Corp. (2024), S.51

⁹⁵ KWS Saat (2025), S.2

⁹⁶ BayWa Konzernfinanzbericht (2024), S. 95, 101

Abbildung 2: CCC der BayWa AG (2020–2024)



Der CCC der BayWa AG entwickelte sich von 68,45 Tagen (2020) auf 63,74 Tage (2022), stieg 2023 leicht auf 65,66 Tage und fiel 2024 deutlich auf 49,28 Tage. Dieser scheinbar starke Rückgang 2024 darf nicht als Ausdruck eines verbesserten Working Capital Managements interpretiert werden. Er ist primär durch den erzwungenen Abbau von Vorräten und den Rückgang des Umsatzvolumens von 23.948,2 Mio. Euro (2023) auf 21.153,1 Mio. Euro (2024) bedingt.⁹⁷ Der Konzern selbst benennt explizit „operative Herausforderungen, insbesondere auch im Management des Working Capital und der Lieferketten“ als einen der wesentlichen Krisenauslöser.⁹⁸ Der DIH bewegte sich bei der BayWa AG von 65,16 Tagen (2020) auf einen Höchststand von 77,51 Tagen (2021), bevor er bis 2024 auf 50,36 Tage sank. Der DIH-Anstieg 2021 war dabei teilweise strategisch bedingt. Die Vorräte stiegen von 2.939,2 Mio. Euro (2020) auf 4.213,0 Mio. Euro (2021), was der Konzern im Wesentlichen auf das starke Wachstum in den Segmenten Regenerative Energien (unfertige Projekte) sowie Agrar und Technik zurückführt.⁹⁹ Der Höchststand der Vorräte wurde im Jahr 2022 erreicht mit einem Wert von 4.756,8 Mio. €. Der Buchwert der Wertminderungen auf Vorräte stieg 2023 auf 238,8 Mio. €, was auf eine zunehmende qualitative Verschlechterung des Bestands hindeutet.¹⁰⁰ Für den Branchenvergleich sind bei der Kategorie „Handel, Instandhaltung und Reparatur von Kraftfahrzeugen“ ein DIH-Richtwert von 58 Tagen anzusetzen.¹⁰¹ Die BayWa AG lag in den Jahren 2020 bis 2023 knapp außerhalb dieses Korridors, was dennoch auf kein grundlegend ineffizientes Bestandsmanagement im Branchenvergleich hindeutet. Die Herausforderung besteht jedoch darin, wie qualitativ die Vorräte sind. Ein erheblicher Teil des Bestands besteht aus unfertigen Erzeugnissen und Leistungen (2023: 1.103,6 Mio. Euro, entsprechend 25,5 % der Gesamtvorräte), die vor allem im Segment Regenerative Energien als in der Entwicklung und im Bau befindliche Windpark- und Solarparkprojekte bilanziert

⁹⁷ BayWa Konzernfinanzbericht (2024), S. 92

⁹⁸ BayWa Konzernfinanzbericht (2024), S. 98

⁹⁹ BayWa Konzernfinanzbericht (2021), S. 119

¹⁰⁰ BayWa Konzernfinanzbericht (2023), S. 127

¹⁰¹ Messelhaeuser (2013), S.15 Abb. 16

werden.¹⁰² Diese Vorräte sind nur bedingt kurzfristig verwertbar und bei einem Einbruch der Projektverkaufserlöse, wie 2024 eingetreten, erheblichen Wertminderungsrisiken ausgesetzt. Verschärfend kommt hinzu, dass im Agrarhandel und bei der Cefetra Group Handelsware zum beizulegenden Zeitwert abzüglich Veräußerungskosten bewertet wird, sodass Rohstoffpreisschwankungen unmittelbar auf den Buchwert der Vorräte durchschlagen.¹⁰³ Im Bestandsmanagement steht man vor dem zentralen Zielkonflikt, dass man einerseits niedrige Lagerbestände zur Kapitalfreisetzung anstreben sollte, andererseits aber für das saisonale Agrargeschäft eine hohe Lieferbereitschaft notwendig ist.¹⁰⁴ Bei BayWa, einem vertikal integrierten Agrarhands- und Dienstleistungskonzern, ist dieser Zielkonflikt besonders ausgeprägt, weil die saisonale Verfügbarkeit von Betriebsmitteln (wie Saatgut, Düngemittel und Pflanzenschutzmitteln) zum Kernversprechen des Geschäftsmodells gehört. Gleichzeitig wies der Konzern nach eigener Aussage vertragliche Verpflichtungen (Bestellobligo) auf Vorräte von 905,4 Mio. Euro zum Jahresende 2024 aus, die insbesondere das Segment Technik betreffen.¹⁰⁵ Beim DSO wies die BayWa AG eine bemerkenswert stabile und niedrige Kennzahl auf. Der DSO bewegte sich konstant zwischen 18,07 (2024) und 24,69 Tagen (2021). Im Branchenvergleich unterschreitet dies alle Richtwerte deutlich. Für den Handel werden 38 Tage erhoben.¹⁰⁶ Diese kurzen Inkassozeiten lassen sich strukturell auf das Geschäftsmodell zurückbringen. Der Forderungsbestand besteht überwiegend aus zahlreichen Kleinforderungen, nur für eine kleine Anzahl von Kunden mit herausragender Bonität werden Kreditlimits von über 1 Mio. € genehmigt.¹⁰⁷ Zum 31. Dezember 2024 bestanden solche Positionen bei 42 Schuldern. Um die Finanzierungsstruktur weiter zu optimieren, nutzt die BayWa zudem ein ABS-Programm (Asset-Backed Securitisation) mit einem Gesamtkreditvolumen von 160,0 Mio. Euro, über das Forderungen verbrieft werden; die verbrieften Forderungen verbleiben jedoch aufgrund der Vertragsgestaltung in der Bilanz.¹⁰⁸ Daneben bestehen Factoring-Vereinbarungen mit verschiedenen Tochtergesellschaften der Cefetra Group. Oft wird ein Anstieg der DSO Werte als ein Indikator nachlassender Zahlungsmoral der Kunden gewertet. Insbesondere Unternehmen in wirtschaftlichen Stressphasen neigen dazu, längere Inkassozyklen als neues Normal zu akzeptieren.¹⁰⁹ Im Krisenjahr 2024 sind erste Anzeichen einer

¹⁰² BayWa Konzernfinanzbericht (2023), S. 127

¹⁰³ BayWa Konzernfinanzbericht (2024), S. 124

¹⁰⁴ Messelhaeuser (2013), S. 28

¹⁰⁵ BayWa Konzernfinanzbericht (2024), S. 188

¹⁰⁶ Messelhaeuser (2013), S.16 Abb. 17

¹⁰⁷ BayWa Konzernfinanzbericht (2024), S. 157

¹⁰⁸ BayWa Konzernfinanzbericht (2024), S. 157

¹⁰⁹ PwC (2025)

Bonitätsverschlechterung im Forderungsbestand erkennbar. So stieg die Risikovorsorge für erwartete Kreditverlust der Stufe 3 von 35,4 Mio. € auf 84,8 Mio.€, entsprechend einer Zuführung von 74,7 Mio. €. ¹¹⁰ Dies deutet darauf hin, dass die Sanierungssituation der BayWa selbst bei Kunden Unsicherheiten ausgelöst hat, die sich in einem erhöhten Forderungsausfallrisiko niederschlagen.

Die BayWa AG wies konstant niedrige DPO Werte von 21,38 (2020) bis 24,95 Tagen (2021) auf, was weit unterhalb dem Branchenwert von 35 Tagen liegt. ¹¹¹

Eine WCM Strategie, die lediglich auf das Verlängern der Lieferantenzahlungsziele setzt, ist nicht nachhaltig, weil sie die Beziehungen zu den Lieferanten auf lange Sicht belasten kann. ¹¹² Gleichwohl signalisieren die niedrigen DPO-Werte ein erhebliches Optimierungspotenzial. Im Kontext der BayWa ist dieser Spielraum durch die genossenschaftliche Prägung und die engen partnerschaftlichen Lieferantenbeziehungen strukturell begrenzt. Gleichzeitig verdeutlicht das Sanierungsgutachten, dass die Sanierungssituation selbst auf den Lieferantenbeziehungen lastet: Der Konzern berichtete von erheblichen Unsicherheiten und Reaktionen bei Lieferanten und Kunden infolge des Bekanntwerdens der Sanierungssituation im Juli 2024. ¹¹³

4.2 Varta

Die Varta AG wurde 1887 gegründet und hat ihren Hauptsitz in Ellwangen. Varta war von Oktober 2017 bis zum 11.03.2025 an der Frankfurter Börse notiert. ¹¹⁴ Als Holdinggesellschaft steuert sie ein Portfolio aus sechs Segmenten:

- Consumer Batteries
- Micro Batteries
- Lithium-Ion Small Cells
- Lithium-Ion Large Cells
- Lithium-Ion Battery Packs
- Energy Storage Systems. ¹¹⁵

Der Konzern beliefert Kunden in über 100 Ländern aus Produktionsstätten in Deutschland, Rumänien und Indonesien. ¹¹⁶

¹¹⁰ BayWa Konzernfinanzbericht (2024), S. 156

¹¹¹ Messelhaeuser (2013), S.16 Abb. 19

¹¹² PwC (2025)

¹¹³ BayWa Konzernfinanzbericht (2024), S. 99

¹¹⁴ Varta AG, Geschäftsbericht (2023), S.11; Geschäftsbericht (2024), S.18

¹¹⁵ Varta AG, Geschäftsbericht (2024), S.18-19

¹¹⁶ Varta AG, Geschäftsbericht (2024), S.20

4.2.1 Krisenursachen

Die Krise resultierte aus einem Zusammentreffen strategischer Fehlentscheidungen und externer Schocks. Den zentralen Auslöser bildete die Fehlinvestition in den Aufbau großformatiger Lithium-Ionen-Zellenkapazitäten (V4Drive) für Elektrofahrzeuge, die im September 2022 mangels verbindlicher Abnehmer und wegen hoher Entwicklungskosten gestoppt werden musste. Dies schwächte die Kapitalbasis in einer Phase, in der das hochprofitable Kerngeschäft mit Mikrobatterien durch sinkende Kundenabrufe aus dem TWS-Headset-Segment sowie den Wettbewerb asiatischer Produzenten gleichzeitig erodierte.¹¹⁷ Explodierende Energie- und Rohstoffpreise sowie Lieferkettenprobleme führten im November 2022 zu einer Gewinnwarnung.¹¹⁸ Ein 2023 eingeleiteter Neuausrichtungskurs reichte nicht aus, ein Cyberangriff 2024 verzögerte Betriebsabläufe und Finanzberichterstattung zusätzlich.¹¹⁹ Im Juli 2024 wurde das StaRUG-Verfahren angezeigt, das einen Schuldenschnitt sowie die Herabsetzung des Grundkapitals auf null, und damit den vollständigen Verlust für die Altaktionäre, vorsah.¹²⁰

4.2.2 Bilanz- und Liquiditätsanalyse

5. Tabelle 2: Liquiditäts- und Kapitalstrukturkennzahlen der VARTA AG (2020–2024)

Kennzahl	2020	2021	2022	2023	2024	Richtwert
Liquidität 1. Grades	32 %	17 %	13 %	15 %	4 %	≥ 20 %
Liquidität 2. Grades	64 %	55 %	27 %	29 %	17 %	≥ 100 %
Liquidität 3. Grades	99 %	92 %	54 %	52 %	36 %	≥ 100 %
EK-Quote	44 %	43 %	19 %	–14 %	–24 %	> 30 %
Verschuldungsgrad	125 %	135 %	426 %	–799 %	–525 %	< 200 %

Die Analyse der Bilanz- und Liquiditätskennzahlen der VARTA AG für den Zeitraum von 2020 bis 2024 offenbart eine der dramatischsten Erosionen der finanziellen Substanz, die ein börsennotiertes deutsches Industrieunternehmen in diesem Zeitraum erlitten hat. Was 2020 noch als solides Fundament eines profitablen Wachstumskonzerns erschien, kollabierte innerhalb von nur drei Jahren zu einer bilanziellen Negativsituation, die im Sommer 2024 zwingend ein StaRUG-Verfahren erforderlich machte. Die Liquidität 1. Grades, welche das Verhältnis der Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente zu den kurzfristigen Schulden misst, stand im Geschäftsjahr 2020 noch bei komfortablen 32 %, gestützt auf

¹¹⁷ Varta AG, Geschäftsbericht (2023), S.28-29

¹¹⁸ Varta AG, Geschäftsbericht (2023), S.16

¹¹⁹ Varta AG, Geschäftsbericht (2024), S.35-36

¹²⁰ Varta AG, Geschäftsbericht (2024), S. 80

Zahlungsmittelbestände von 121.889 T€ bei kurzfristigen Schulden von 377.687 T€.

¹²¹ Dieser Wert lag deutlich oberhalb des Richtwerts von 20 % und signalisierte zu diesem Zeitpunkt eine ausreichende dispositive Liquidität. ¹²²

Der erste deutliche Rückgang erfolgte bereits 2021, als die Zahlungsmittel auf 73.107 T€ sanken, während die kurzfristigen Schulden auf 427.760 T€¹²³ anstiegen, was die Kennzahl auf 17 % drückte. Der Haupttreiber war der massiv negative Cashflow aus Investitionstätigkeit von -179.333 T€, bedingt durch die weiterhin hohen Investitionen in den Aufbau von Großzellenkapazitäten. Im Jahr 2022 verschlechterte sich die Kennzahl weiter auf 13 %, da die Zahlungsmittel trotz eines positiven Cashflows aus laufender Geschäftstätigkeit von lediglich 20.384 T€ auf 108.709 T€ angestiegen waren, während die kurzfristigen Schulden auf 822.954 T€ explodierten, was einen Anstieg von 395.194 T€ gegenüber dem Vorjahr bedeutet¹²⁴. Diese Entwicklung reflektiert die aufgenommenen finanziellen Verbindlichkeiten von 319.188 T€ im Zuge der Refinanzierung. Im Krisenjahr 2024 kollabierte die Kennzahl schließlich auf 4 %, als die Zahlungsmittel auf nur noch 37.715 T€ einbrachen, der niedrigste Stand im gesamten Betrachtungszeitraum, bei kurzfristigen Schulden von 838.497 T€. Der operative Cashflow drehte erstmals negativ auf -52.159 T€, womit die VARTA AG auch aus der laufenden Geschäftstätigkeit heraus keine Liquidität mehr erwirtschaften konnte.¹²⁵ Diese Entwicklung markiert den Übergang von einer Erfolgskrise zur akuten Liquiditätskrise. Die Liquidität 2. Grades, die neben den Zahlungsmitteln auch die kurzfristigen Forderungen aus Lieferungen und Leistungen einbezieht, zeigte im Jahr 2020 mit 64 % einen vergleichsweise soliden Ausgangswert: Zahlungsmittel von 121.889 T€ und FLL von 120.136 T€ standen kurzfristigen Schulden von 377.687 T€ gegenüber. Auch dieser Wert blieb zwar unterhalb des Richtwerts von 100 %, signalisierte jedoch noch keine akute Liquiditätsbedrohung. ¹²⁶ Mit dem Einsetzen der operativen Krise im Jahr 2022 brach die Kennzahl auf 27 % ein. Die kurzfristigen FLL reduzierten sich leicht auf 110.378 T€, während die kurzfristigen Schulden auf 822.954 T€ anstiegen, ein Strukturbruch, der die zunehmende Diskrepanz zwischen dem Umfang der operativen Forderungen und dem Volumen der kurzfristigen Verbindlichkeiten deutlich macht. In den Folgejahren stabilisierte sich die FLL-Position zwar auf einem Niveau von 114.811 T€ (2023) und 103.636 T€ (2024), doch da die kurzfristigen Schulden auf 813.238 T€ (2023) und

¹²¹ Varta AG Geschäftsbericht (2020), S. 76-81

¹²² Schuster/Rüdt von Collenberg (2015), S. 89

¹²³ Varta AG Geschäftsbericht (2021), S. 70-75

¹²⁴ VARTA AG Geschäftsbericht (2023), S. 65-69

¹²⁵ VARTA AG Geschäftsbericht (2024), S. 75-79

¹²⁶ Schuster/Rüdt von Collenberg (2015), S. 89

838.497 T€ (2024) verharren, verbesserte sich die Kennzahl nicht merklich.¹²⁷ Der anhaltend niedrige Wert der Liquidität 2. Grades signalisiert, dass VARTA selbst bei vollständiger und sofortiger Realisierung aller Kundenforderungen nicht in der Lage gewesen wäre, mehr als ein Fünftel der kurzfristigen Verbindlichkeiten zu decken. Dies verdeutlicht, dass die Krise von VARTA keine vorübergehende Liquiditätsstockung, sondern eine fundamentale strukturelle Überschuldungssituation darstellt. Die Liquidität 3. Grades, die das gesamte kurzfristige Umlaufvermögen ins Verhältnis zu den kurzfristigen Schulden setzt, stand 2020 noch bei 99 %. Das Umlaufvermögen von 435.899 T€ stand kurzfristigen Schulden von 377.687 T€ gegenüber. Damit war die Deckung der kurzfristigen Verbindlichkeiten durch das kurzfristige Vermögen rechnerisch nahezu vollständig gegeben.¹²⁸ Mit dem Anstieg der finanziellen Verbindlichkeiten und der gleichzeitigen Erosion der Ertragslage verschlechterte sich auch diese Kennzahl dramatisch. Im Jahr 2022 sank sie auf 54 %, da die kurzfristigen Schulden auf 822.954 T€ anstiegen, während das Umlaufvermögen mit 509.234 T€ zwar absolut wuchs, relativ aber weit hinter der Schuldenlast zurückblieb. Auch hier war der zentrale Treiber die Position der anderen finanziellen Verbindlichkeiten, die kurzfristig auf 497.000 T€ ausgewiesen wurden. Im Jahr 2024 erreichte die Kennzahl mit 36 % ihren Tiefstand. Das Umlaufvermögen von 494.907 T€, das durch den Ausweis der als zur Veräußerung gehaltenen Vermögenswerte des Lithium-Ion Large Cells-Segments von 132.669 T€ erhöht ist, stand kurzfristigen Schulden von 838.497 T€ gegenüber¹²⁹. Selbst eine vollständige Liquidierung aller kurzfristigen Aktiva hätte damit weniger als die Hälfte der kurzfristigen Verbindlichkeiten gedeckt. Dieser Befund unterstreicht, dass die Insolvenzgefahr der VARTA AG nicht durch operative Maßnahmen allein, sondern nur durch einen strukturellen Schuldenschnitt abgewendet werden konnte. Die Eigenkapitalstruktur der VARTA AG durchlief im Betrachtungszeitraum eine außergewöhnliche Transformation. Die Eigenkapitalquote, also das Verhältnis des Eigenkapitals zur Bilanzsumme, stand 2020 noch bei soliden 44 %. Das Eigenkapital betrug 499.075 T€ bei einer Bilanzsumme von 1.122.803 T€. Auch 2021 blieb die Eigenkapitalquote mit 43 %, bei einem EK Wert von 532.496 T€ sowie einer Bilanzsumme von 1.250.173 T€, noch stabil¹³⁰. Der Wendepunkt kam im Geschäftsjahr 2022: Der Konzernfehlbetrag von –200.420 T€ ließ das Eigenkapital auf 239.465 T€ einbrechen, während die Bilanzsumme mit 1.258.454 T€ annähernd

¹²⁷ VARTA AG Geschäftsbericht (2024), S. 75-79

¹²⁸ Schuster/Rüdt von Collenberg (2015), S. 90-91

¹²⁹ VARTA AG Geschäftsbericht (2024), S. 75-79

¹³⁰ Varta AG Geschäftsbericht (2021), S. 70-75

konstant blieb. Die Eigenkapitalquote kollabierte damit auf 19 %. Im Folgejahr 2023 drehte das Eigenkapital durch den kumulierten Konzernfehlbetrag von –414.314 T€ ins Negative. Mit einem Eigenkapital von –124.585 T€ bei einer Bilanzsumme von 870.675 T€ war die bilanzielle Überschuldung eingetreten. Zu diesem Zeitpunkt wäre, ohne die Fortbestehensprognose, der Insolvenzantrag gemäß §19 InsO zwingend gewesen. Im Jahr 2024 verschlechterte sich die Lage weiter auf eine EK-Quote von –24 % bei einem Eigenkapital von –185.762 T€ und einer Bilanzsumme von 789.291 T€¹³¹. Der Verschuldungsgrad, der das Verhältnis von Fremdkapital zu Eigenkapital widerspiegelt, nimmt bei negativem Eigenkapital keine aussagekräftigen Werte mehr an. Der rechnerische Wert von –525 % (2024) spiegelt nicht eine moderate Verschuldung wider, sondern den Zustand einer vollständigen Überschuldung, bei der das Fremdkapital das Eigenkapital um ein Vielfaches übersteigt. Eine analoge Situation bestand bereits seit 2023, als der Verschuldungsgrad bei –799 % lag.

Die Rentabilität der VARTA AG war in den Jahren 2020 und 2021 noch außergewöhnlich stark. Die Umsatzrendite von 11 % (2020) und 14 % (2021) – entsprechend Jahresergebnissen von 95.508 T€ und 125.956 T€ bei Umsatzerlösen von 869.583 T€ und 902.931 T€, reflektieren die außergewöhnliche Profitabilität des Mikrobatterien-Segments, die insbesondere auf den hohen Margen mit dem Apple-Liefergeschäft für CoinPower-Zellen beruhte. Die Gesamtkapitalrendite von 9 % (2020) und 10 % (2021) sowie die Eigenkapitalrendite von 19 % und 24 % dokumentieren eine für ein Industrieunternehmen bemerkenswert hohe Kapitaleffizienz. Ab dem Geschäftsjahr 2022 kehrte sich dieses Bild vollständig um. Die Umsatzrendite brach auf –25 % ein, entsprechend einem Konzernfehlbetrag von –200.420 T€ bei Umsatzerlösen von 806.916 T€. Ursächlich waren neben dem operativen Ergebnisrückgang vor allem außerplanmäßige Abschreibungen und Wertminderungen von –254.994 T€, die das EBIT auf –188.008 T€ drückten, sowie ein sprunghaft gestiegener Zinsaufwand von –13.762 T€. Im Geschäftsjahr 2023 erreichte die Rentabilitätserosion ihren Höhepunkt. Die Umsatzrendite kollabierte auf –51 %, entsprechend einem Konzernfehlbetrag von –414.314 T€. Maßgeblich hierfür waren massiven Abschreibungen und Wertminderungen von –403.906 T€, die das EBIT auf –378.428 T€ drückten. Das EBITDA schrumpfte auf 25.478 T€ – ein Rückgang von 93 % gegenüber dem Höchststand von 282.179 T€ im Jahr 2021. Bemerkenswert ist, dass der operative Cashflow mit 86.586 T€ trotz des massiven Konzernverlusts noch positiv blieb.¹³² Dies ist ausschließlich auf die nicht

¹³¹ VARTA AG Geschäftsbericht (2024), S. 75-79

¹³² VARTA AG Geschäftsbericht (2023), S. 65-69

zahlungswirksamen Abschreibungen zurückzuführen, die den Verlust kalkulatorisch aufblähten. Im Jahr 2024 verbesserten sich Umsatz- und Gesamtkapitalrendite scheinbar auf –8 %, da außerplanmäßige Wertminderungen auf lediglich –28.798 T€ zurückgingen. Der Konzernfehlbetrag von –64.520 T€ bei Umsatzerlösen von 793.186 T€ signalisiert jedoch keine echte Trendwende, sondern lediglich das Ausbleiben der außerordentlichen Wertberichtigungen der Vorjahre. Der operative Cashflow drehte erstmals negativ auf –52.159 T€, was bedeutet, dass VARTA auch aus der Betriebstätigkeit heraus keine Liquidität mehr generieren konnte.

Die Eigenkapitalrendite nimmt ab 2023 aufgrund des negativen Eigenkapitals mathematisch keine valide Aussagekraft mehr an. Der rechnerische Wert von 333 % (2023) und 35 % (2024) ist ein statistisches Artefakt der Überschuldungssituation und darf nicht als Ausdruck einer positiven Kapitalverzinsung interpretiert werden¹³³.

Die Bilanz- und Liquiditätsanalyse bildet den quantitativen Rahmen für die Beurteilung der Sanierungsfähigkeit der VARTA AG nach IDW S6. Sie belegt, dass spätestens ab 2022 keine rein operative Sanierung mehr möglich war, da weder die Liquiditäts- noch die Eigenkapitalbasis die für eine Fortführungsprognose nach IDW S11 erforderliche Substanz aufwiesen.

4.2.3 Spezifische Herausforderungen im Working Capital

Abbildung 3: CCC der Varta AG (2020–2024)



Der CCC der VARTA AG entwickelte sich von 48,73 Tagen (2020) auf einen kritischen Wert von 98,17 Tagen im Jahr 2022 und verblieb in den Folgejahren auf einem erhöhten Niveau von 92,74 Tagen (2023) und 94,64 Tagen (2024). Anders als bei der BayWa AG ist der CCC-Anstieg bei VARTA nicht primär auf ein steigendes Umsatzvolumen und eine hohe Kapitalbindung in Handelswaren zurückzuführen, sondern auf die spezifischen Verwerfungen in allen drei CCC-Komponenten als direkte Folge des strategischen Scheiterns der Großzelleninitiative und des Nachfrageeinbruchs im Kerngeschäft.¹³⁴ Der DIH der VARTA AG bewegte sich von

¹³³ Varta AG Geschäftsbericht (2024), S. 124

¹³⁴ Varta AG Geschäftsbericht (2023), S.34-36; Varta Geschäftsbericht (2024), S.24-26

55,96 Tagen (2020) auf einen Höchststand von 101,02 Tagen (2022) und blieb auch 2023 mit 84,51 Tagen deutlich erhöht. Der DIH-Anstieg auf 101,02 Tage im Jahr 2022 entspricht einem Vorratsbestand von 223.317 T€ bei Umsatzerlösen von 806.916 T€. ¹³⁵ Dieser Anstieg ist ursächlich auf zwei Faktoren zurückzuführen. Zum einen akkumulierten sich durch den Stopp der V4Drive-Großzellenproduktion im September 2022 Bestände an unfertigen Erzeugnissen und Vorprodukten, für die keine kurzfristige Verwertungsmöglichkeit bestand. ¹³⁶ Zum anderen führte der Nachfrageeinbruch im Segment Lithium-Ion Small Cells (CoinPower) zu einem Aufbau von Fertigwarenbeständen, da die geplanten Kundenabrufe ausblieben. ¹³⁷ Der zentrale Zielkonflikt im Bestandsmanagement liegt bei VARTA zwischen der Forderung nach niedrigen Lagerbeständen zur Kapitalfreisetzung einerseits und der Notwendigkeit, kurzfristige Kundenlieferungen aus dem hochspezialisierten CoinPower-Segment zu gewährleisten andererseits. ¹³⁸ Da VARTA für einzelne Großkunden, insbesondere im TWS-Kopfhörersegment, als alleiniger Lieferant auftrat, war die Haltung von Sicherheitsbeständen strukturell notwendig. ¹³⁹ Der Rückgang des DIH auf 72,71 Tage (2024) entspricht einem Vorratsbestand von 157.998 T€ und reflektiert primär den Umsatz- und Produktionsrückgang sowie aktive Desinvestitionen im Vorratsvermögen, nicht ein verbessertes Bestandsmanagement. ¹⁴⁰ Der DSO der VARTA AG bewegte sich von 50,43 Tagen (2020) auf 65,85 Tage (2021), fiel dann auf 49,93 Tage (2022) und stabilisierte sich bei 51,09 Tagen (2023) sowie 47,69 Tagen (2024). Der Anstieg auf 65,85 Tage im Jahr 2021 ist auf den starken Umsatz- und Forderungsaufbau zurückzuführen. Die FLL stiegen von 120.136 T€ (2020) auf 162.903 T€ (2021) bei Umsatzerlösen von 902.931 T€. ¹⁴¹ Charakteristisch für das VARTA-Geschäftsmodell ist die ausgeprägte Kundenkonzentration. Die Umsätze für Mikrobatterien kamen hauptsächlich von einer sehr geringen Anzahl von OEM-Kunden, unter denen Apple für TWS-Produkte, einen überproportionalen Umsatzanteil auf sich vereinte. Diese Konzentration bedeutet, dass Zahlungsziele der Großkunden faktisch nicht verhandelt werden konnten, was den DSO strukturell auf dem beobachteten Niveau verankerte. ¹⁴²

¹³⁵ Varta AG Geschäftsbericht (2023), S.65-69

¹³⁶ Varta AG Geschäftsbericht (2023), S.28-29

¹³⁷ Varta AG, Geschäftsbericht (2023), S.34-36

¹³⁸ Messelhaeuser (2013), S.28

¹³⁹ Varta AG Geschäftsbericht (2023), S.36-37

¹⁴⁰ Varta AG Geschäftsbericht (2024), S.24-26

¹⁴¹ Varta AG Geschäftsbericht (2021), S.56-58

¹⁴² Messelhaeuser (2013), S.14

Oft ist ein Anstieg der DSO Werte ein Indikator nachlassender Zahlungsmoral der Kunden. Unternehmen in wirtschaftlichen Stressphasen neigen dazu, längere Inkassozeiten als neues normal zu akzeptieren.¹⁴³ Bei VARTA manifestiert sich dieser Effekt durch den Aufbau der Forderungen auf 162.903 T€ (2021)¹⁴⁴ in einem Umfeld, in dem gleichzeitig die strategischen Risiken der Großkundenabhängigkeit zunahmen. Der spätere Rückgang der FLL auf 103.636 T€ (2024)¹⁴⁵ ist vor dem Hintergrund sinkender Umsätze und eines deutlich reduzierten Geschäftsvolumens zu interpretieren. Der DPO der VARTA AG bewegte sich von 57,65 Tagen (2020) auf 53,41 Tage (2021) und fiel im Krisenjahr 2024 deutlich auf 25,76 Tage bei VLL von nur noch 55.975 T€. Der dramatische Einbruch des DPO auf 25,76 Tage (2024) – entsprechend einem Rückgang der VLL von 96.308 T€ (2023) auf 55.975 T€ (2024)¹⁴⁶ – ist ein klares Signal für eine Verschlechterung der Lieferantenbeziehungen und der Einkaufsmacht. In einer Krisensituation sind Lieferanten typischerweise nicht mehr bereit, dem kreditnehmenden Unternehmen lange Zahlungsziele einzuräumen.¹⁴⁷ Die VLL-Reduktion spiegelt zudem das rückläufige Einkaufsvolumen bei gesunkenem Produktionsumfang wider. Eine Verlängerung der Lieferantenzahlungsziele könnte langfristig die Beziehung belasten. Bei VARTA zeigt sich der gegenteilige Effekt: Die Unfähigkeit, Zahlungsziele zu verlängern, kombiniert mit dem starken Anstieg des CCC auf über 90 Tage, erhöhte die kurzfristige Kapitalbindung und verstärkte damit den Liquiditätsdruck in einer Phase, in der aus der operativen Tätigkeit heraus keine Liquidität mehr generiert werden konnte.¹⁴⁸

5. Analyse der Restrukturierungsmaßnahmen

Aufbauend auf der in Kapitel 4 erarbeiteten Krisendiagnose beider Fallbeispiele werden im Folgenden die tatsächlich ergriffenen Restrukturierungsmaßnahmen systematisch analysiert. Zunächst werden die operativen WC Maßnahmen beider Unternehmen untersucht, anschließend die jeweiligen Kapitalstrukturmaßnahmen, bevor abschließend die Einordnung in den rechtlichen Rahmen des IDW S6 und des StaRUG Verfahrens erfolgt. Ziel der Analyse, ist es, die situativen Bedingungen zu identifizieren, unter denen operatives WCM als Sanierungsinstrument wirksam ist und wann strukturelle Kapitalmaßnahmen unumgänglich werden.

¹⁴³ LBBW (2024), S.17

¹⁴⁴ Varta AG, Geschäftsbericht (2021), S.56, 70

¹⁴⁵ Varta AG Geschäftsbericht (2024), S.76

¹⁴⁶ Varta AG Geschäftsbericht (2023), S.66 / (2024) S.76

¹⁴⁷ Krystek/Moldenhauer (2021), S.242

¹⁴⁸ Varta AG Geschäftsbericht (2024), S.76-78

5.1 Operative WCM-Maßnahmen

5.1.1 BayWa AG

Im zweiten Halbjahr 2024 hat die BayWa AG ein umfassendes operatives Maßnahmenpaket gestartet, das hauptsächlich darauf abzielte, gebundene Liquidität aus dem UV freizusetzen.¹⁴⁹ In einer Sanierungssituation spielt das WCM eine besondere Rolle, da es Unternehmen mit Liquiditätsengpässen ermöglicht, schnell und ohne externe Kapitalzufuhr finanziell wieder handlungsfähig zu werden.¹⁵⁰ Den Kern der Maßnahmen bildete der Vorratsabbau. Die Vorräte sanken von 4.323,5 Mio. € (31.12.2023) auf 2.918,4 Mio. € (31.12.2024), ein Rückgang von 1.405,1 Mio. € innerhalb eines einzigen Geschäftsjahres.¹⁵¹ Dieser Rückgang resultierte aus dem durch die Liquiditätskrise erzwungenen Abbau von Vorräten und war kein Ausdruck eines verbesserten Bestandsmanagements. Im Krisenfall können durch Vermögensumschichtung innerhalb der Innenfinanzierung relativ schnell finanzielle Mittel mobilisiert werden, um die Zeit bis zur Erstellung eines Restrukturierungskonzepts zu überbrücken.¹⁵² Die Kreditinstitute erwarteten dabei, dass sämtliche internen Potenziale, insbesondere aus WCM, ausgeschöpft werden, bevor externe Beiträge geleistet werden.¹⁵³ Parallel zum Vorratsabbau setzte die BayWa AG Forderungsmanagementinstrumente ein. Im Rahmen einer Asset-Backed-Securitisation (ABS) wurden Forderungen aus Lieferungen und Leistungen mit einem Gesamtkreditvolumen von 160,0 Mio. € verbrieft.¹⁵⁴ Außerdem bestanden Factoring-Vereinbarungen verschiedener Tochtergesellschaften mit einem nominalen Ankaufsvolumen von maximal 108,0 Mio. €. ¹⁵⁵ Beim Factoring werden Forderungen fortlaufend verkauft, das Finanzierungsvolumen wächst automatisch mit den Umsätzen des Unternehmens.¹⁵⁶ Allerdings stehen solche Instrumente in der Krise nur eingeschränkt zur Verfügung, da die Bonität des Forderungsverkäufers ein wesentliches Entscheidungsmerkmal der Finanzierungspartner ist.¹⁵⁷ Die BayWa AG konnte bestehende Programme aufrechterhalten, jedoch keine neuen Vereinbarungen abschließen. Im Geschäftsjahr 2024 wurden sogar bestehende Factoring-

¹⁴⁹ BayWa AG Konzernfinanzbericht (2024), S.3

¹⁵⁰ LBBW (2024), S.7

¹⁵¹ BayWa AG Konzernfinanzbericht (2024), S.90

¹⁵² Krystek/Moldenhauer (2021), S.237

¹⁵³ Krystek/Moldenhauer (2021), S.237

¹⁵⁴ BayWa Konzernfinanzbericht (2024), S.157

¹⁵⁵ BayWa Konzernfinanzbericht (2024), S.157

¹⁵⁶ LBBW (2024), S.17

¹⁵⁷ Krystek/Moldenhauer (2021), S.239

Vereinbarungen der Cefetra B.V. und weiterer Tochtergesellschaften beendet.¹⁵⁸ Die Gesamtwirkung spiegelt sich in der Kapitalflussrechnung wider. Der Working-Capital-Effekt aus Vorräten, FLL und sonstigen Aktiva ergab im Jahr 2024 einen Mittelzufluss von 1.358,3 Mio. € (Vorjahr: 444,9 Mio. €).¹⁵⁹ Dieser Zufluss war dafür verantwortlich, dass der operative Cashflow mit 941,5 Mio. € positiv ausfiel, obwohl gleichzeitig ein Jahresfehlbetrag von 1.604,1 Mio. € verzeichnet wurde.¹⁶⁰ Strukturell blieb das Optimierungspotenzial auf der Verbindlichkeitsseite begrenzt. Die DPO-Werte der BayWa AG lagen im gesamten Betrachtungszeitraum zwischen 14 und 25 Tagen. Eine Ausweitung der Zahlungsziele war in der öffentlich bekannten Sanierungssituation nicht realistisch. In der Krise liefern Lieferanten im Extremfall nur noch gegen Vorkasse, insbesondere wenn sie bei Kreditversicherern keine Deckung mehr erhalten.¹⁶¹ Der Konzern bestätigte, dass es erhebliche Unsicherheiten bei Lieferanten und Kunden gibt, seit die Sanierungslage bekannt wurde.¹⁶² Der Vorratsabbau kann als eine kurzfristige Sofortmaßnahme betrachtet werden, die jedoch einer mittelfristigen Stabilisierung auf einem tragfähigen Bestandsniveau bedarf, der zentrale Zielkonflikt zwischen Kapitalfreisetzung und Lieferbereitschaft im saisonalen Agrargeschäft bleibt jedoch strukturell bestehen.¹⁶³

5.1.2 Varta AG

Die Working-Capital-Situation der VARTA AG unterscheidet sich fundamental von jener der BayWa AG. Während bei BayWa fungible Handels- und Agrarvorräte aktiv abgebaut werden konnten, war das WCM der VARTA AG durch strukturelle Zwänge geprägt, die eine aktive Steuerung weitgehend verhinderten. Im Bestandsmanagement steigen die Vorräte durch den V4Drive Produktionsstopp zunächst stark an, bevor sie durch den Umsatzrückgang abgebaut werden.¹⁶⁴ Dieser Rückgang war keine aktive WCM-Maßnahme, sondern Folge des Produktions- und Nachfrageeinbruchs. Das Ziel einer bedarfsgerechten Fertigung mit niedrigen Beständen stand dabei in direktem Widerspruch zur Notwendigkeit, Produktionskapazitäten gleichmäßig auszulasten.¹⁶⁵ Diese Situation ließ sich nicht durch WCM-Instrumente auflösen. Im Forderungsmanagement verhinderte die ausgeprägte Konzentration auf wenige OEM-

¹⁵⁸ BayWa Konzernfinanzbericht (2024) S.157

¹⁵⁹ BayWa Konzernfinanzbericht (2024) S.94

¹⁶⁰ BayWa Konzernfinanzbericht (2024) S.92-94

¹⁶¹ Krystek/Moldenhauer (2021), S.242

¹⁶² BayWa Konzernfinanzbericht (2024) S.98

¹⁶³ Messelhaeuser (2013), S.28

¹⁶⁴ Varta AG Geschäftsbericht (2023), S. 27-29

¹⁶⁵ Messelhaeuser (2013), S.28

Großkunden eine wirksame DSO-Reduktion.¹⁶⁶ Bei langfristigen OEM-Lieferverträgen mit vertraglich definierten Zahlungszielen ist eine Beschleunigung der Forderungsrealisierung strukturell nicht umsetzbar.¹⁶⁷ Zusätzlich sind Unternehmen in der Steuerung ihrer Außenstände nicht völlig frei, aus Wettbewerbsgründen können Zahlungsziele nicht ohne Weiteres verkürzt werden.¹⁶⁸ Am deutlichsten manifestierte sich der Kontrollverlust im DPO-Einbruch von 57,65 Tagen (2020) auf 25,76 Tage (2024). Lieferanten, die von der schwierigen Finanzlage wussten, kürzten Zahlungsziele oder verlangten Vorkasse, ein Mechanismus, der die Liquiditätslage zusätzlich belastete.¹⁶⁹ Der CCC stieg dadurch auf 94,64 Tage (2024) und erhöhte die kurzfristige Kapitalbindung in einer Phase, in der aus dem operativen Geschäft ohnehin keine Liquidität mehr generiert werden konnte. Das Gesamtergebnis ist eindeutig, der operative Cashflow drehte im Jahr 2024 auf –52.159 T€. ¹⁷⁰ In einem fortgeschrittenen Krisenstadium reichen kurzfristige WCM-Maßnahmen nicht mehr aus, wenn das operative Kerngeschäft selbst negative Cashflows generiert.¹⁷¹ Das von der Auxil Management GmbH erstellte IDW-S6-Gutachten bestätigte, dass der Schwellenpunkt zur strukturellen Kapitalmaßnahme überschritten war.¹⁷²

5.2 Kapitalstrukturmaßnahmen

5.2.1 Desinvestitionen und Refinanzierung der BayWa AG

Die BayWa AG verfolgte ein außergerichtliches Sanierungskonzept auf drei Säulen: strategische Desinvestitionen, Refinanzierung der kurzfristig fälligen Verbindlichkeiten und ein operatives Kostensenkungsprogramm. Dieser Ansatz war möglich, weil das Eigenkapital, trotz der schwerwiegenden Krise, mit 35,3 Mio. € (31.12.2024) formal noch knapp positiv war¹⁷³ und keine bilanzielle Überschuldung im insolvenzrechtlichen Sinne vorlag. Auslöser des akuten Handlungsbedarfs war eine klassische Kreditereignis-Situation. Die BayWa AG konnte den fälligen Green Bond (500 Mio. €) am 26. Juni 2024 zwar zurückzahlen, eine Neuemission zur teilweisen Ablösung gelang jedoch nicht.¹⁷⁴ Bei einem Covenant-Verstoß nutzen Banken ihre Drohposition typischerweise in Neuverhandlungen, um Konditionen zu verschärfen

¹⁶⁶ Varta AG Geschäftsbericht (2023), S.35

¹⁶⁷ Messelhaeuser (2013), S.14

¹⁶⁸ Krystek/Moldenhauer (2021), S.238

¹⁶⁹ Krystek/Moldenhauer (2021), S.242

¹⁷⁰ Varta AG Geschäftsbericht (2024), S.78

¹⁷¹ Crone/Werner (2024), S.18

¹⁷² Varta AG Geschäftsbericht (2024), S.80

¹⁷³ BayWa Konzernfinanzbericht (2024), S.91

¹⁷⁴ BayWa Konzernfinanzbericht (2024), S.98

und die Kreditverfügbarkeit einzuschränken.¹⁷⁵ Die BayWa AG stand mit kurzfristigen Finanzschulden von 3.568,5 Mio. € (31.12.2024) in einer entsprechend angespannten Refinanzierungslage.¹⁷⁶ Die Desinvestitionsstrategie sah die Veräußerung nicht kerngeschäftsbezogener Beteiligungen vor. Wenn akquirierte Unternehmen den Charakter nicht betriebsnotwendigen Anlagevermögens annehmen, dienen die Veräußerungserlöse primär zur Reduktion der Netto-Finanzschulden.¹⁷⁷ Im Konzernabschluss werden zur Veräußerung gehaltene Vermögenswerte von 1.705,7 Mio. € (31.12.2024) ausgewiesen,¹⁷⁸ was das Ausmaß der geplanten Portfoliobereinigung verdeutlicht. Konkret wurde am 10. Juni 2025 der Verkauf der niederländischen Tochtergesellschaft Cefetra Group B.V. an die PGFO B.V. vereinbart.¹⁷⁹ Die Refinanzierungsverhandlungen standen unter erheblichem Zeitdruck. Finanzierungslücken in der Krise müssen häufig schnell geschlossen werden, da Verzögerungen die gesamte Restrukturierung gefährden können.¹⁸⁰ Die BayWa AG führte parallele Verhandlungen mit einem eigens gebildeten Finanzierer-Steering-Committee, Schuldscheingläubigern und bilateralen Kreditgebern.¹⁸¹ Als Überbrückungsinstrument sicherte sie sich eine Stillhaltevereinbarung. Kreditinstitute halten im Rahmen einer solchen Vereinbarung ihre Kreditlinien befristet offen und räumen gekündigte Kredite wieder ein. Ein unabdingbares Instrument, um die Zeit bis zur Einigung über ein Restrukturierungsprogramm zu überbrücken.¹⁸² Die Stillhaltevereinbarung wurde zunächst bis zum 30. September 2024 abgeschlossen und mehrfach verlängert.¹⁸³ Der Kapitalmarktzugang für Krisenunternehmen ist strukturell eingeschränkt: Finanzinstitute haben ihre Kreditvergaberichtlinien verschärft, insbesondere für Unternehmen in finanziellen Schwierigkeiten.¹⁸⁴ Die konsensuale Einigung mit dem Bankenkonsortium auf Basis der Stillhaltevereinbarung war daher ein wesentlicher Sanierungsmeilenstein der BayWa AG.

5.2.2 DES und StaRUG Verfahren der Varta AG

Angesichts der unzureichenden Wirksamkeit operativer WCM-Maßnahmen und der bilanziellen Überschuldung setzte die VARTA AG auf eine radikale Neuordnung ihrer

¹⁷⁵ Adler (2025), S.2

¹⁷⁶ BayWa Konzernfinanzbericht (2024), S.91

¹⁷⁷ Krystek/Moldenhauer (2021), S.239

¹⁷⁸ BayWa Konzernfinanzbericht (2024), S.90

¹⁷⁹ BayWa Konzernfinanzbericht (2024), S.196

¹⁸⁰ Roland Berger (2024), S.24

¹⁸¹ BayWa Konzernfinanzbericht (2024), S.98

¹⁸² Krystek/Moldenhauer (2021), S.242

¹⁸³ BayWa Konzernfinanzbericht (2024), S.98

¹⁸⁴ Roland Berger (2024), S.23

Kapitalstruktur. Am 21. Juli 2024 zeigte sie ein Restrukturierungsvorhaben nach dem StaRUG an, das eine signifikante Entschuldung und die Schaffung von Voraussetzungen zur Aufnahme neuer Eigen- und Fremdkapitalmittel herbeiführen sollte.¹⁸⁵ Das Kernstück des Plans war der Debt-Equity-Swap (DES). Beim DES wandelt ein Gläubiger seine Forderungen im Rahmen einer Kapitalerhöhung in Unternehmensanteile um. Dieser Tausch von Fremd- in Eigenkapital dient dazu, eine bestehende oder drohende Überschuldung des Krisenunternehmens abzubauen.¹⁸⁶ Die damit verbundene Verringerung der Finanzierungskosten stärkt dauerhaft die Ertragskraft des Unternehmens.¹⁸⁷ Konkret sah der Plan eine Herabsetzung des Grundkapitals auf 0,00 € sowie eine anschließende Kapitalerhöhung auf 100.000,00 € vor.¹⁸⁸ Durch den am 4. März 2025 rechtskräftig bestätigten und vollzogenen Restrukturierungsplan schieden sämtliche Altaktionäre aus, neue Aktionäre wurden Polux (Beteiligungsgesellschaft der Dr. Ing. h.c. F. Porsche AG) sowie MT InvestCo (Beteiligungsgesellschaft des Investors DDr. Michael Tojner).¹⁸⁹ Die Motivation der neuen Investoren lässt sich durch den Mechanismus der Loan-to-Own-Strategie erklären. Spezialisierte Finanzinvestoren erwerben notleidende Forderungen, um über den anschließenden Swap Kontrolle über das Unternehmen zu erlangen und durch radikale Sanierung eine Wertsteigerung zu erzielen.¹⁹⁰ Für die Porsche AG kommt ein strategisches Motiv hinzu. Der Zugang zur V4Drive-Zelltechnologie für zukünftige Elektrofahrzeug-Anwendungen entspricht der Kategorie strategischer Investoren, die durch den Erwerb von Anteilen einen Zusatznutzen für ihr eigenes Geschäft erzielen.¹⁹¹ Die bilanziellen Wirkungen des DES sind unmittelbar. Durch den Wegfall von Fremdkapital verbessern sich Eigenkapitalquote, Rating und Bonität, operativ resultiert daraus eine dauerhafte Erhöhung der Liquidität, da Zins- und Tilgungslast massiv reduziert werden.¹⁹² Die Schuldenlast der VARTA AG, die 2023 allein an kurzfristigen sonstigen finanziellen Verbindlichkeiten 495.696 T€ umfasste,¹⁹³ wurde durch den Schuldenschnitt von 485 Mio. € auf insgesamt ca. 230 Mio. € erheblich reduziert.¹⁹⁴ Ein weiterer Effekt ist die Vertrauenswirkung, Lieferanten und Kunden gewinnen durch die neue Beteiligung der Gläubiger wieder Vertrauen in die

¹⁸⁵ Varta AG Geschäftsbericht (2024), S.80

¹⁸⁶ Knecht et al. (2018), S.758

¹⁸⁷ Knecht et al. (2018), S.758

¹⁸⁸ Weber/Schumann (2025) / Varta AG Geschäftsbericht (2024), S.54

¹⁸⁹ Varta AG Geschäftsbericht (2024), S.80

¹⁹⁰ Bronger (2019), S.39

¹⁹¹ Knecht et al. (2018), S.575

¹⁹² Bronger (2019), S.39

¹⁹³ Varta AG Geschäftsbericht (2023), S.66

¹⁹⁴ Varta AG Geschäftsbericht (2024), S.12

Überlebensfähigkeit der Gesellschaft.¹⁹⁵ Ein DES allein löst jedoch keine Zahlungsunfähigkeit. Da durch den Buchungsvorgang keine frischen liquiden Mittel zufließen, kann eine bereits eingetretene Zahlungsunfähigkeit dadurch nicht geheilt werden.¹⁹⁶ Regelmäßig ist neben der Beseitigung der Überschuldung die Zurverfügungstellung zusätzlicher Liquidität erforderlich, die durch Barkapitalerhöhung und/oder Kreditgewährung erfolgen kann.¹⁹⁷ Genau dieser Kombination folgte die VARTA AG: Der DES wurde durch eine Barkapitalerhöhung der neuen Investoren Polux und MT InvestCo begleitet. Für die Altaktionäre bedeutete der DES den vollständigen Verlust ihrer Beteiligung. Das StaRUG ermöglicht bei nachgewiesener bilanzieller Überschuldung die vollständige Enteignung der Altaktionäre durch Planbeschluss, ohne ein förmliches Insolvenzverfahren. Die Eintragung der Kapitalherabsetzung am 11. März 2025 führte automatisch zum Widerruf der Börsenzulassung und damit zum Delisting der VARTA-Aktie.¹⁹⁸ In der Praxis gehen DES-Transaktionen regelmäßig mit weitreichenden operativen Konsequenzen einher. Neue Investoren fordern typischerweise einen radikalen Managementwechsel und harte Restrukturierungsschritte.¹⁹⁹ Bei der VARTA AG spiegelte sich dies im erheblichen Personalabbau und im Carve-out des V4Drive-Bereichs in das Joint Venture mit der Porsche AG wider.

5.2.3 Fallvergleich: Kapitalerhöhung, Sale-and-Lease-Back, Rangrücktritt und Factoring

Die Kapitalerhöhung der BayWa AG ist bewusst moderat und aktionärsschonend ausgestaltet. Der Restrukturierungsplan sieht eine Barkapitalerhöhung mit Bezugsrecht für alle Aktionäre vor, wobei ein Gesamtemissionserlös von bis zu 201,6 Mio. €, davon ein Mindestkapitalzufluss von 150 Mio. €, angestrebt wird.²⁰⁰ Die Kapitalerhöhung wird in zwei Tranchen durchgeführt. In der ersten Tranche von 125 Mio. € sind die Ankeraktionäre bezugsberechtigt, in der zweiten Tranche von bis zu 76,6 Mio. € stehen alle Aktionäre im Bezugsrecht.²⁰¹ Bemerkenswert ist, dass der Plan ausdrücklich keine Forderungsverzichte und keine Kapitalherabsetzung einfordert.²⁰² Dies entspricht dem, was der Vorstandsvorsitzende als 'StaRUG light' beschrieben hat,

¹⁹⁵ Knecht et al. (2018), S.758

¹⁹⁶ Bronger (2019), S.39

¹⁹⁷ Knecht et al. (2018), S.759

¹⁹⁸ Varta AG Geschäftsbericht (2024), S.80

¹⁹⁹ Bronger (2019), S.39

²⁰⁰ BayWa Konzernfinanzbericht (2024), S.55

²⁰¹ BayWa Konzernfinanzbericht (2024), S.67-68

²⁰² BayWa Konzernfinanzbericht (2024), S.67

da es ausschließlich die Finanzgläubigerseite betrifft.²⁰³ Das Sale-and-Lease-Back-Instrument illustriert bei VARTA eine langfristige Belastungswirkung. Die 2015 mit einer durch DDr. Tojner beherrschten Gesellschaft durchgeführte Transaktion führte zu Mietaufwendungen von 3,6 Mio. € im Geschäftsjahr 2024.²⁰⁴ Im Restrukturierungsplan 2024 wurde dieser Mietvertrag zum Verhandlungsgegenstand. Für einen betroffenen Mietvertrag wurde eine Rückstellung von 7,9 Mio. € gebildet, und der Restrukturierungsplan sah einen Verzicht des Gläubigers auf diese Forderung vor.²⁰⁵ Dadurch bewirkte das Instrument eine Langzeitbindung, die im Falle einer Sanierung neu verhandelt werden musste. Der systematische Unterschied wird beim Rangrücktritt durch den Vergleich deutlich. Bei der BayWa AG handelt es sich um einen gezielten qualifizierten Rangrücktritt von 30 % der planbetroffenen Nennbeträge, der die Forderungen nicht tilgt, sondern nur im Rang abstuft.²⁰⁶ Bei der VARTA AG wurde dieser Mechanismus durch einen vollständigen Forderungsverzicht von 255 Mio. € ersetzt, die bei negativem Eigenkapital von –185.762 T€ zwingend notwendige radikalere Variante.²⁰⁷ Bei Factoring und ABS nutzten beide Unternehmen Forderungsverbriefungsprogramme, mit deutlich unterschiedlichem bilanziellen Ergebnis: Die ABS-Maßnahme der BayWa AG führte aufgrund der Vertragsgestaltung nicht zu einer bilanziellen Entlastung, die verbrieften Forderungen verblieben in der Bilanz, da keine vollständige Risikoübertragung erfolgte.²⁰⁸ Das VARTA-Factoring-Programm ist bilanziell sauberer strukturiert. Das Kreditrisiko wurde an den Factor abgegeben, zum 31.12.2024 waren Forderungen von 62,6 Mio. € verkauft.²⁰⁹ Auch hier verblieb aufgrund des Spätzahlungsrisikos ein Restengagement.

5.3 Mezzanine Instrumente im Fallvergleich

5.3.1 BayWa AG

Die BayWa AG integrierte mezzanine Instrumente bereits präventiv in ihre Kapitalstruktur. Den Kern bildet eine Hybridanleihe (ISIN DE000A351PD9), die am 5. Mai 2023 zunächst mit einem Gesamtnennbetrag von 60,0 Mio. € begeben und am 29. September 2023 auf 100,0 Mio. € aufgestockt wurde, der Nettoemissionserlös

²⁰³ BayWa Konzernfinanzbericht (2024), S.12

²⁰⁴ Varta AG Geschäftsbericht (2024), S.185

²⁰⁵ Varta AG Geschäftsbericht (2024), S.185

²⁰⁶ BayWa Konzernfinanzbericht (2024), S.66

²⁰⁷ Varta AG Geschäftsbericht (2024), S. 12

²⁰⁸ BayWa Konzernfinanzbericht (2024), S.157

²⁰⁹ Varta AG Geschäftsbericht (2024), S.173

belief sich auf rund 99,1 Mio. €. ²¹⁰ Die Hybridanleihe weist die klassischen Merkmale eines Equity-Mezzanine-Instruments auf, strukturelle Nachrangigkeit gegenüber allen vorrangigen Finanzgläubigern und IFRS-Klassifizierung als Eigenkapital. ²¹¹ Diese Einordnung ist sanierungsstrategisch bedeutsam, da sie die ausgewiesene Eigenkapitalquote stärkt, ohne das Stimmrechtsgefüge zu verändern. Ein charakteristischer Vorteil mezzaniner Instrumente, die Eigentümerstruktur zu erhalten und gleichzeitig Bonitätskennzahlen zu verbessern. ²¹² Zur Liquiditätsschonung machte die Gesellschaft von ihrem Recht Gebrauch, die für den 5. Mai 2025 geplante Zinszahlung aufzuschieben. ²¹³ Im StaRUG-Restrukturierungsplan ist die Hybridanleihe explizit im Nachrang verortet. ²¹⁴ Ein zweites mezzanines Element waren die nachrangigen Gesellschafterüberbrückungsdarlehen der beiden Hauptaktionäre, Bayerische Raiffeisen-Beteiligungs-AG und Raiffeisen Agrar Invest AG, in Höhe von insgesamt 125 Mio. €, deren Laufzeit bis zum 30. Juni 2028 verlängert wurde. ²¹⁵ Diese Darlehen sind eigenkapitalersetzend, unbesichert und treten im Rang hinter alle übrigen Finanzgläubiger zurück. ²¹⁶ Ihre Funktion in der Krisenpraxis liegt in der Signalwirkung, da Gesellschafter eigenes Kapital vorrangig riskieren, bevor externe Gläubiger Verluste erleiden. Ergänzend enthält der ab 1. Juli 2025 wirksame Sanierungskreditvertrag eine Payment-in-Kind-Komponente (PIK) für einen Teil der New-Money-Mittel von 214 Mio. €. Der Zinsanteil wird nicht sofort in bar geleistet, sondern auf das Laufzeitende verschoben. ²¹⁷ Dies entspricht dem Liquiditätsvorteil mezzaniner Vergütungsstrukturen, die den laufenden Cashflow in der kritischen Sanierungsphase entlasten. ²¹⁸

5.3.2 Varta AG

Bei der VARTA AG wurden mezzanine Instrumente nicht präventiv, sondern als integraler Bestandteil des Restrukturierungsplans eingesetzt. Das Instrument diente nicht zur Bonitätsoptik, sondern als Gläubiger-Incentivierungsmechanismus für jene Kreditgeber, die durch Schuldenschnitt oder neue Liquiditätsbereitstellung einen überproportionalen Beitrag leisteten. Kern bildeten zwei Genussrechtsprogramme, die sogenannten VARTA Participation Profit Notes (VPPN): VPPN I richtete sich an jene

²¹⁰ BayWa Konzernfinanzbericht (2024), S.170

²¹¹ BayWa Konzernfinanzbericht (2024), S.170

²¹² Guserl/Pernsteiner (2022), S.283

²¹³ BayWa Konzernfinanzbericht (2024), S.5

²¹⁴ BayWa Konzernfinanzbericht (2024), S.66

²¹⁵ BayWa Konzernfinanzbericht (2024), S.9

²¹⁶ Knecht et al. (2018), S.764

²¹⁷ BayWa Konzernfinanzbericht (2024), S.10

²¹⁸ Pape (2022), S.241-242

Gläubiger, die die neue vorrangige Kreditfazilität (New Money Facility) von 60 Mio. € bereitstellten, VPPN II adressierte die Gläubiger, die vom Schuldenschnitt von 255 Mio. € betroffen waren.²¹⁹ Genussrechte begründen Ansprüche auf Vermögensrechte wie Gewinnbeteiligungen, jedoch keine Mitwirkungsrechte.²²⁰ In der Sanierungspraxis dienen sie der Überbrückung der Interessendivergenz zwischen Gläubigern, die auf nominale Forderungsbefriedigung bestehen, und dem Sanierungsziel, das einen Forderungsverzicht erfordert. Die ökonomische Logik liegt im Upside-Sharing. Gläubiger, die auf nominale Forderungsbeträge verzichten, erhalten über VPPN II eine Option auf künftige Ertragsverbesserungen, die ihre kurzfristigen Verluste mittelfristig kompensieren können, ein Anreizmechanismus für die freiwillige Beteiligung an einer Restrukturierung.²²¹ Ein zweites mezzanines Instrument war das Wandeldarlehen der Porsche AG. Am 12. Februar 2025 wurde ein Wandeldarlehen von 25 Mio. € zwischen Porsche und der neu gegründeten Joint-Venture-Gesellschaft V4Smart GmbH & Co. KG vereinbart. Am 4. März 2025 wurde dieses Darlehen vollzogen, indem Porsche seinen Rückzahlungs- und Zinsanspruch gegen eine Erhöhung seines Festkapitalanteils einbrachte²²², ein klassischer zweistufiger DES-Mechanismus, bei dem zunächst ein Wandelrecht begründet und anschließend in Gesellschaftskapital umgewandelt wird.

5.3.3 Vergleichende Einordnung

Die Gegenüberstellung zeigt, dass mezzanine Instrumente in beiden Fällen eingesetzt wurden, jedoch in fundamental unterschiedlichen Rollen. Bei der BayWa AG dienten Hybridanleihe und nachrangige Gesellschafterdarlehen der Eigenkapitaloptimierung und Überbrückungsfinanzierung, die PIK-Komponente schont die Liquidität während des Sanierungszeitraums. In keinem dieser Fälle wird die Eigentumsstruktur berührt, sodass die Altaktionäre vollständig beteiligt blieben. Bei der VARTA AG wurden Genussrechte als Kompensationsinstrument für den Forderungsverzicht eingesetzt, nicht als Liquiditätsquelle. Das Wandeldarlehen der Porsche AG ist ein transaktionsbegleitendes Brückeninstrument im Rahmen der Joint-Venture-Gründung. Beide Instrumente sind strukturell in den DES und den Schuldenschnitt eingebettet, sie ergänzen die radikale Kapitalrestrukturierung, ersetzen sie aber nicht. Mezzanine-Kapital steht in der Systematik zwischen Eigen- und Fremdkapital, wodurch durch seine Aufnahme Bonität und Rating des Unternehmens verbessert

²¹⁹ Varta AG Geschäftsbericht (2024), S.179-180

²²⁰ Knecht et al. (2018), S.764

²²¹ Krystek/Moldenhauer (2021), S.253

²²² Varta AG Geschäftsbericht (2024), S.179-180

werden können.²²³ Diese klassische Beschreibung trifft auf die BayWa AG zu. Bei der VARTA AG erfüllen die mezzaninen Instrumente hingegen primär eine Gläubiger-Incentivierungsfunktion. Der Fallvergleich erweitert damit das theoretische Bild. In radikalen Restrukturierungssituationen mit Kapitalschnitt können Genussrechte und Wandeldarlehen als Anreizinstrumente für Gläubigerkooperationen fungieren, die über die typische Bonitätsbrücken-Funktion hinausgehen.

6 Kritische Würdigung und Vergleich der Sanierungspfade

Die in Kapitel 4 und 5 erarbeiteten Befunde bilden die empirische Grundlage für eine generalisierbare Bewertung der Sanierungsinstrumente. Kapitel 6 verfolgt drei Ziele: Zunächst wird die Effektivität der operativen Working-Capital-Optimierung als Liquiditätsgenerator bewertet (6.1), anschließend die Nachhaltigkeit der ergriffenen Kapitalstrukturmaßnahmen kritisch eingeordnet (6.2), bevor eine übergreifende Diskussion der Frage nachgeht, unter welchen Bedingungen operatives WCM ausreicht und ab welchem Punkt strukturelle Bilanzschnitte unumgänglich werden (6.3).

6.1 Effektivität der Working-Capital-Optimierung zur Liquiditätsgenerierung

6.1.1 Aktivaqualität als entscheidender Faktor

Die Fallanalyse zeigt einen klaren Befund: Die Wirksamkeit operativer WCM-Maßnahmen als Liquiditätsinstrument hängt in erster Linie von der Qualität der im Umlaufvermögen gebundenen Aktiva ab. Durch Maßnahmen der Vermögensumschichtung im Rahmen der Innenfinanzierung lassen sich im Krisenfall relativ schnell finanzielle Mittel freisetzen, die benötigt werden, um die Zeit bis zur Erstellung eines Restrukturierungskonzepts zu überbrücken.²²⁴ Diese theoretische Aussage ist jedoch an eine Bedingung geknüpft, die in der Theorie häufig implizit bleibt. Die gebundenen Aktiva müssen einen funktionierenden Markt mit echten Kaufinteressenten haben. Die BayWa AG hat dies eindrücklich belegt. Fungible Handels- und Agrarvorräte, wie Getreide, Düngemittel, Energieprodukte, ließen sich innerhalb eines Geschäftsjahres um 1.405,1 Mio. € abbauen²²⁵ und generierten in der

²²³ Pape (2022), S. 235, 237

²²⁴ Krystek/Moldenhauer (2021), S. 237

²²⁵ BayWa Konzernfinanzbericht (2024), S. 90

Kapitalflussrechnung einen Working-Capital-Effekt von 1.358,3 Mio. €.²²⁶ Dieser Effekt war maßgeblich dafür verantwortlich, dass der operative Cashflow trotz eines Jahresfehlbetrags von 1.604,1 Mio. € mit 941,5 Mio. € positiv ausfiel.²²⁷ Die konsequente Implementierung des WCM stellte damit eine schnelle und effektive Möglichkeit dar, gebundene Liquidität freizusetzen.²²⁸ Bei der VARTA AG versagte derselbe Mechanismus vollständig. Spezialisierte Lithium-Ionen-Batteriezellen und Halbfertigprodukte für OEM-Kunden sind nicht fungibel, ihre Abnahme ist an spezifische Kundenbeziehungen und technische Zertifizierungen gebunden. Der Vorratsrückgang bei der VARTA AG war kein aktiver WCM-Hebel, sondern passives Ergebnis eines Nachfrage- und Produktionseinbruchs, welcher keine Liquidität freisetze, sondern lediglich eine rückläufige Bilanzsumme erzeugt. Die Lager- und Bestandsoptimierung setzt bedarfsgerechte Fertigung voraus, bei der die Bestände in Einklang mit der tatsächlichen Kundennachfrage gehalten werden.²²⁹ Fehlt diese Nachfrage strukturell, versagt der WCM-Hebel auf der Bestandsseite vollständig. Auf der Forderungsseite war das Bild ähnlich asymmetrisch. Die BayWa AG konnte ihre ABS- und Factoring-Programme aufrechterhalten, wenngleich keine neuen Vereinbarungen abgeschlossen werden konnten und bestehende Programme von Tochtergesellschaften ausliefen.²³⁰ Bei der VARTA AG verhinderten langfristige OEM-Lieferverträge mit vertraglich definierten Zahlungszielen eine wirksame DSO-Reduktion strukturell.²³¹ Unternehmen sind in der Steuerung ihrer Außenstände nicht vollständig frei, da aus Wettbewerbsgründen Zahlungsziele nicht ohne Weiteres verkürzt werden können.²³² Die Verbindlichkeitsseite illustriert den WCM-Kontrollverlust in der Krise besonders deutlich. Während eine hohe DPO grundsätzlich die Performance des Purchase-to-Pay-Prozesses verbessert,²³³ brach die DPO der VARTA AG von 57,65 Tagen (2020) auf 25,76 Tage (2024) ein, was kein strategisches Signal, sondern ein Krisensymptom. Lieferanten, die von der schwierigen Finanzlage wussten, kürzten Zahlungsziele oder verlangten Vorkasse.²³⁴ Die BayWa AG war von dieser Dynamik nicht immun, ihre DPO-Werte lagen durchgehend zwischen 14 und 25 Tagen, weit unterhalb eines wettbewerbsfähigen Niveaus.

²²⁶ BayWa Konzernfinanzbericht (2024), S.94

²²⁷ BayWa Konzernfinanzbericht (2024), S.92-94

²²⁸ LBBW (2024), S.7

²²⁹ Messelhaeuser (2013), S.13

²³⁰ BayWa Konzernfinanzbericht (2024), S.157

²³¹ Messelhaeuser (2013), S.14

²³² Krystek/Moldenhauer (2021), S.238

²³³ Messelhaeuser (2013), S.16

²³⁴ Krystek/Moldenhauer (2021), S.242

6.1.2 Krisenstadiumsabhängigkeit der WCM-Wirksamkeit

Eine zweite Wirksamkeitsbedingung betrifft das Krisenstadium. Die korrekte Analyse und Zuordnung der Ist-Situation zu einem Krisenstadium ist eine zwingende Voraussetzung, um stadienabhängig Ansatzpunkte und Maßnahmen für die Krisenbewältigung zu identifizieren und weitere Fehlentscheidungen zu vermeiden.²³⁵ Das IDW S6 differenziert sechs aufeinander aufbauende Stadien: Stakeholderkrise, Strategiekrise, Produkt- und Absatzkrise, Erfolgskrise, Liquiditätskrise und Insolvenzlage.²³⁶ In der Liquiditätskrise, dem Stadium der BayWa AG im zweiten Halbjahr 2024, sind WCM-Maßnahmen kurativ. Sie müssen unmittelbar und massiv eingesetzt werden, um die Zahlungsunfähigkeit abzuwenden. Das IDW S6 fordert für diesen Fall, dass bei Vorliegen einer akuten Illiquiditätslage unverzüglich, das heißt innerhalb von längstens drei Wochen, Maßnahmen zu deren Beseitigung konkretisiert und umgesetzt werden.²³⁷ Die BayWa AG erfüllte diese zeitliche Anforderung durch den sofortigen Einleitung des Vorratsabbaus und die Stillhaltevereinbarungen. In der Insolvenzlage, dem Stadium der VARTA AG, versagt das WCM nicht wegen mangelnder Umsetzung, sondern wegen struktureller Inkompatibilität. Hat eine Unternehmenskrise das Stadium einer Liquiditätskrise erreicht und droht in die Insolvenzlage überzugehen, ist der Handlungsbedarf maximal, wenngleich sich die Handlungsspielräume auf überlebenswichtige Maßnahmen beschränken.²³⁸ Der operative Cashflow von –52.159 T€ im Geschäftsjahr 2024²³⁹ zeigt, dass selbst vollständige WCM-Optimierungen keine ausreichende Liquidität hätten freisetzen können. In einem fortgeschrittenen Krisenstadium reichen kurzfristige WCM-Maßnahmen nicht mehr aus, wenn das operative Kerngeschäft selbst negative Cashflows generiert.²⁴⁰

6.1.3 Systematische Grenzen: WCM im hochzinsigen Refinanzierungsumfeld

Beiden Fällen gemeinsam ist eine systemische Grenze, die über die einzelnen Unternehmen hinausweist. Die Finanzierungsherausforderungen für Krisenunternehmen sind so hoch wie seit zwei Jahrzehnten nicht mehr, so beurteilen 40 % der befragten Experten, dass die Finanzierungsmöglichkeiten für

²³⁵ Crone/Werner (2024), S.18

²³⁶ IDW S6 (2020), S.1164

²³⁷ IDW S6 (2020), S.1161

²³⁸ Knecht et al. (2018), S.573

²³⁹ Varta AG Geschäftsbericht (2024), S.78

²⁴⁰ Crone/Werner (2024), S.18

Krisenunternehmen schlecht oder sehr schlecht sind.²⁴¹ Höhere Zinsen erhöhen die Opportunitätskosten von Lagerbeständen. Jede im Vorrat gebundene Million Euro verursacht bei einem Zinssatz von sechs Prozent 60.000 Euro jährliche Kapitalkosten, was den Druck zur Bestandsreduktion erhöht. Gleichzeitig verschlechtert ein hochzinsiges Umfeld die Kreditwürdigkeit von Krisenunternehmen genau dann, wenn Überbrückungsfinanzierungen am dringendsten gebraucht werden.²⁴² WCM kann in diesem Umfeld zwar Liquidität freisetzen, vermag es aber nicht, die strukturellen Zinslastprobleme zu lösen, die beide Fallunternehmen ursprünglich in die Krise geführt haben. Die BayWa AG hatte dies erfahren, hohe Vorräte bei stark gestiegenen euribor-abhängigen²⁴³ Kreditzinsen bildeten die Ursachenkombination der Liquiditätskrise.²⁴⁴ WCM ist damit ein notwendiges, aber kein hinreichendes Sanierungsinstrument in einem Hochzinsumfeld.

6.2 Nachhaltigkeit der Kapitalstrukturmaßnahmen

6.2.1 BayWa AG

Die WCM-Maßnahmen der BayWa AG haben die akute Liquiditätskrise abgewendet, aber die strukturellen Ursachen weder beseitigt noch adressiert. Dies ist die wesentliche Grenze des operativen WCM-Ansatzes, denn er behandelt Symptome, nicht Ursachen. Alles, was außerordentliche Kredittilgungen, Kreditverzichte, Debt-to-Equity-Swaps umfasst oder darauf abzielt, die angestrebte Kapitalstruktur im Sinne einer anteiligen Entschuldung zu erreichen, fällt unter strukturelle Maßnahmen.²⁴⁵ Keiner dieser strukturellen Eingriffe wurde bei der BayWa AG durch WCM-Maßnahmen vollzogen. Die Eigenkapitalquote von 0,33 % (31.12.2024)²⁴⁶ ist nach wie vor nicht annähernd branchenüblich, die kurzfristigen Finanzschulden von 3.568,5 Mio. €²⁴⁷ bestehen fort. Das IDW S6 formuliert dazu unmissverständlich, dass für eine durchgreifende Sanierung eine bloße Abwendung der Insolvenzgründe nicht ausreicht, wenn dadurch die Ursachen der Krise nicht beseitigt werden und in der Zukunft unverändert fortwirken.²⁴⁸ Auf die BayWa AG übertragen bedeutet dies: Der operative Cashflow von 941,5 Mio. € ist kein Beleg für wiederhergestellte Sanierungsfähigkeit im Sinne des IDW S6, solange die Eigenkapitalstruktur und die Schuldentragfähigkeit

²⁴¹ Roland Berger (2024), S.20,30

²⁴² Roland Berger (2024), S.24

²⁴³ Deutsche Bundesbank, Monatsbericht Februar (2024), S.25

²⁴⁴ BayWa Konzernfinanzbericht (2024), S.98

²⁴⁵ Knecht et al. (2018), S.1168

²⁴⁶ BayWa Konzernfinanzbericht (2024), S.91

²⁴⁷ BayWa Konzernfinanzbericht (2024), S.91

²⁴⁸ IDW S6 (2020), S.1163

nicht dauerhaft saniert sind. Ein weiteres Problem betrifft die Einmaligkeit des WCM-Hebels. Der Vorratsabbau um 1.405,1 Mio. € war ein einmaliger Effekt, der in dieser Größenordnung nicht wiederholbar ist. Eine nachhaltige Zukunftssicherung erfordert neben reiner Kostensenkung eine strategische Transformation des Geschäftsmodells, um wieder auf Wachstumskurs zu kommen.²⁴⁹ Diese Transformation steht bei der BayWa AG noch aus. Das Sanierungskonzept sieht zwar bis Ende 2028 wesentliche Maßnahmen zum Schuldenabbau und zur Profitabilitätssteigerung vor,²⁵⁰ doch der Weg dorthin ist lang und mit erheblichen Umsetzungsrisiken behaftet. Strukturell wird die BayWa AG gezwungen sein, ihr Vorratsniveau mittelfristig teilweise wieder aufzufüllen. Eine Reduzierung der Bestände auf der Absatzseite führt zum Trade-off mit einer kundenwunschgerechten Leistung durch ständig hohe Lieferbereitschaft.²⁵¹ Im saisonalen Agrarhandel ist dieser Zielkonflikt besonders ausgeprägt: Ein dauerhaft reduzierter Lagerbestand gefährdet die Versorgungssicherheit der Landwirte und damit Marktanteile. Der WCM-Effekt der Krisenjahre wird sich mittelfristig teilweise umkehren – eine Entwicklung, die im Refinanzierungskonzept explizit berücksichtigt werden muss.

6.2.2 Varta AG

Der Debt-Equity-Swap bei der VARTA AG hat die bilanzielle Überschuldung beseitigt, aber die operative Krise nicht gelöst. Da durch den bloßen Buchungsvorgang keine frischen liquiden Mittel zufließen, kann eine bereits eingetretene Zahlungsunfähigkeit durch den DES allein nicht geheilt werden.²⁵² Dieser Anforderung wurde bei der VARTA AG durch die begleitende Barkapitalerhöhung der Investoren Polux und MT InvestCo entsprochen. Die tiefere Grenze des DES-Ansatzes liegt jedoch in der operativen Dimension. Im Geschäftsjahr 2024 erzielte die VARTA AG einen Jahresfehlbetrag von 64.520 T€ bei einem Umsatz von 793.186 T€ und einem negativen EBITDA von –3.472 T€. ²⁵³ Diese Kennzahlen verdeutlichen, dass selbst nach dem DES das Kerngeschäft noch kein positives EBITDA erwirtschaftet. Das Eigenkapital betrug zum 31.12.2024 formal –185.762 T€, ²⁵⁴ was durch die noch ausstehende Buchung der Kapitalmaßnahmen aus dem StaRUG-Verfahren erklärt wird. Ohne eine grundlegende Verbesserung der operativen Ertragskraft bleibt der DES eine temporäre bilanzielle Bereinigung, die ohne operative

²⁴⁹ Roland Berger (2024), S.1

²⁵⁰ BayWa Konzernfinanzbericht (2024), S.98-99

²⁵¹ Messelhaeuser (2013), S.28

²⁵² Bronger (2019), S.39

²⁵³ Varta AG Geschäftsbericht (2024), S.77

²⁵⁴ Varta AG Geschäftsbericht (2024), S.76

Sanierung in einer erneuten Krise enden kann. Empirische Untersuchungen deuten darauf hin, dass Krisensituationen häufig einen Eigentümerwechsel nach sich ziehen, jedoch ist eine erfolgreiche Sanierung nicht garantiert, weil viele verschiedene Faktoren den Erfolg der Restrukturierung auch nach einem Eigentümerwechsel beeinflussen können.²⁵⁵ Im Fall der VARTA AG ist die entscheidende offene Frage, ob die neuen Investoren Polux und MT InvestCo nicht nur bilanzielle Sanierung, sondern auch operative Ertragstransformation bewirken können. Das IDW S6 setzt für eine durchgreifende Sanierung die Wiedererlangung der Wettbewerbsfähigkeit voraus, die eine angemessene Rendite sowie ein angemessenes Eigenkapital erfordert.²⁵⁶ Mit einem negativen EBITDA und negativem Eigenkapital zum 31.12.2024 erfüllt die VARTA AG diese Anforderungen noch nicht. Wie bereits in Kapitel 5.2.1 dargestellt gehen DES-Transaktionen regelmäßig mit einem radikalen Managementwechsel einher sowie mit Restrukturierungsschritten.²⁵⁷ Bei der VARTA AG spiegelt sich dies im erheblichen Personalabbau und im Carve-out des V4Drive-Bereichs in das Joint Venture mit der Porsche AG wider. Diese Maßnahmen zerstören kurzfristig operativen Wert, wie Fachwissen, Mitarbeitermotivation, Kundenbeziehungen, und entfalten ihre positive Wirkung erst mit Zeitverzug. Die Sanierungsprognose hängt daher maßgeblich davon ab, ob die Konzentration auf das profitablere Consumer-Batteries-Kerngeschäft schnell genug zu einem positiven operativen Cashflow führt.

6.2.3 Mezzanine Instrumente

Eine differenzierte Beurteilung verdienen die mezzaninen Instrumente beider Unternehmen. Bei der BayWa AG dienten Hybridanleihe (100,0 Mio. €) und nachrangige Gesellschafterdarlehen (125,0 Mio. €) einer doppelten Funktion. Einmal der Stärkung der bilanziellen Eigenkapitaloptik und dann der Signalisierung an Fremdkapitalgeber, dass die Hauptaktionäre eigenes Kapital riskieren. Mezzanine-Kapital steht in der Systematik zwischen Eigen- und Fremdkapital und kann durch seine Aufnahme die Bonität und das Rating des Unternehmens verbessern.²⁵⁸ Diese Wirkung trat bei der BayWa AG ein, die Hybridanleihe stützte die Eigenkapitalquote, ohne die Stimmrechtsstruktur zu berühren. Die Kehrseite zeigt sich im Sanierungsfall. Die Zinszahlung auf die Hybridanleihe wurde für den 5. Mai 2025 aufgeschoben,²⁵⁹

²⁵⁵ Knecht et al. (2018), S.566

²⁵⁶ IDW S6 (2020), S.1163

²⁵⁷ Bronger (2019), S.39

²⁵⁸ Pape (2022), S.235, 237

²⁵⁹ BayWa Konzernfinanzbericht (2024) S.5

und im StaRUG-Restrukturierungsplan wurde die Hybridanleihe explizit im Nachrang gegenüber den planbetroffenen Hauptforderungen verortet.²⁶⁰ Die PIK-Komponente für 214 Mio. € New-Money-Mittel schont zwar die laufende Liquidität,²⁶¹ schiebt aber die Zinslast auf das Laufzeitende und erhöht damit die künftige Refinanzierungslast. Mezzanine-Instrumente verlängern den Sanierungskorridor, sanieren aber nicht die Kapitalstruktur. Bei der VARTA AG erfüllten Genussrechte (VPPN I und II) eine andere Funktion. Sie dienten nicht der Bonitätsoptik, sondern der Gläubiger-Incentivierung für jene Kreditgeber, die durch Schuldenschnitt oder neue Liquiditätsbereitstellung überproportionale Beiträge leisteten.²⁶² Das Wandeldarlehen der Porsche AG (25,0 Mio. €) war ein transaktionsbegleitendes Brückeninstrument im Rahmen der Joint-Venture-Gründung.²⁶³ Beide Instrumente sind strukturell in den DES und den Schuldenschnitt eingebettet, sie sind Anreizkomponenten, keine eigenständigen Sanierungsbausteine.

6.3 Diskussion: Genügt operatives WCM oder sind radikale Bilanzschnitte unumgänglich

6.3.1 Die drei determinierenden Faktoren

Aus der vergleichenden Analyse lassen sich drei Faktoren ableiten, die gemeinsam den Schwellenpunkt bestimmen, ab dem operatives WCM allein nicht mehr ausreicht und strukturelle Kapitalmaßnahmen zwingend werden.

Der erste Faktor ist die Aktivaqualität des Umlaufvermögens. Fungible, marktgängige Bestände schaffen einen WCM-Hebel, der in der Liquiditätskrise schnell aktivierbar ist. WCM-Maßnahmen führen zu Kapitalfreisetzung und Liquiditätssicherung, aber nur dann, wenn Forderungen und Bestände kurzfristig in Zahlungsmittel konvertierbar sind.²⁶⁴ Spezialisierte, kundenbezogene Bestände schaffen diesen Hebel nicht. Die BayWa AG verfügte über erstere, die VARTA AG über letztere.

Der zweite Faktor ist der Typus der Krisenursache, finanzstrukturell versus operativ. Die BayWa AG litt primär an einer finanzstrukturellen Krise, eine zu hohe Verschuldung bei gestiegenen Zinsen, bei grundsätzlich funktionierendem operativem Geschäft. Ein Unternehmen, das sich noch nicht in einer akuten Ergebniskrise befindet und nicht überschuldet ist, kann eine kurzfristige Liquiditätskrise gewöhnlich durch

²⁶⁰ BayWa Konzernfinanzbericht (2024) S.66

²⁶¹ BayWa Konzernfinanzbericht (2024). S.10

²⁶² Varta AG Geschäftsbericht (2024), S.179-180

²⁶³ Varta AG Geschäftsbericht (2024), S.179

²⁶⁴ LBBW (2024), S.7

eine kurzfristige Zwischenfinanzierung bewältigen.²⁶⁵ Die VARTA AG hingegen litt primär an einer operativen Krise, geprägt durch ein negatives EBITDA, struktureller Nachfrageeinbruch, technologische Fehlinvestition. Hier ist das WCM keine Lösung, weil das operative Kerngeschäft selbst keinen ausreichenden Cashflow generiert. Sitzen die Probleme strukturell derart tief, dass die Sanierungswürdigkeit in Frage gestellt werden muss, ist in der Regel ausschließlich eine Transaktion das Mittel, um marode Strukturen durch effizientere zu ersetzen.²⁶⁶ Der dritte Faktor ist die Eigenkapitalposition und Überschuldungslage. Solange das Eigenkapital formal positiv ist, bewegt sich die Sanierung im außergerichtlichen Rahmen des IDW S6. Wird das Eigenkapital negativ und eine bilanzielle Überschuldung nach § 19 InsO festgestellt, ist WCM allein rechtlich und ökonomisch unzureichend, da es die Passivseite der Bilanz unberührt lässt. Der DES kann eine bestehende oder drohende Überschuldung mindern oder beseitigen²⁶⁷, ein Ziel, das durch operatives WCM per definitionem nicht erreichbar ist.

6.3.2 Das Schwellenpunktmodell

Die drei Faktoren lassen sich zu einem Schwellenpunktmodell verdichten, das die Wahl des Sanierungsinstruments strukturiert. Operatives WCM als primäres Sanierungsinstrument ist hinreichend, wenn das Umlaufvermögen fungibel ist, die Krisenursache primär finanzstruktureller Natur ist und das Eigenkapital formal positiv bleibt. Strukturelle Kapitalmaßnahmen werden zwingend, wenn mindestens eine dieser Bedingungen nicht erfüllt ist. Das IDW S6 stützt diese Dreiteilung implizit: Das Sanierungskonzept muss sowohl die Durchfinanzierung sicherstellen als auch die nachhaltige Wettbewerbsfähigkeit wiederherstellen, was eine angemessene Rendite und ein angemessenes Eigenkapital erfordert.²⁶⁸ WCM adressiert von diesen drei Dimensionen ausschließlich die erstgenannte und auch das nur temporär.

6.3.3 Kritische Reflexion der Modellübertragbarkeit

Das Schwellenpunktmodell wurde induktiv aus den besprochen Fallbeispielen abgeleitet und besitzt daher diagnostischen Wert für ähnliche Fälle. Vor dem Hintergrund eigentumsverändernder Restrukturierungsmaßnahmen sollte grundsätzlich eine ganzheitliche Analyse der jeweiligen Krisensituation und ihrer

²⁶⁵ Knecht et al. (2018), S.573

²⁶⁶ Knecht et al. (2018), S.570

²⁶⁷ Bronger (2019), S.38

²⁶⁸ IDW S6 (2020), S.1162-1163

Auslöser sowie der individuellen Bedürfnisse des Unternehmens erfolgen.²⁶⁹ Kein Modell kann die fallspezifische Analyse ersetzen. Die drei Faktoren sind valide Indikatoren, aber weder abschließend noch deterministisch. Ein Beispiel für die Grenzen der Modellübertragbarkeit: Ein Handelsunternehmen mit fungiblen Vorräten und positiver Eigenkapitalposition kann dennoch keine WCM-basierte Sanierung durchführen, wenn seine Lieferanten die Geschäftsbeziehung bei Bekanntwerden der Krise sofort kündigen. Lieferanten können in der Krise dazu übergehen, nur noch gegen Vorkasse zu liefern, was die Liquiditätslage zusätzlich belastet.²⁷⁰ Die BayWa AG war von diesem Risiko nicht immun, sie konnte jedoch durch frühzeitige Kommunikation und die konsensuale Einbindung des Bankenkonsortiums eine Eskalation verhindern. Zudem beeinflussen strukturelle Faktoren wie Bürokratie und Regulierung, die von 57 Prozent der befragten Experten als führendes Risiko genannt werden,²⁷¹ die Umsetzungsgeschwindigkeit von Restrukturierungsmaßnahmen erheblich. Genehmigungsprozesse für geplante Desinvestitionen können die Refinanzierungsstrategie verzögern, was ein Risiko außerhalb der Reichweite des WCM ist. Zusammenfassend gilt, das Modell erlaubt eine strukturierte Einordnung der Ausgangssituation und liefert Hypothesen über die relative Wirksamkeit verschiedener Sanierungsinstrumente. Es ersetzt jedoch nicht die Expertise erfahrener Sanierungsberater, die als einer der zentralen Erfolgsfaktoren der Restrukturierung identifiziert werden.²⁷²

7 Fazit

7.1 Zusammenfassung der Kernergebnisse

Die Arbeit kommt zu fünf zentralen Ergebnissen, die sich unmittelbar aus der empirischen Analyse der Kapitel 4 und 5 sowie der kritischen Würdigung in Kapitel 6 ableiten lassen.

Erstens: Die Krisengenese beider Fallunternehmen folgt unterschiedlichen Mustern, die die gesamte Sanierungslogik determinieren. Die BayWa AG litt primär an einer finanzstrukturellen Krise, mit einem schuldenfinanzierten Wachstumsmodell, das bei stark gestiegenen Zinsen und einem Bewertungskorrektur-Effekt im Erneuerbaren-Energien-Segment seine Tragfähigkeit verlor. Die Eigenkapitalquote sank von 13,1 % (2020) auf 0,33 % (31.12.2024),²⁷³ während das operative Kerngeschäft im Agrar- und

²⁶⁹ Knecht et al. (2018), S.566

²⁷⁰ Krystek/ Moldenhauer (2021), S.242

²⁷¹ Roland Berger (2024), S.8

²⁷² Krystek/Moldenhauer (2021), S.210-211

²⁷³ BayWa Konzernfinanzbericht (2024), S.91

Baustoffhandel grundsätzlich cashflow-positiv blieb. Die VARTA AG hingegen litt an einer operativen Krise. Der V4Drive-Produktionsstopp infolge technischer Probleme, ein strategischer Fehlpositionierungsfehler im Premiumsegment und ein struktureller Nachfrageeinbruch führten zu einem negativen EBITDA von –3.472 T€²⁷⁴ und einem negativen Eigenkapital von –185.762 T€ (31.12.2024).²⁷⁵ Zweitens: Der WCM-Hebel ist aktivaqualitätsabhängig. Die BayWa AG konnte innerhalb eines Geschäftsjahres 1.405,1 Mio. € an Vorräten abbauen²⁷⁶ und generierte damit einen operativen Cashflow von 941,5 Mio. € trotz eines Jahresfehlbetrags von 1.604,1 Mio. €. ²⁷⁷ Die VARTA AG konnte diesen Mechanismus nicht aktivieren, da spezialisierte Batteriezellen keinen fungiblen Sekundärmarkt aufweisen. Der Vorratsrückgang war passives Ergebnis eines Nachfrageeinbruchs, kein aktiver WCM-Hebel. Diese Differenz ist struktureller, nicht operativer Natur, weshalb sie durch besseres WCM-Management nicht überwunden werden kann. Drittens: Die Kapitalstrukturmaßnahmen beider Unternehmen sind in Art und Eingriffstiefe fundamental verschieden. Die BayWa AG verfolgte ein konservatives und aktionärsschonendes Konzept, welches von Desinvestitionen, Stillhaltevereinbarungen und einer Barkapitalerhöhung mit Bezugsrecht für alle Aktionäre geprägt war. Es wurde auf eine Kapitalherabsetzung sowie auf Forderungsverzichte im eigentlichen Sinne verzichtet.²⁷⁸ Die VARTA AG vollzog einen radikalen Bilanzschnitt, mit einer Kapitalherabsetzung auf Null, mit einem Schuldenschnitt von 255 Mio. €, sowie einer vollständigen Enteignung der Altaktionäre und einem Eigentümerwechsel zu Porsche und MTC Group.²⁷⁹ Beide Wege waren nicht Ausdruck unterschiedlicher Risikobereitschaft, sondern Resultat unterschiedlicher Ausgangsbedingungen. Viertens: Mezzanine Instrumente erfüllten in beiden Fällen unterschiedliche Rollen. Bei der BayWa AG dienten Hybridanleihe und nachrangige Gesellschafterdarlehen der Eigenkapitaloptimierung und der Überbrückungsfinanzierung, die PIK-Komponente schont die Liquidität während des Sanierungszeitraums. Bei der VARTA AG fungierten Genussrechte (VPPN I/II) als Gläubiger-Incentivierungsinstrument für den Forderungsverzicht. Fünftens: Beide Sanierungskonzepte erfüllen die Durchfinanzierungsanforderung des IDW S6, nicht jedoch vollständig die Wettbewerbsfähigkeitsanforderung. Die BayWa AG weist mit einer Eigenkapitalquote von 0,33 % noch keine branchenübliche

²⁷⁴ Varta AG Geschäftsbericht (2024), S.77

²⁷⁵ Varta AG Geschäftsbericht (2024), S.76

²⁷⁶ BayWa Konzernfinanzbericht (2024), S.90

²⁷⁷ BayWa Konzernfinanzbericht (2024), S.92-94

²⁷⁸ BayWa Konzernfinanzbericht (2024), S.55-68

²⁷⁹ Varta AG Geschäftsbericht (2024), S.11-13

Eigenkapitalausstattung auf. Die VARTA AG hat wiederum durch den DES zwar die Überschuldung beseitigt, erwirtschaftet aber noch kein positives EBITDA. Wettbewerbsfähigkeit setzt Finanzierbarkeit am Markt voraus, was grundsätzlich eine angemessene Rendite sowie ein angemessenes Eigenkapital erfordert.²⁸⁰ Für beide Unternehmen bleibt die nachhaltige Wiederherstellung der Wettbewerbsfähigkeit die zentrale offene Anforderung des IDW S6.

7.2 Beantwortung der Forschungsfragen

Die vier Unterfragen lassen sich auf Basis der empirischen Analyse wie folgt beantworten: Bei der BayWa AG lag die bilanzielle Fehlentwicklung in einer jahrelang aufgebauten Fremdkapitallast, die bei steigendem Zinsniveau nicht mehr tragfähig war. Obwohl die Eigenkapitalquote von 13,1 % im Jahr 2020 auf 0,33 % im Jahr 2024 fiel, blieb das operative Kerngeschäft im Agrar- und Baustoffhandel grundsätzlich cashflow-positiv.²⁸¹ Bei der Varta AG war die Ursache strukturell tiefer: Der Nachfrageeinbruch im profitablen Mikrobatteriegeschäft sowie die gleichzeitige Fehlinvestition in die V4Drive Großzellenproduktion führten zu einem negativen EBITDA von -3.472 T€ und einem Eigenkapital von -185.762 T€ zum 31.12.2024.²⁸² Der Abbau von fungiblen Agrar- und Handelsvorräte um 1.405,1 Mio. € leistete bei der BayWa AG einen entscheidenden Beitrag zur kurzfristigen Liquiditätssicherung. Durch diesen Abbau wurde ein Working Capital Effekt von 1.358,3 Mio. € generiert werden und ermöglichte trotz eines Jahresfehlbetrags von 1.604,1 Mio. € einen positiven operativen Cashflow von 941,5 Mio. €. ²⁸³ Bei der Varta AG griff dieser Mechanismus nicht. Spezialisierte Batteriebestände haben keinen fungiblen Sekundärmarkt, der operative Cashflow drehte 2024 auf -52.159 T.€. ²⁸⁴ Als das Eigenkapital negativ wurde und eine bilanzielle Überschuldung nach §19 InsO eintrat, waren strukturelle Kapitalmaßnahmen bei der Varta AG zwingend. Die BayWa AG konnte demgegenüber im außergerichtlichen Rahmen des IDW S6 verbleiben, weil das Eigenkapital formal knapp positiv blieb. Im Fallvergleich wird deutlich, dass nicht das Instrument über die Sanierungseignung entscheidet, sondern die Ausgangssituation aus Aktivaqualität, Krisenursachentypus und Eigenkapitallage. Fungibles Umlaufvermögen, eine finanzstrukturelle Krisenursache und positives Eigenkapital schaffen die Voraussetzungen für WCM als primäres

²⁸⁰ IDW S6 (2020), S.1163

²⁸¹ BayWa AG Geschäftsbericht (2024), S. 36

²⁸² Varta AG Geschäftsbericht (2024), S. 76-77

²⁸³ BayWa AG Geschäftsbericht (2024), S. 90, 94

²⁸⁴ Varta AG Geschäftsbericht (2024), S.78

Sanierungsinstrument. Spezialisierte Bestände, eine operative Krisenursache und negatives Eigenkapital machen strukturelle Kapitalmaßnahmen unumgänglich. Die zentrale Hauptforschungsfrage, wie wirksam operatives WCM und tiefgreifende Kapitalstrukturmaßnahmen jeweils als Sanierungsinstrumente sind und unter welchen situativen Bedingungen WCM ausreicht, lässt sich damit wie folgt beantworten. WCM ist ein wirksames Sanierungsinstrument, wenn das Umlaufvermögen fungibel ist und die Krisenursachen finanzstrukturell bedingt sind. Es schafft kurzfristig Liquidität, ohne externe Kapitalzufuhr zu erfordern, und gibt dem Unternehmen die Zeit, ein tragfähiges Sanierungskonzept zu erarbeiten. Seine Wirksamkeit ist jedoch an eine Bedingung geknüpft so müssen die gebundenen Aktiva einen funktionierenden Markt haben. Fehlt diese Voraussetzung oder ist das EK bereits negativ, reicht WCM allein nicht aus. Strukturelle Kapitalmaßnahmen wie der DES bereinigen die Passivseite der Bilanz und stellen die Finanzierungsfähigkeit wieder her, lösen aber die operative Krise nicht. Erst das Zusammenwirken beider Instrumente kann die Anforderungen des IDW S6 an eine durchgreifende Sanierung erfüllen.²⁸⁵ Somit gilt das für Unternehmen in der Krise, CCC, DPO, DIH und DSO nicht nur operative Steuerungskennzahlen, sondern frühzeitige Krisensensoren sein sollten. Der DPO-Einbruch der Varta AG von 57,65 auf 25,76 Tage signalisierte den Vertrauensverlust bei Lieferanten mehrere Geschäftsjahre vor dem StaRUG-Verfahren. Das IDW S6 empfiehlt, die Laufzeiten der Debitoren und Kreditoren sowie die Vorratsreichweite als Bestandteil einer integrierten Sanierungsplanung auszuweisen.²⁸⁶ Diese Kennzahlen sollten präventiv in das reguläre Reporting eingebettet werden. Die Stillhaltevereinbarung ist nur dann ein Instrument der Krisenbewältigung, wenn sie an messbare Meilensteine geknüpft wird. Die BayWa AG verlängerte ihre Stillhaltevereinbarung mehrfach.²⁸⁷ Kreditgeber, die Stillhaltevereinbarungen ohne klare Exitkriterien gewähren, erhöhen das Risiko wachsender Sunk-Cost-Bindungen. Die Analyse beider Fallunternehmen belegt zudem den unmittelbaren Einfluss bilanzieller Sanierungsmaßnahmen auf Ratingfähigkeit und Covenants. Bei der BayWa AG erzwang die dauerhafte Unterschreitung des EK Quoten Schwellenwerts die Stillhaltevereinbarung als Überbrückungsinstrument.²⁸⁸ Der DES der Varta AG stellte demgegenüber die Grundvoraussetzung für jede künftige Fremdkapitalaufnahme zu marktüblichen

²⁸⁵ IDW S6 (2020), S. 1162-1163

²⁸⁶ IDW S6 (2020), S. 1169

²⁸⁷ BayWa Geschäftsbericht (2024), S.98

²⁸⁸ BayWa Geschäftsbericht (2024), S.51

Konditionen wieder her.²⁸⁹ Das StaRUG stellt kein Versagen dar, sondern ist ein präventives Instrument. Im Juli 2024, als das Eigenkapital bereits erheblich negativ war, nahm Varta AG das StaRUG Verfahren an. Eine frühere Inanspruchnahme, bevor das EK vollständig aufgebraucht war, hätte den Altaktionären mehr Handlungsspielraum gelassen. Abschließend zeigt der Vergleich der beiden Unternehmen: WCM, Desinvestitionen und Kapitalmaßnahmen haben je nach Ausgangssituation grundlegend unterschiedliche Wirkungen. Die Kenntnis dieser Ausgangskonstellation ist die Voraussetzung für jeden erfolgreichen Sanierungsprozess.

7.3 Ausblick

Die Sanierungsprozesse beider Fallunternehmen sind zum Zeitpunkt der Abgabe dieser Arbeit noch nicht abgeschlossen. Obwohl beide die unmittelbare Insolvenzgefahr abgewendet und bedeutende Restrukturierungsmaßnahmen umgesetzt haben, ist eine nachhaltige Wiederherstellung der Wettbewerbsfähigkeit nach dem IDW S6 noch ausstehend. Bei der BayWa AG wurden die im gerichtlich bestätigten StaRUG Plan vorgesehenen Maßnahmen in weiten Teilen planmäßig umgesetzt. Die zweiteilige Barkapitalerhöhung erzielte einen Bruttoemissionserlös von rund 179 Mio. €, womit der Mindestkapitalzufluss von 150 Mio. € erreicht wurde.²⁹⁰ Das Desinvestitionsprogramm reduzierte die Bankverbindlichkeiten bis Februar 2026 um insgesamt 1,3 Mrd. €, durch die Verkäufe von RWA, WHG, EDL und Cefetra.²⁹¹ Auf der operativen Ebene liegen die ergebniswirksamen Transformationsmaßnahmen mit einem EBITDA Effekt von nahezu 120 Mio.€ bereits 36 Prozent über dem Sanierungsplan.²⁹² Die Durchfinanzierungsanforderung des IDW S6 ist damit planmäßig erfüllt, die Wettbewerbsfähigkeit bleibt hingegen bis zum Abschluss des Sanierungsprogramms Ende 2028 die zentrale offene Anforderung.²⁹³ Bei der Varta AG ist die bilanzielle Sanierung durch den vollzogenen DES formal abgeschlossen. Die Kapitalherabsetzung wurde am 11. März 2025 in das Handelsregister eingetragen, die Überschuldung damit beseitigt.²⁹⁴ Die operative Sanierung steht hingegen noch aus. Das negative EBITDA von -3.472 T€ im Geschäftsjahr 2024²⁹⁵ zeigt, dass das Kerngeschäft noch keine ausreichende

²⁸⁹ Bronger (2019), S.39 / Varta AG Geschäftsbericht (2024), S.12

²⁹⁰ BayWa AG (2025), Pressemitteilung „BayWa AG schließt Bezugsrechtskapitalerhöhung erfolgreich ab“, S.1

²⁹¹ BayWa AG (2026), Pressemitteilung „BayWa schließt Verkauf von Cefetra erfolgreich ab, S.1

²⁹² BayWa AG (2025), Pressemitteilung „BayWa 9-Monatszahlen“, S.1

²⁹³ BayWa AG, Konzernfinanzbericht 2024, S.98-99

²⁹⁴ Varta AG, Geschäftsbericht 2024, S.13

²⁹⁵ Varta AG, Geschäftsbericht 2024, S.77

Ertragskraft entwickelt hat. Der Vergleich beider Sanierungsstände bestätigt, die im Schwellenpunktmodell identifizierte, Grunddifferenz.

Literaturverzeichnis

Adler, Konrad: *Financial Covenants, Firm Financing, and Investment*, St. Gallen (2025)

AGCO Corporation: *Annual Report 2024*, Duluth (Georgia) 2024.

Anderson, The Inc.: *Annual Report 2024*, Maumee (Ohio) 2024.

BayWa AG: *Konzernfinanzbericht 2023*, München 2023.

BayWa AG: *Konzernfinanzbericht 2024*, München 2024.

BayWa AG: Pressemitteilung „BayWa AG schließt Bezugsrechtskapitalerhöhung erfolgreich ab“, 11.11.2025, S.1

BayWa AG, Pressemitteilung „BayWa schließt Verkauf von Cefetra erfolgreich ab“, 25.02.2026, S. 1.

BayWa AG, Pressemitteilung „BayWa 9-Monatszahlen“, 27.11.2025, S. 1.

Bitter, Georg: *Geschäftsführerhaftung in der Insolvenz – Alles neu durch SanInsFoG und StaRUG?*, Universität Mannheim, 2021, abrufbar unter: ([Microsoft PowerPoint - gmbh-gf-haftung-saninsfog-2021-03-23](#)) Abrufdatum 18.04.2026 um 10.00 Uhr

Bronger, Dirk: *Debt-Equity-Swaps als finanzwirtschaftliches Sanierungsinstrument*, Heidelberg 2019

Crone/Andreas / Werner, Henning: *Modernes Sanierungsmanagement – Drei Sanierungsoptionen im Überblick: Außergerichtliche Sanierung, StaRUG und Insolvenz als Sanierungsinstrument*, München 2024

Deutsche Bundesbank: *Finanzstabilitätsbericht 2023*, Frankfurt am Main 2023.

Deutsche Bundesbank: *Monatsbericht Februar 2024*, S.25

Ebner Stolz: *Der neue IDW S11 Standard – die maßgeblichen Weichenstellungen für Zahlungsunfähigkeit und/oder Überschuldung*, 2015, S. 21–23.

Guserl, Richard / Pernsteiner, Helmut / Brunner-Kirchmair, Thomas: *Finanzmanagement*, Linz (Österreich) 2022.

IDW: *IDW Standard: Anforderungen an Sanierungskonzepte (IDW S6)*, in: WPg Supplement 4/2021, S. 1155-1171.

IDW: *Entwurf einer Neufassung IDW Standard: Anforderungen an die Erstellung von Sanierungskonzepten (IDW ES 6 n.F.)*, Düsseldorf: Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. 2011 abrufbar unter: ([Entwurf einer Neufassung IDW Standard: Anforderungen an die Erstellung von Sanierungskonzepten \(IDW ES 6 n.F.\)](#))

Abrufdatum 15.04.2026 um 16.19 Uhr

Klepzig, Heinz-Jürgen: *Financial Supply Chain*, Augsburg 2023.

Knecht, Thomas C. / Hommel, Ulrich / Wohlenberg, Holger: *Handbuch Unternehmensrestrukturierung*, Wiesbaden 2018.

Krystek, Ulrich / Moldenhauer, Ralf: *Handbuch Krisen- und Restrukturierungsmanagement*, Stuttgart 2007.

KWS Saat SE & KGaA: *Geschäftsbericht 2024/2025*, Einbeck 2025.

LBBW Corporate Finance Fokus: *Working Capital im Blick behalten*, Stuttgart 2024.

Leoprechting, Gunter Freiherr von Leoprechting: *Unternehmenssanierung*, Göttingen 2018.

Messelhäuser, Martina M.: *Zielkonflikte im Working Capital Management*, Stuttgart (2013).

Pape, Ulrich: *Grundlagen der Finanzierung und Investition*, Berlin 2023.

Pape, Gerhard / Uhlenbruck, Wilhelm / Voigt-Salus, Joachim / Reichelt, Daniel / Schultz, Volker: *Insolvenzrecht*, Berlin 2022

PwC: *Working Capital Study 2025/2026*, 2025. ([Working Capital Study 25/26 - PwC UK](#)) Abrufdatum 05.04.2026 um 15.30 Uhr

Roland Berger GmbH: *Restrukturierungsstudie 2024*, München 2024.

Schuster, Thomas / Rüdert von Collenberg, Leona: *Finanzierung: Finanzbericht, -kennzahlen, -planung*, Berlin 2015.

Statistisches Bundesamt: *Insolvenzen nach Jahren*. Abrufbar unter: [Insolvenzen nach Jahren - Statistisches Bundesamt](#) Abrufdatum 08.04.2026 um 10.13 Uhr

Varta AG: *Geschäftsbericht 2023*, Ellwangen 2023.

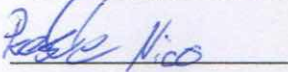
Varta AG: *Geschäftsbericht 2024*, Ellwangen 2024.

Weber, Dominic / Schumann, Fabian: *Restrukturierung der Aktionärsstruktur nach dem StaRUG am Beispiel des Restrukturierungsverfahrens der Varta AG*, Fieldfisher, 2025, abrufbar unter: [Restrukturierung der Aktionärsstruktur nach dem StaRUG am Beispiel des Restrukturierungs-verfahrens der VARTA AG](#), Abrufdatum 18.04.2026 um 12.55 Uhr

Eidesstattliche Erklärung

Hiermit erkläre ich, dass ich die vorliegende Arbeit eigenständig und ohne fremde Hilfe angefertigt habe. Textpassagen, die wörtlich oder dem Sinn nach auf Publikationen oder Vorträgen anderer Autoren beruhen, sind als solche kenntlich gemacht. Die Arbeit wurde bisher keiner anderen Prüfungsbehörde vorgelegt und auch noch nicht veröffentlicht.

Bellenberg, 02.05.2026

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'Nico', is written over a horizontal line.

Nico Prestele