

2 State of the Art der Forschung

2.1 Einleitung und Methodologie

Das Ziel der folgenden Darstellung zum State of the Art der Forschung zur außergerichtlichen Unternehmenssanierung liegt darin, einen umfassenden Überblick über bisherige Forschungsaktivitäten im Themengebiet zu geben und darauf aufbauend eine Forschungslücke zu definieren. Nach dem Informationsstand des Autors handelt es bei der folgenden Darstellung des State of the Art der Forschung zur außergerichtlichen Sanierung um den ersten systematischen Literature Review, sowohl für den deutschsprachigen Raum als auch in der internationalen Literatur.

Nach *Tranfield et al.*²⁷ erfüllt die Darstellung des Forschungsstandes in einem bestimmten Gebiet folgende Aufgabe: „In management research, the literature review process is a key tool, used to manage the diversity of knowledge for a specific academic inquiry.” Die grundlegenden Ziele liegen daher sowohl in der Erhebung und Darstellung der bestehenden Erkenntnisse in einem Gebiet als auch in der Identifikation von Forschungslücken und der darauf aufbauenden Formulierung von Forschungsfragen zur Generierung neuer Erkenntnisse und Weiterentwicklung bestehender Theorien und Konzepte. Die Diversität von Forschungsarbeiten aus methodischer oder inhaltlicher Sicht wird herausgearbeitet. Im Zusammenhang mit Darstellungen zum State of the Art in einem bestimmten Forschungsgebiet wird grundsätzlich unterschieden zwischen einem „traditional literature review“ und einem „systematic review“.²⁸

Während im Traditional Review die Auswahl der verwendeten Quellen auf Basis einer persönlichen und subjektiven Sichtweise erfolgt, folgt der Systematic Review einer stringenten, transparenten und zielorientierten Vorgehensweise. Im Traditional Review wird in der Analyse häufig ausschließlich auf eine narrative Darstellung der Erkenntnisse zurückgegriffen. Weiters ist in diesem Ansatz keine einheitlich definierte Vorgehensweise in der Sammlung bzw. Auswertung des Forschungsstandes zugrunde gelegt. Subjektive bzw. voreingenommene Aussagen und Darstellungen können daher die Folge sein.²⁹ Um diese Schwachstellen zu beseitigen, hat sich zunehmend auch in den Wirtschaftswissenschaften die Anwendung eines syste-

²⁷ Tranfield et al. 2003.

²⁸ Vgl. hierzu etwa Jesson et al. 2011.

²⁹ Vgl. Jesson et al. 2011, S. 15.

matischen Reviews etabliert, welchem ein wissenschaftlicher, reproduzierbarer und transparenter Prozess zugrunde liegt. „For practitioners/managers, systematic review helps develop a reliable knowledge base by accumulating knowledge from a range of studies.“³⁰ Der Systematic Review dient jedoch nicht nur Praktikern, sondern kann insbesondere im Kontext der Wissenschaft eine wertvolle Grundlage für Forschungsarbeiten sein. Sehr oft liegt in diesem Zusammenhang der Fokus auf empirischen Arbeiten. Die Literatursuche erfolgt in der Regel mithilfe einer Stichwortsuche in Datenbanken. Diesem Ansatz wird auch in der vorliegenden Darstellung gefolgt.

In weiterer Folge wird auf das Konzept des „systematic review“ nach *Tranfield et al.*³¹ zurückgegriffen, welches folgende drei Prozessschritte vorsieht:

- Planung des Reviews
- Durchführung des Reviews
- Darstellung der Ergebnisse

Bei der Planung und Durchführung der Darstellung zum Stand der Forschung wurde neben den konkreten Zielen auch die Vorgehensweise dieses Reviews festgelegt. Auf Basis bisheriger Erkenntnisse liegt wie bereits angeführt keine systematische Darstellung über das Themengebiet der außergerichtlichen Unternehmenssanierung vor.³² Der folgende Systematic Review beinhaltet keine regionale Einschränkung und versucht insbesondere durch den internationalen Vergleich von Arbeiten und Befunden Rückschlüsse auf die Bedeutung institutioneller Rahmenbedingungen der außergerichtlichen Sanierung zu ziehen. Dieser Fokus dient als Basis für den empirischen Teil der Arbeit und konkretisiert somit den Kontext der außergerichtlichen Sanierung.

Ein wesentliches Ziel, welches bei der folgenden Darstellung des Forschungsstandes verfolgt wird, liegt darin, wissenschaftlichen Ansprüchen („rigour“³³) gerecht zu werden. Die wissen-

³⁰ Tranfield et al. 2003, S. 220.

³¹ Vgl. Tranfield et al. 2003, S. 214ff.

³² In einzelnen Beiträgen finden sich lediglich überblicksartige Darstellungen zum State of the Art der Forschung, welche entweder einen bestimmten regionalen Fokus (etwa die USA) zugrunde legen oder nur wenig systematisch im Sinne eines traditionellen Reviews durchgeführt wurden. Vgl. hierzu etwa Wruck 1990; Eidenmüller 1999b; Hotchkiss et al. 2008 oder Jacobs et al. 2012.

³³ *Tranfield et al.* sprechen in diesem Zusammenhang von „rigour“ im Sinne von Präzision, welche einer Literatursuche zugrunde gelegt werden muss. Vgl. Tranfield et al. 2003, S. 209.

schaftliche Forschung zur außergerichtlichen Sanierung wird im Detail unter Punkt 2.3 dargestellt. Da im Zuge dieser Arbeit auch Empfehlungen für die (regulatorischen) Rahmenbedingungen einer erfolgreichen Durchführung einer außergerichtlichen Unternehmenssanierung abgeleitet werden sollen, wurden in den Review auch Publikationen zu den rechtlichen Rahmenbedingungen und politischen Forderungen, insbesondere auf der Ebene der Europäischen Union, in die Literatursuche explizit mit einbezogen. Die Ergebnisse der Literatursuche zu politischen Veröffentlichungen zur außergerichtlichen Sanierung wird unter Punkt 2.4 dargestellt.

Konkret wurden für die oben angeführten Teilbereiche folgende Suchstrategien festgelegt: Die **wissenschaftliche Literatur** wurde mithilfe einer Datenbankrecherche in folgenden Datenbanken durchgeführt: EBSCO Business Source Elite, Scopus, SpringerLink, Web of Science, Wiley Online Library und WISO. Neben Beiträgen in wissenschaftlichen Zeitschriften wurden auch Monographien und Working Papers in die Suche mitaufgenommen. Die Suche in den englischsprachigen Datenbanken wurde mithilfe folgender Schlagwörter durchgeführt: „work-out“, „restructuring“, „out of court restructuring“, „out of court settlement“, „debt restructuring“, „prepackaged plan“ sowie „private negotiation“. In den deutschsprachigen Datenbanken wurde nach folgenden Begriffen gesucht: „außergerichtliche Sanierung“, „private Sanierung“, „freie Sanierung“, „stiller Ausgleich“ sowie „außergerichtlicher Ausgleich“.³⁴

Die Auswahl der Schlagwörter war im Zuge der Vorbereitung des Reviews mithilfe von Expertenbefragungen und einer Vorrecherche von Beiträgen vorgenommen worden. Die Suche selbst wurde je nach Datenbank entweder nur im Beitragstitel oder auch im Abstract durchgeführt. Im Anschluss an die Schlagwortsuche wurden die Abstracts der identifizierten Beiträge auf ihre Eignung für eine weiterführende Verwendung analysiert. Die auf diese Weise erhobenen Arbeiten wurden in einem nächsten Schritt zur Aufnahme in den State of the Art inhaltlich im Detail durchgearbeitet.³⁵ Darüber hinaus wurden die Literaturverzeichnisse der identifizierten Beiträge analysiert und relevante Arbeiten in weiterer Folge ebenfalls aufgenommen.

Im Zusammenhang mit der Literatur zu **politischen Veröffentlichungen**, welche schwerwichtig rechtspolitische Forderungen und Empfehlungen für die Ausgestaltung von Rahmen-

³⁴ In der Datenbankabfrage wurden die Begriffe jeweils mit „oder“ verknüpft.

³⁵ Dieser Selektionsschritt wurde zur Objektivierung der Auswahl in einem 4-Augen-Prinzip unter Verwendung einer Hilfskraft durchgeführt.

bedingungen und Gesetzen der außergerichtlichen Sanierung zum Inhalt haben, wurde eine Schlagwortsuche der oben angeführten Begriffe auf den Internetseiten der Europäischen Union, der Weltbank und des Internationalen Währungsfonds durchgeführt. Zeitlich wurde der Suche in allen Kategorien folgende Einschränkung zugrunde gelegt: Es wurden Beiträge und Veröffentlichungen ab dem Jahr 1990 bis zum Zeitpunkt der Durchführung des Reviews (Februar 2015) berücksichtigt.³⁶ Im folgenden Abschnitt werden die Ergebnisse der Literature Reviews dargestellt. Alle identifizierten Beiträge und Literaturquellen wurden sorgfältig analysiert und auf ihre Übereinstimmung mit den inhaltlichen Schwerpunkten überprüft.³⁷ Abbildung 2 gibt einen zusammenfassenden Überblick über die Vorgehensweise bei der Durchführung der Literature Reviews.

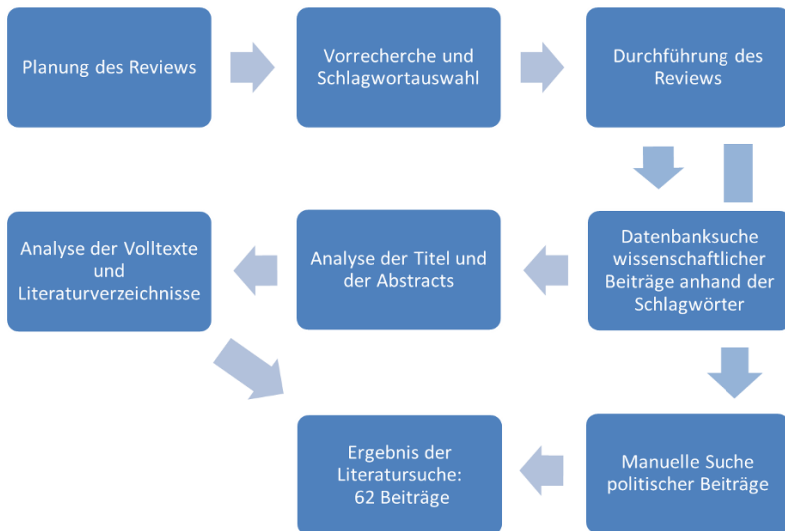


Abbildung 2: Überblick über die methodische Vorgehensweise bei der Durchführung des Literature Reviews

³⁶ Der Analysezeitraum beträgt somit rund 25 Jahre und ermöglicht eine Analyse des zeitlichen Verlaufs der Publikationen. Siehe hierzu insbesondere Abbildung 5. Eine zeitlich unbegrenzte Suche wurde nicht durchgeführt, da die für die außergerichtliche Sanierung relevanten Insolvenzgesetze regelmäßiger gravierender Änderungen unterliegen. Vgl. hierzu etwa La Porta et al. 1998.

³⁷ Vgl. Tranfield et al. 2003, S. 215ff.

Im Hinblick auf die bei der eigentlichen Durchführung der Literatursuche verwendeten Kriterien zur Aufnahme bzw. zur Exklusion³⁸ ist Folgendes festzuhalten: Als inhaltliche Kriterien für die Aufnahme in den Review wurde der explizite Bezug zur akuten, existenzgefährdenden Unternehmenskrise sowie zur außergerichtlichen Beseitigung derselben festgelegt. Ausgeschlossen wurden neben der reinen Beschäftigung mit der gerichtlichen Sanierung die Restrukturierungen von Staaten aber auch von Banken und Finanzierungsinstituten, da deren Restrukturierung in der Regel anderen Prinzipien folgt als jene von Unternehmen. Durch den Fokus auf eine akute Unternehmenskrise wurden reine Turnarounds sowie Reorganisationen ohne das Vorliegen einer Existenzgefährdung exkludiert. Darüber hinaus liegt der Betrachtungsschwerpunkt auf dem zu sanierenden Unternehmen und weniger auf den Gläubigern, wie dies etwa in Arbeiten aus den USA sehr oft der Fall ist. Einen weiteren inhaltlichen Schwerpunkt stellen rechtliche und betriebswirtschaftliche Themen dar, Beiträge mit einem rein organisatorischen oder strategischen Fokus bzw. jene, welche ausschließlich rechtliche Detailspekte beinhalten, wurden daher ebenfalls ausgeschlossen. Abbildung 3 gibt einen Überblick über die Inklusionskriterien.

	Inklusionskriterium	Spezifizierung
Publikationsmedium	Wissenschaftliche Literatur, politische Veröffentlichungen	Beiträge in Zeitschriften, Bücher, Beiträge in Büchern, Working Papers und Internetdokumente
Sprache	Englisch oder Deutsch	
Untersuchungsdesign	Empirisch oder theoretisch/konzeptionell	
Inhaltliche Schwerpunkte	Fokus auf die Perspektive privatwirtschaftlicher Unternehmen	Sanierung von Banken und Staaten ist exkludiert
	Fokus auf außergerichtliche Sanierung	Ausschließlich gerichtliche Sanierung ist exkludiert
	Fokus auf akute Unternehmenskrise	Turnaround und Reorganisation ist exkludiert
	Fokus auf gesamthafte betriebswirtschaftliche und rechtliche Aspekte	Rechtliche Detailspekte sowie rein organisatorische und strategische Fragen sind ausgeschlossen

Abbildung 3: Inklusionskriterien der Literatursuche

³⁸ Vgl. Tranfield et al. 2003, S. 215.

Ergänzend werden zu den beiden oben genannten Untersuchungsschwerpunkten auch praxisorientierte Beiträge („practical relevance“³⁹) aus dem deutschsprachigen Raum als Exkurs in dieser Arbeit unter Punkt 2.5 darstellt.⁴⁰ Diese Vorgehensweise wird damit begründet, dass sich bisher nur wenige wissenschaftliche Arbeiten mit der außergerichtlichen Sanierung im deutschsprachigen Raum beschäftigen⁴¹ und in diesem Zusammenhang den vorherrschenden institutionellen Rahmen berücksichtigen.

2.2 Gesamtüberblick über den Literature Review

Insgesamt wurden 62 Beiträge im Zuge des Systematic Literature Reviews identifiziert.⁴² Davon sind 42 Beiträge empirisch quantitativ ausgerichtet und lediglich acht qualitativ. Ein Großteil dieser Beiträge ist dabei den wissenschaftlichen Publikationen zuzuordnen.⁴³ Im Hinblick auf die Datenquelle quantitativer Studien liegt der Schwerpunkt mit 34 Beiträgen auf Datenbanken, wie etwa Bloomberg oder Compustat. In sieben Arbeiten wurde hingegen auf Fragebögen bzw. Dateneinsicht zurückgegriffen. Bei den empirisch quantitativen Arbeiten erstreckt sich der Untersuchungszeitraum, der den identifizierten Beiträgen zugrunde liegt, von 1976 bis 2011 und somit trotz der zeitlichen Begrenzung im Erscheinungsdatum auf einen verhältnismäßig langen Zeitraum. Während 19 Beiträge eine Längsschnittbetrachtung anstellten, wurde in einer Mehrheit von 23 Arbeiten lediglich eine Querschnittsanalyse durchgeführt. Die Sample-Größe der quantitativen Arbeiten liegt im Durchschnitt bei rund 179 Fällen und reicht von 40 bis 623 Fälle. Im Hinblick auf den Gegenstand der Untersuchung der empirisch quantitativen Arbeiten beschäftigt sich eine Mehrzahl der Arbeiten mit (zumeist US-amerikanischen) börsennotierten Unternehmen.⁴⁴ Von den qualitativen Arbeiten stellten sechs Beiträge Case Studies dar und in drei Beiträgen wurde auf (Experten-)Interviews zurückgegriffen.

³⁹ *Tranfield et al.* argumentieren, dass praxisorientierte Literatur zumeist ein hohes Maß praktischer Relevanz, aber nur geringe methodische Grundlagen aufweist. Vgl. *Tranfield et al.* 2003, S. 219.

⁴⁰ Die Literatursuche nach praxisorientierter Literatur wurde neben den oben angeführten deutschsprachigen Datenbanken über die Suchplattform LISS, der elektronischen Suchhilfe der Johannes Kepler Universität Linz, sowie über eine manuelle Suche durchgeführt. Dabei wurden neben Monographien, Beiträge in relevanten Sammelbänden sowie Zeitschriftenbeiträge in die Suche miteingezogen.

⁴¹ Siehe hierzu im Detail Punkt 2.3.3.2 sowie im Speziellen Abbildung 6.

⁴² Die folgende Darstellung bezieht sich auf alle identifizierten Beiträge. Für die Detailergebnisse der einzelnen Kategorien siehe Punkte 2.3 sowie 2.4.

⁴³ Siehe hierzu Punkt 2.3.

⁴⁴ Insgesamt haben 32 der 42 empirischen Arbeiten teilweise oder ausschließlich börsennotierte Unternehmen zum Gegenstand. Siehe hierzu im Detail Anhang I der Arbeit.

Weitere 22 Beiträge sind konzeptionell/methodischer Natur, ein Teil davon zählt zu den politischen Veröffentlichungen.⁴⁵ Drei Beiträge beinhalten eine komprimierte Darstellung des State of the Art, wobei die Beiträge von *Hotchkiss et al.*,⁴⁶ *Jacobs et al.*⁴⁷ und *Wruck*⁴⁸ internationale und hierbei insbesondere US-amerikanische Beiträge bzw. Befunde im Fokus haben. Aus inhaltlicher Sicht wird in den Beiträgen trotz sehr unterschiedlicher Schwerpunkte in mehr als der Hälfte der identifizierten Beiträge (34) eine Gegenüberstellung bzw. ein Vergleich mit der gerichtlichen Sanierung angestellt. Dies unterstreicht die Tatsache, dass die außergerichtliche Sanierung oft alternativ zur gerichtlichen Sanierung gesehen wird. Lediglich elf Beiträge weisen einen expliziten KMU Bezug aus. Interessanterweise stammen alle diese Beiträge aus Europa: Neben den vier Beiträgen der Europäischen Kommission erfolgt insbesondere in Beiträgen aus Deutschland, Österreich, Großbritannien sowie Frankreich eine Konzentration auf die Sanierung kleiner und mittlerer Unternehmen. Dies bedeutet, dass sich die empirischen Erhebungen in Europa an der verhältnismäßig hohen praktischen Relevanz des Themengebietes KMU orientieren. Umgekehrt liegt der Schluss nahe, dass in den USA die (außer)gerichtliche Sanierung von KMU offensichtlich keinen Schwerpunkt in der wissenschaftlichen Auseinandersetzung darstellt.

Von den gesamt 62 identifizierten Beiträgen beschäftigt sich mehr als Hälfte davon mit der außergerichtlichen Sanierung in den USA, wobei alle diese Beiträge aus dem Bereich der wissenschaftlichen Forschung stammen. Im Hinblick auf die weiterführende Gruppierung sind 56 Beiträge der wissenschaftlichen Forschung und sechs den politischen Veröffentlichungen zuzuordnen.⁴⁹ Abbildung 4 liefert zusammenfassend einen Gesamtüberblick über die identifizierten Beiträge:⁵⁰

⁴⁵ Die politischen Beiträge sind hauptsächlich konzeptioneller Natur.

⁴⁶ Vgl. Hotchkiss et al. 2008.

⁴⁷ Vgl. Jacobs et al. 2012.

⁴⁸ Vgl. Wruck 1990.

⁴⁹ Siehe hierzu die Punkte 2.3, 2.5 und 2.4.

⁵⁰ Ein detaillierterer Gesamtüberblick findet sich im Anhang I.

Autore(n), Jahr	Typ von Beitrag				Art der Datenerhebung				Größe der Unternehmen *	Land der Untersuchung/ Herkunft
	Empirisch/ quantitativ	Empirisch/ qualitativ	Konzeptionell/ theoretisch	State of the Art	Fragebogen/ Dateneinsicht	Datenbank	Case Study	Interviews		
1 Adrianse und Kuijl, 2006	Wiss		✓		✓		✓	✓	ML	NL
2 Asquith et al., 1994	Wiss	✓				✓			n. b.	US
3 Berkovitch und Israel, 1998	Wiss			✓						US
4 Betker, 1995	Wiss	✓					✓		n. b.	US
5 Betker, 1997	Wiss	✓				✓			n. b.	US
6 Blazy et al., 2014	Wiss	✓			✓			✓	SM	FR
7 Brown et al., 1994	Wiss	✓				✓			n. b.	US
8 Brunner und Krahn, 2008	Wiss	✓			✓				M	DE
9 Chatterjee et al., 1995	Wiss	✓				✓			n. b.	US
10 Chatterjee et al., 1996	Wiss	✓				✓			n. b.	US
11 Couwenberg und de Jong, 2006	Wiss	✓			✓				SM	NL
12 Eidenmüller, 2006	Wiss		✓							Diverse
13 Elsass und Krahn, 2002	Wiss	✓			✓				M	DE
14 European Commission, 2003	Pol			✓						EU
15 European Commission, 2011a	Pol			✓						EU
16 European Commission, 2011b	Pol	✓	✓	✓	✓	✓		✓	SML	EU
17 European Commission, 2014	Pol			✓						EU
18 Francois und Rawiv, 2013	Wiss	✓		✓		✓			n. b.	US
19 Fischer und Wahrenburg, 2012	Wiss	✓				✓			L	US
20 Franks und Sussman, 2005	Wiss	✓			✓			✓	SM	GB
21 Franks und Torous, 1994	Wiss	✓				✓			L	US
22 Garrido, 2012 (Weltbank)	Pol		✓		n. b.	n. b.	n. b.	n. b.		Weltweit
23 Gertner und Scharfstein, 1991	Wiss			✓						US
24 Gilson et al., 1990	Wiss	✓	✓			✓	✓		L	US
25 Gilson und Vetsuypens, 1993	Wiss	✓				✓			n. b.	US
26 Gilson, 1990	Wiss	✓				✓			n. b.	US
27 Gilson, 1991	Wiss	✓				✓			n. b.	US
28 Gilson, 1995	Wiss	✓		✓		✓			n. b.	US
29 Gilson, 1997	Wiss	✓				✓			n. b.	US
30 Gilson, 2012	Wiss		✓	✓			✓			US
31 Giroud et al., 2012	Wiss	✓	✓				✓		SM	AT
32 Goto und Uchida, 2012	Wiss	✓				✓			L	JP
33 Hege, 2003	Wiss			✓						US
34 Hotchkiss et al., 2008	Wiss			✓	✓					Diverse
35 Hotchkiss et al., 2014	Wiss	✓				✓			L	US
36 Hotchkiss, 1995	Wiss	✓				✓			L	US
37 Huang und Huang, 2011	Wiss	✓				✓			n. b.	TW
38 Huang et al., 2013	Wiss	✓				✓			n. b.	TW
39 Inoue et al., 2008	Wiss	✓				✓			n. b.	JP
40 Inoue et al., 2010	Wiss	✓				✓			L	JP

Autore(n), Jahr	Typ von Beitrag				Art der Datenerhebung				Größe der Unternehmen *	Land der Untersuchung/ Herkunft
	Empirisch/ quantitativ	Empirisch/ qualitativ	Konzeptionell/ theoretisch	State of the Art	Fragebogen/ Dateneinsicht	Datenbank	Case Study	Interviews		
41 Jacobs et al., 2012	Wiss	✓		✓		✓			n. b.	US
42 James, 1995	Wiss	✓				✓			n. b.	US
43 James, 1996	Wiss	✓				✓			n. b.	US
44 Jostamdt und Sautner, 2010	Wiss	✓				✓			n. b.	DE
45 Kaiser, 1996	Wiss		✓							US, DE
46 Kim und Kwok, 2009	Wiss	✓				✓			L	US
47 Kim, 2006	Wiss	✓				✓			L	US
48 Kose et al., 2013	Wiss		✓							US
49 Laryea, 2010 (Internationaler Währungsfonds)	Pol		✓							Weltweit
50 Li und Li, 1999	Wiss		✓							US
51 Mc Cornel, 1991	Wiss		✓							US
52 Mooradian und Ryan, 2005	Wiss	✓				✓			n. b.	US
53 Mutanen 2009	Wiss		✓							FI
54 o.V. ***, 1991	Wiss	✓						✓		US
55 Pandit et al., 2000	Wiss	✓			✓				SML	GB
56 Shin und Groth, 2012	Wiss	✓				✓			n.b.	KR
57 Sudarsanam und Lai 2001	Wiss	✓				✓			n.b.	GB
58 Tashjian et al., 1996	Wiss	✓				✓			SML	US
59 White, 1994	Wiss		✓							US
60 Wruck, 1990	Wiss		✓	✓						US
61 Xu, 2007	Wiss	✓	✓			✓	✓		n. b.	JP
62 Yost, 2002	Wiss	✓				✓			L	US
Gesamtanzahl**	42	8	22	3	7	34	6	3		

* S = klein, M = mittel, L = groß (in Anlehnung an Europäische Kommission 2003)

** sofern verfügbar

*** Diskussionsrunde über a.g. Sanierung

Wiss: wissenschaftlicher Beitrag, Pol: politische Veröffentlichung

Abbildung 4: Überblick und Untersuchungsdesign der in den Review einbezogenen Beiträge

2.3 Wissenschaftliche Forschung zur außergerichtlichen Unternehmenssanierung

2.3.1 Allgemeines

Wie bereits angeführt, erfolgt bei der Darstellung des State of the Art der Forschung eine Unterteilung in wissenschaftliche und politische Publikationen. Die 56 wissenschaftlichen Beiträge wurden im Wesentlichen im Zuge der Datenbanksuche und der daran anschließenden Volltextanalyse der Beiträge und deren Literaturverzeichnissen identifiziert.

2.3.2 Publikationsanalyse der Beiträge

Im Hinblick auf das Erscheinungsjahr lässt sich eine starke Konzentration in der ersten Hälfte der 1990er Jahre feststellen, welche insbesondere durch den US-Amerikaner *Stuart Gilson* mitbeeinflusst wurde, auf den in diesem Sample sieben Beiträge zwischen den Jahren 1990 und 1997 sowie ein Beitrag im Jahr 2012 fallen. Die Forschungsarbeiten von *Gilson* stellen in

diesem Zusammenhang die Basis und den Ausgangspunkt der weiteren Forschung zur außergerichtlichen Sanierung dar, zumal sich fast alle weiteren Autoren auf dessen Definitionen⁵¹ bzw. empirischen Befunde beziehen.

Nach einer Phase mit einer relativ hohen Anzahl an Beiträgen zu Beginn der 1990er Jahre wurden im Zeitraum 1997 bis 2011 pro Jahr zwischen null und vier wissenschaftliche Beiträge publiziert. Das Jahr 2012 zeigt einen Anstieg auf sechs Publikationen, welcher auf eine durch die Wirtschafts- und Finanzkrise bedingte „Renaissance“ der wissenschaftlichen Beschäftigung mit der außergerichtlichen Sanierung schließen lässt. Abbildung 5 gibt einen Überblick über die Anzahl an Beiträgen sortiert nach dem Erscheinungsjahr.

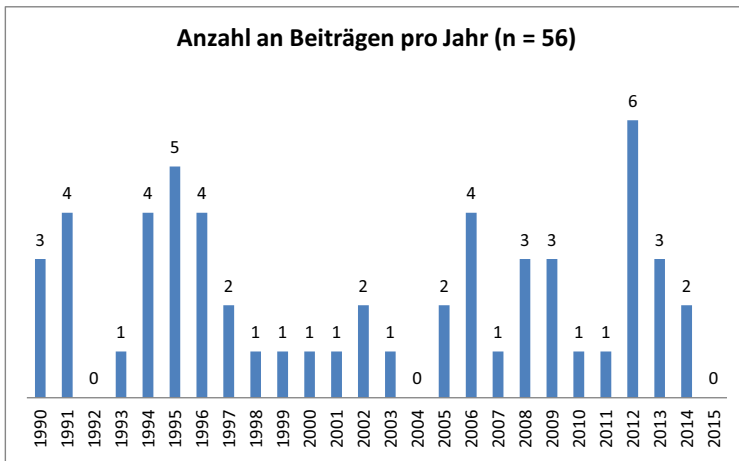


Abbildung 5: Anzahl der Beiträge nach Publikationsjahr

Bei der regionalen Verteilung der Beiträge bezogen auf den Gegenstand der Untersuchung bzw. bei konzeptionellen und theoretischen Beiträgen auf die bezugnehmenden nationalen (rechtlichen) Rahmenbedingungen lässt sich eine sehr starke Konzentration auf den US-amerikanischen Raum feststellen, auf den rund 70 % der Arbeiten entfallen. Zu den weiters untersuchten Ländern zählen etwa Großbritannien, Frankreich, Deutschland und Japan. Die starke Dominanz US-amerikanischer Beiträge legt den Schluss nahe, dass die wissenschaftli-

⁵¹ Vgl. hierzu insbesondere Gilson 1991. Diese bezieht sich wiederum auf die Definitionen in Gilson 1989, welche aufgrund des Erscheinungsjahres nicht in der Darstellung des State of the Art umfasst ist.

che Diskussion der außergerichtlichen Sanierung bisher stark von deren inhaltlichen und institutionellen Schwerpunkten geprägt war. Hierzu zählen insbesondere die insolvenzrechtlichen Rahmenbedingungen sowie die in den USA vorherrschenden Unternehmens-, Finanzierungs- und Gläubigerstrukturen. Abbildung 6 gibt einen Überblick über die Anzahl an Publikationen nach regionaler Verteilung.

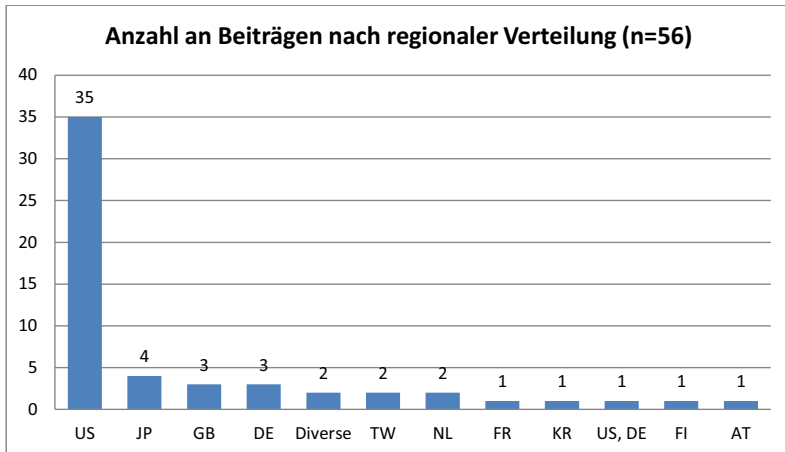


Abbildung 6: Anzahl der Beiträge nach regionaler Verteilung⁵²

Eine weitere Analyse der Beiträge wurde im Hinblick auf das Publikationsmedium vorgenommen. Diese zielt zum einen auf die Frage ab, in welcher Form bzw. mit welcher Anzahl in welchen Medien (Zeitschriften) die Publikationen erfolgten und wie im Speziellen bei Zeitschriftenbeiträgen deren qualitative Einstufung zu beurteilen ist. Darüber hinaus gibt die zur Veröffentlichung herangezogene Zeitschrift auch einen Aufschluss über den inhaltlichen bzw. methodischen Schwerpunkt der Arbeit. Abbildung 7 gibt einen Überblick über die Anzahl an Publikationen nach Publikationsmedium.

⁵² Die Bezeichnung der Länder basiert auf der Kodierliste ISO 3166 ALPHA 2.

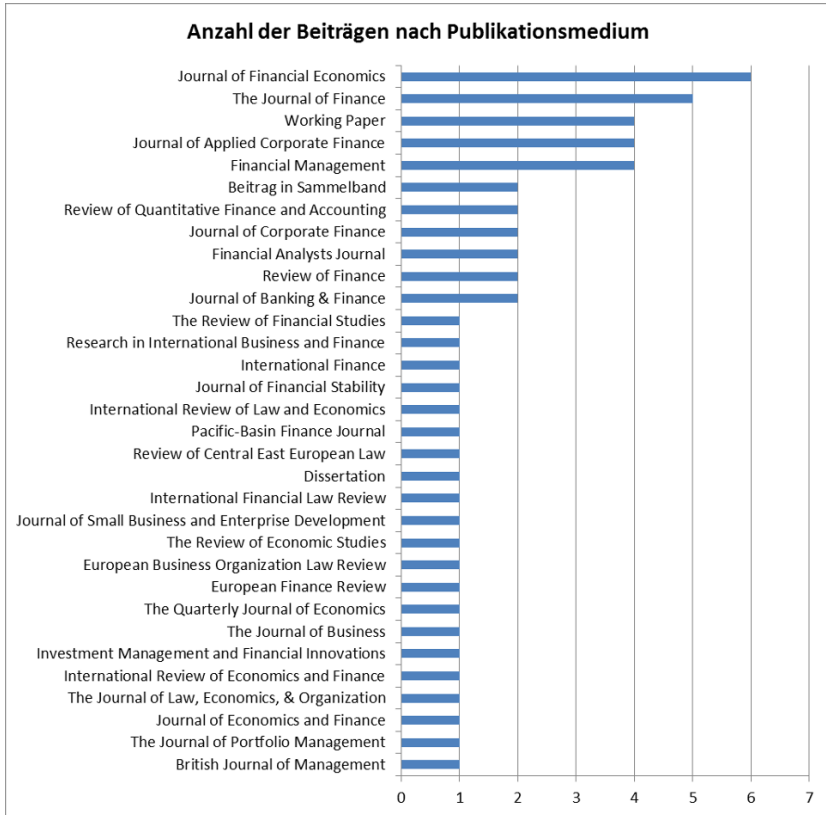


Abbildung 7: Anzahl der Beiträge nach Publikationsmedium

Bei der Analyse der identifizierten Beiträge nach dem Publikationsmedium fällt der relativ hohe Anteil sehr guter Zeitschriften auf: Zu diesen zählen The Journal of Finance, das Journal of Financial Economics und The Review of Financial Studies. Diese Zeitschriften sind nach dem VHB-JOURQUAL 3⁵³ im Ranking mit A+ bewertet, weisen einen SSCI Impact-Faktor⁵⁴ von größer drei auf und erreichen auch im CABS (Chartered Association of Business Schools)⁵⁵ Journal Guide das Ranking 4* und zählen somit zu den herausragenden Zeitschriften. Insgesamt wurden 12 solcher Beiträge identifiziert.

Insgesamt 29 der 56 Beiträge (52%) sind nach A+, A oder B gerankt. 34 Beiträge (rund 61%) stammen aus im VHB- JOURQUAL 3 gerankten Zeitschriften und stellen damit die überwiegende Mehrheit dar. Ein ganz ähnliches Bild zeigt die Analyse der Impact-Faktoren der identifizierten Beiträge: Rund 63% der identifizierten Zeitschriften verfügen über einen SSCI Impact-Faktor. Vier Journals weisen sogar einen Impact-Faktor größer vier auf und liegen damit innerhalb der besten 10% in der Analyse, was als hervorragender Wert angesehen werden kann und bedeutet, dass die Qualität der veröffentlichten Beiträge verhältnismäßig hoch ist. Sogar rund 80% der Beiträge sind nach dem AJG gerankt (45 Beiträge). Tabelle 1 gibt einen Überblick über die identifizierten Zeitschriften nach Journal Ranking und Impact-Faktor.

⁵³ Für diese Beurteilung wurde das im deutschen Sprachraum häufig verwendete VHB-JOURQUAL 3 herangezogen, welches die Qualität von 934 wissenschaftlichen BWL-Zeitschriften zum Gegenstand hat. Mit diesem Rating wird die Bedeutung von Zeitschriften für die Veröffentlichung wichtiger Forschungsergebnisse in der BWL gemessen: Je besser das Rating, umso höher angesehen ist die Zeitschrift bei den befragten Wissenschaftlern. Das VHB-JOURQUAL 3 basiert auf einer „Integration der kollektiven Intelligenz von Wirtschaftswissenschaftlern“. Vgl. hierzu im Detail Verband der Hochschullehrer für Betriebswirtschaft e.V. (VHB) 2015.

⁵⁴ Vgl. zu den Impact-Faktoren als Qualitätskriterium wissenschaftlicher Zeitungen das von Thomson Reuters betriebene Web of Science unter <http://ip-science.thomsonreuters.com/cgi-in/jmlst/jlresults.cgi?PC=SS&Alpha=A>. Dort wird der für die im sozial- und wirtschaftswissenschaftlichen Kontext relevante Social Sciences Citation Index (SSCI) veröffentlicht bzw. eine Zeitschriftensuche ermöglicht.

⁵⁵ Vgl. zum Academic Journal Guide 2015 <http://charteredabs.org/academic-journal-guide-2015/>. Der Academic Journal Guide wird von der Chartered Association of Business Schools (CABS) veröffentlicht und stellt eine internationale Bewertung von Zeitschriften auf den Bereichen Business und Management dar.

Beitrag	Anzahl an Beiträgen	VHB	SSCI	AJG
Journal of Financial Economics	6	A+	4.047	4*
The Journal of Finance	5	A+	5.424	4*
The Review of Financial Studies	1	A+	3.174	4*
Financial Analysts Journal	2	A	1.548	3
Journal of Banking & Finance	2	A	1.299	3
Review of Finance	2	A	2.012	4
British Journal of Management	1	B	1.584	4
Financial Management	4	B	1.000	3
International Review of Law and Economics	1	B	0.339	2
Journal of Corporate Finance	2	B	1.193	4
Review of Quantitative Finance and Accounting	2	B	kein Impakt Faktor	3
The Journal of Portfolio Management	1	B	0.449	2
Journal of Applied Corporate Finance	4	C	kein Impakt Faktor	1
Journal of Economics and Finance	1	C	kein Impakt Faktor	kein Ranking
Beitrag in Sammelband	2	kein Ranking	kein Impakt Faktor	kein Ranking
Dissertation	1	kein Ranking	kein Impakt Faktor	kein Ranking
European Business Organization Law Review	1	kein Ranking	0.093	kein Ranking
European Finance Review	1	kein Ranking	kein Impakt Faktor	kein Ranking
International Finance	1	kein Ranking	0.697	kein Ranking
International Financial Law Review	1	kein Ranking	kein Impakt Faktor	kein Ranking
International Review of Economics and Finance	1	kein Ranking	1.704	2
Investment Management and Financial Innovations	1	kein Ranking	kein Impakt Faktor	2
Journal of Financial Stability	1	kein Ranking	1.506	3
Journal of Small Business and Enterprise Development	1	kein Ranking	kein Impakt Faktor	2
Pacific-Basin Finance Journal	1	kein Ranking	0.817	2
Research in International Business and Finance	1	kein Ranking	kein Impakt Faktor	2
Review of Central East European Law	1	kein Ranking	kein Impakt Faktor	kein Ranking
The Journal of Business	1	kein Ranking	kein Impakt Faktor	kein Ranking
The Journal of Law, Economics, & Organization	1	kein Ranking	1.205	3
The Quarterly Journal of Economics	1	kein Ranking	6.654	kein Ranking
The Review of Economic Studies	1	kein Ranking	4.038	kein Ranking
Working Paper	4	kein Ranking	kein Impakt Faktor	kein Ranking
Gesamtanzahl	56			

Tabelle 1: Identifizierte Zeitschriften nach Journal Ranking und Impact-Faktoren

Neben der relativ hohen Qualität der Publikationsmedien ist eine starke Konzentration von „Finance-Journals“ festzustellen. Fast 70% der identifizierten Journale lassen sich dieser Kategorie zuordnen. Diese stark finanzwirtschaftliche Perspektive dominiert somit die bisherige wissenschaftliche Auseinandersetzung mit dem Themengebiet der außergerichtlichen Sanierung. Der Fokus liegt in diesem Zusammenhang sehr stark auf einer gläubiger- und finanzmarktbezogenen Betrachtung der Sanierung.

Daneben wurden nur wenige Zeitschriften identifiziert, welche (auch) rechtliche Aspekte zum Gegenstand haben, etwa das interdisziplinäre Journal of Law, Economics, & Organization oder die European Business Organization Law Review. Zwei Journals sind als primär volkswirtschaftlich zu klassifizieren (The Review of Economic Studies sowie The Quarterly Journal

of Economics), die darin enthaltenen Beiträge sind jedoch eher betriebswirtschaftlich einzustufen.⁵⁶

Nur ein Journal stammt aus dem Bereich Small Business (Journal of Small Business and Enterprise Development). Dies bestätigt die tendenziell geringe Auseinandersetzung mit der außergerichtlichen Sanierung von KMU und Entrepreneur-Aspekten. Dass die wissenschaftliche Auseinandersetzung mit Unternehmenssanierung im Allgemeinen und mit der außergerichtlichen Sanierung im Besonderen in der Betriebswirtschaft ein Randthema darzustellen scheint, unterstreicht die Tatsache, dass sich kein einziger Beitrag in einer „Special Issue“ befindet und somit aller Voraussicht nach bisher auch keine solche zum untersuchten Themengebiet herausgegeben wurde.

2.3.3 Zentrale empirische Erkenntnisse

2.3.3.1 Überblick

Die identifizierten Beiträge mit empirisch/quantitativen bzw. empirisch qualitativen Schwerpunkten zeichnen sich insgesamt durch eine große Inhomogenität im Hinblick auf die Art und Größe der untersuchten Unternehmen sowie das Untersuchungsdesign bzw. den inhaltlichen Schwerpunkt der Erhebung aus. Die Samplegröße der empirisch quantitativen wissenschaftlichen Arbeiten liegt zwischen 40 und 623 Fälle. Obwohl aus einem Großteil der Erhebungen die exakte Größe der untersuchten Unternehmen bzw. die Höhe der Bankobligos nicht hervorgeht, lässt sich dennoch feststellen, dass lediglich sieben wissenschaftliche Arbeiten kleine und mittlere Unternehmen explizit in den Gegenstand der Untersuchung miteinbeziehen.

Im Hinblick auf das Untersuchungsdesign bzw. die inhaltlichen Schwerpunkte lassen sich die identifizierten Beiträge in drei Gruppen clustern: Ein Teil der Beiträge beschäftigt sich mit den Einflussfaktoren auf die Entscheidung für eine gerichtliche oder eine außergerichtliche Unternehmenssanierung (resolution process). Ein weiterer Teil der Beiträge stellt den Ausgang bzw. den Erfolg einer außergerichtlichen Unternehmenssanierung in den Mittelpunkt der Untersuchung und vergleicht diese Ergebnisse gegebenenfalls mit den Ergebnissen gerichtlicher Sanierungen (resolution outcome).⁵⁷ Die eingesetzten Sanierungsmaßnahmen spielen hier eine

⁵⁶ Vgl. Asquith et al. 1994; Brunner und Krahen 2008.

⁵⁷ *Jacobs et al.* verwenden in ihrer Darstellung des Sanierungsprozesses die Begriffe „resolution process“ und „resolution outcome“ und stellen in diesem Zusammenhang unterschiedliche Ausgänge der gerichtlichen und außergerichtlichen Unternehmenssanierung dar. Vgl. hierzu *Jacobs et al.* 2012.

sehr große Rolle. Eine dritte Gruppe von Beiträgen hingegen thematisiert andere Detailspekte oder -fragen, die den Sanierungsverlauf betreffen. Zu diesen Aspekten zählen etwa institutionelle Merkmale des Sanierungsprozesses, wie etwa die Kosten oder die Dauer. Abbildung 8 gibt einen Überblick über die identifizierten Schwerpunkte.

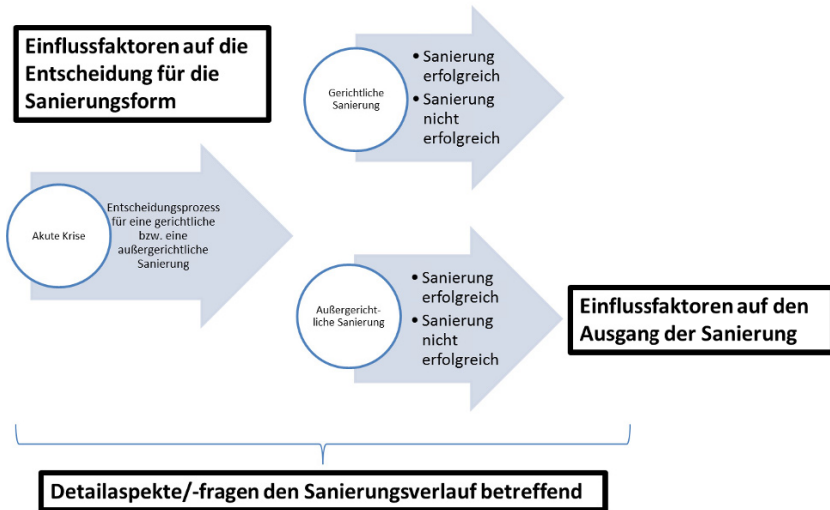


Abbildung 8: Identifizierte Untersuchungsschwerpunkte⁵⁸

Im Folgenden werden die Ergebnisse der identifizierten Schwerpunkte im Detail dargestellt. Abbildung 9 gibt einen Überblick über die jeweils identifizierten Studienergebnisse, die Anzahl an Arbeiten bzw. die Autoren.

⁵⁸ Quelle: eigene Darstellung.

Einflussfaktoren auf die Entscheidung für den Sanierungsweg	Studien Ergebnisse	Anzahl	Autoren
Einflussfaktoren auf den Ausgang der Sanierung	Kapitalstruktur	10	Asquith et al. (1994), Chatterjee et al. (1996), Gilson et al. (1990), Scto und Uchida (2012), Jacobs et al. (2012), Jostamdt und Saurner (2009), Kim (2006), Kim und Kwok (2008), Yost (2002), Xu (2003)
	Liquiditätsausstattung	2	Chatterjee et al. (1996), Jacobs et al. (2012)
	Glaubgenstruktur und Koordination der Gläubigerinteress en	9	Blazy et al. (2014), Chatterjee et al. (1996), Fischer und Wahrenburg (2012), Francois und Rawv (2013), Gilson et al. (1990), Goto und Uchida (2012), Jacobs et al. (2012), Kim (2006), Xu (2007)
	Unternehmensgröße	9	Blazy et al. (2014), Chatterjee et al. (1996), Gilson et al. (1990), Huang et al. (2013), Jacobs et al. (2012), Kim (2006), Yost (2002)
	Vermögensstruktur	2	Gilson et al. (1990), Jacobs et al. (2012)
	Eigentümersstruktur	1	Hochkiss et al. (2014)
	Insolvenzrechtliches Umfeld	2	Jacobs et al. (2012), Mutanen (2009)
	Bankbesitzung	4	Blazy et al. (2014), Couwenburg und de Jong (2006), Ellass und Krahnem (2002), Huang et al. (2013)
	Krisenausmaß und vorgegangenes Insolvenzverfahren	5	Chatterjee et al. (1996), Fischer und Wahrenburg (2012), Hochkiss (1995), Kim (2006), Yost (2002)
	Steuerliche Auswirkung an Sanierung	1	Belker (1995)
	Glaubgenstruktur	5	Bronner und Krahnem (2008), James (1995), James (1996), Huang und Huang (2011), Moorman und Ryan (2005)
	Holldout-Problem	2	Gilson (1991), Chatterjee (1995)
	Einschätzung des Managements durch Gläubiger	2	Blazy et al. (2014), ohne Verfasser (1991)
	Performance	2	Asquith et al. (1994), Iroue et al. (2010)
Detailaspekte/Fragen den Sanierungsprozesses betreffend	Eingestetzte Sanierungsstrategien und -maßnahmen	9	Asquith et al. (1994), Chatterjee et al. (1996), Francois und Sussman (2005), Groud et al. (2012), Iroue et al. (2008), Iroue et al. (2010), James (1995), Jostamdt und Saurner (2009), Sudarasan und Lai (2001)
	Vermögensverkauf als spezielle Sanierungsmaßnahme	3	Asquith et al. (1994), Brown et al. (1994), Shin und Geth (2012)
	Arztel (erfolgreicher) außergerichtlicher Sanierungen	9	Blazy et al. (2014), Couwenburg und de Jong (2006), Fischer und Wahrenburg (2012), Franks und Sussman (2005), Gilson (1995), Iroue et al. (2008), Jostamdt und Saurner (2009), Pandt et al. (2000), Yost (2002)
	Dauer außergerichtlicher Sanierungen	5	Franks und Torous (1994), Couwenburg und de Jong (2006), Gilson (1991), Huang und Huang (2011), Tashjian et al. (1996)
	Kosten außergerichtlicher Sanierungen	4	Belker (1995), Belker (1997), Gilson (1991), Tashjian et al. (1996)
	Auswirkungen und Folgen außergerichtlicher Sanierungen	7	Asquith et al. (1994), Blazy et al. (2014), Franks und Torous (1994), Gilson (1997), Gilson (1990), Gilson und Velasquezene (1993), Kim und Kwok (2008)
	Krisenursachen	1	Pandt et al. (2000)

Abbildung 9: Empirische Studienergebnisse im Detail

2.3.3.2 Einflussfaktoren auf die Entscheidung für die Sanierungsform

Zu den Einflussfaktoren auf die Entscheidung für eine außergerichtliche bzw. gerichtliche Sanierung wurden teilweise widersprüchliche Ergebnisse identifiziert. Die untersuchten Aspekte lassen sich folgendermaßen zusammenfassen:

Kapitalstruktur

Hinsichtlich der Kapitalstruktur haben sowohl *Jacobs*⁵⁹ als auch *Jostarndt* und *Sautner*⁶⁰ herausgefunden, dass sich Unternehmen mit einem höheren „Leverage“ und somit einem höheren Anteil von Fremdkapital zu Eigenkapital häufiger für eine außergerichtliche Sanierung entscheiden als für eine gerichtliche Sanierung im Rahmen eines Insolvenzverfahrens. In der Studie von *Chatterjee et al.* wurde ebenfalls festgestellt, dass Unternehmen mit einem höheren „Leverage“ eher einen „Prepackaged Plan“ beantragen sowie einen „Public Workout“⁶¹ planen.⁶² Die Studie von *Gilson et al.*⁶³ sowie *Xu*⁶⁴ zeigten hingegen in diesem Kriterium keine signifikanten Unterschiede. Im Hinblick auf die Eigentümerstruktur untersuchten *Kim*⁶⁵ bzw. *Kim* und *Kwok*⁶⁶ den Einfluss von Managerbeteiligungen auf die Wahl der Sanierungsform. Demnach entscheiden sich Manager, die Anteile zwischen 5 % und 25% an der betroffenen Gesellschaft halten, mit einem zunehmenden Anteil häufiger für eine gerichtliche Sanierung. Dies geschieht insbesondere dann, wenn Konflikte zwischen den (anderen) Eigentümern und Gläubigern des Unternehmens bestehen. Dieser Entscheidung liegt wohl die Annahme zugrunde, dass die Manager im gerichtlichen Verfahren ihre Interessen am Fortbestand und der Absicherung ihrer Unternehmensanteile besser durchsetzen können.

Die Erhebung von *Goto* und *Uchida*⁶⁷ liefert interessante Ergebnisse im Hinblick auf den Zeitpunkt der Entscheidung für eine außergerichtlichen Sanierung: Im Jahr, in dem der (erstmalige) Ausweis eines negativen Eigenkapitals notwendig wird und sich somit die ausgewiesene Kapitalstruktur signifikant ändert, steigt die Wahrscheinlichkeit einer außergerichtlichen

⁵⁹ Vgl. *Jacobs et al.* 2012, S.130.

⁶⁰ Vgl. *Jostarndt und Sautner* 2010, S. 663.

⁶¹ Der „Public Workout“ stellt eine Sonderform der außergerichtlichen Sanierung dar, in der (Anleihe-) Gläubiger öffentliche Angebote zur Restrukturierung vorgelegt bekommen, etwa in Form eines so genannten „Tenders“ oder „Exchange Offers“. Vgl. hierzu *Chatterjee et al.* 1996, S. 9.

⁶² Vgl. *Chatterjee et al.* 1996, S. 11.

⁶³ Vgl. *Gilson et al.* 1990, S. 327.

⁶⁴ Vgl. *Xu* 2007, S. 187.

⁶⁵ Vgl. *Kim* 2006, S. 109.

⁶⁶ Vgl. *Kim und Kwok* 2009, S. 79.

⁶⁷ Vgl. *Goto und Uchida* 2012, S. 473.

Sanierung. Die Autoren begründen dies damit, dass die Gläubiger versuchen, durch Zugeständnisse an das zu sanierende Unternehmen negative Folgen, etwa durch ein Sinken des Börsenkurses, zu vermeiden und daher eher bereit sind, außergerichtliche Restrukturierungsmaßnahmen zu unterstützen.

Liquiditätsausstattung

Unternehmen mit höheren Liquiditätsreserven greifen nach den Ergebnissen von *Jacobs* eher auf eine außergerichtliche Sanierung zurück,⁶⁸ was sich unter Umständen damit begründen lässt, dass in vielen Fällen die außergerichtliche Sanierung der gerichtlichen Sanierung vorgezogen ist und in Unternehmen, mit (noch) ausreichenden finanziellen Reserven eine solche Sanierung konkret in Angriff genommen wird bzw. aufgrund der vorhandenen Reserven auch erfolgreich abgeschlossen wird. Für Unternehmen mit bereits aufgebrauchten finanziellen Mitteln ist unter Zeitdruck somit oft nur mehr eine gerichtliche Sanierung möglich. *Chatterjee et al.* konnten hingegen nur bei den „Prepackaged Plans“ eine intensivere Liquiditätskrise feststellen, während sich Unternehmen, die einen Workout oder ein Chapter 11 Verfahren planen, im Hinblick auf die Liquiditätsausstattung kaum unterscheiden.⁶⁹

Gläubigerstruktur und Koordination der Gläubigerinteressen

Gilson et al. stellten in ihrer Erhebung fest, dass Unternehmen, die sich außergerichtlich sanieren, einen höheren Anteil an Verbindlichkeiten gegenüber Banken aufweisen, was darauf zurückzuführen ist, dass Banken ihren Einfluss auf das Unternehmen nutzen, um die Sanierung positiv zu beeinflussen.⁷⁰ Ein ähnliches Ergebnis liefert die Studie von *Kim*,⁷¹ wonach Unternehmen, die sich gerichtlich sanieren, die Koordinationsprobleme, die sich durch einen höheren Anteil an Lieferantenverbindlichkeiten äußern, nicht außergerichtlich lösen können und folglich Unternehmen mit einer (auf Banken) konzentrierten Gläubigerstruktur eher außergerichtlich saniert werden. Dieser Koordinationsaspekt wird teilweise auch mit der Fristigkeit der Schulden in Verbindung gebracht: *Yost* stellt in seiner Erhebung etwa fest, dass Unternehmen, die sich außergerichtlich sanieren, einen signifikant höheren Anteil langfristigen

⁶⁸ Vgl. *Jacobs et al.* 2012, S. 130.

⁶⁹ Vgl. *Chatterjee et al.* 1996, S. 11.

⁷⁰ Vgl. *Gilson et al.* 1990, S. 327ff.

⁷¹ Vgl. *Kim* 2006, S. 109.

Fremdkapitals aufweisen, was mit geringeren Abstimmungsproblemen mit den Gläubigern in Zusammenhang gebracht werden kann.⁷²

In der Studie von *Blazy et al.*⁷³ wurde hingegen ein gegenteiliger Effekt bestätigt: Demnach ist die Wahrscheinlichkeit einer (erfolgreichen) außergerichtlichen Sanierung signifikant geringer, wenn die Bank, die die Sanierung begleitet bzw. unterstützt der Hauptgläubiger des Unternehmens ist. Begründet wird dies mit dem Argument, dass im untersuchten Sample französischer Unternehmen, der Verhandlungsaspekt („bargaining effect“), der die Macht der Bank repräsentiert, offenbar stärker als der Koordinationsaspekt („coordination effect“) ausgeprägt ist.⁷⁴

Jacobs et al. haben im Hinblick auf die Gläubigerstruktur herausgefunden, dass Unternehmen mit unterschiedlichen Gläubigerklassen, welche anhand deren Besicherung kategorisiert werden, eher eine außergerichtliche Sanierung anstreben.⁷⁵ Dies steht in Widerspruch zu den Ergebnissen von *Gilson et al.*, die feststellten, dass komplexe Gläubigerstrukturen eine außergerichtliche Sanierung erschweren.⁷⁶ Dies lässt sich darauf zurückführen, dass das Scheitern langwieriger Verhandlungen bei komplexen Gläubigerstrukturen a priori wahrscheinlich ist. Zum gleichen Ergebnis kamen *Fischer und Wahrenburg*⁷⁷ sowie *Asquith et al.*,⁷⁸ die darüber hinaus auch feststellten, dass eine Vielzahl an besicherten Gläubigern tendenziell zu gerichtlichen Sanierungen führt. Ganz ähnlich sind die Ergebnisse von *Xu*,⁷⁹ bzw. *Goto und Uchida*,⁸⁰ die für japanische Unternehmen feststellten, dass bei außergerichtlichen Sanierungen der Anteil unbesicherter Bankengläubiger signifikant höher ist. Aus Sicht der Gläubiger bevorzugen daher besicherte Gläubiger eher eine gerichtliche Sanierung, da diese im Falle einer deutlich wahrscheinlicheren Liquidation – im Anschluss an ein gerichtliches Sanierungsverfahren – durch eine transparente Verwertung befriedigt werden.⁸¹

⁷² Vgl. Yost 2002, S. 25f. Zum gleichen Ergebnis kommen auch *Chatterjee et al.* Vgl. Chatterjee et al. 1996, S. 17.

⁷³ Vgl. Blazy et al. 2014, S. 259.

⁷⁴ Vgl. Blazy et al. 2014, S. 260.

⁷⁵ Vgl. Jacobs et al. 2012, S. 130.

⁷⁶ Vgl. Gilson et al. 1990, S. 327ff.

⁷⁷ Vgl. Fischer und Wahrenburg 2012, S. 18ff.

⁷⁸ Vgl. Asquith et al. 1994, S. 626.

⁷⁹ Vgl. Xu 2007, S. 184.

⁸⁰ Vgl. Goto und Uchida 2012, S. 473.

⁸¹ Vgl. Jacobs et al. 2012, S. 130; Jostarndt und Sautner 2010, S. 663.

Jostarndt und *Sautner* kommen zum Schluss, dass Unternehmen mit geringeren Koordinationsproblemen unter den Gläubigern eher eine außergerichtliche Sanierung durchführen. Dies wird in der Regel dann der Fall sein, wenn ein Großteil der Verbindlichkeiten gegenüber Banken besteht und mit einem Bankenpool verhandelt werden kann.⁸² Zu einem ähnlichen Ergebnis kamen *Chatterjee et al.*, die feststellen konnten, dass Unternehmen mit komplexen Gläubigerstrukturen, gemessen an einer hohen Anzahl von Lieferanten und Bankengläubigern, eine gerichtliche Sanierung bevorzugen.⁸³ Sie schließen daraus, dass die Einschätzung über das Auftreten bzw. die Lösung von Koordinationsproblemen unter den Gläubigern ganz wesentlich die Wahl der Sanierungsform beeinflusst.⁸⁴ Sieht sich das Krisenunternehmen mit unlösbaren Abstimmungsproblemen und divergierenden Interessenslagen konfrontiert, steht offenbar nur die Sanierung über ein gerichtliches Verfahren offen. Einen etwas anderen Aspekt des Gläubigerverhaltens untersuchten *Francois* und *Raviv* in ihrer Erhebung:⁸⁵ Sie stellten fest, dass Koordinationsprobleme im Zusammenhang mit unterschiedlichen Einschätzungen der Gläubiger über den Ausgang einer Sanierung stehen. Die Entscheidung für eine außergerichtliche Sanierung wird demnach dann getroffen, wenn der zu erzielende Wert aller Forderungen größer ist als im Falle einer gerichtlichen Sanierung.

Eidenmüller führt diese Koordinationsprobleme im Workout auf eine fehlende Mitwirkungsverpflichtung von Gläubigern in der außergerichtlichen Sanierung zurück.⁸⁶ *Asquith et al.* fanden zusätzlich heraus, dass (anleihefinanzierte) Unternehmen, die keine Restrukturierung des „public debt“ (im Wesentlichen der handelbaren Schulden im Sinne von Anleihen) vornahmen, häufiger scheiterten und ein Insolvenzverfahren eröffnen mussten.⁸⁷

Unternehmensgröße

Jacobs et al. kamen in ihrer Arbeit zum Ergebnis, dass größere Unternehmen⁸⁸ in einer Insolvenz seltener liquidiert werden als kleinere, was unter Umständen dazu führen kann, dass Großunternehmen daher auch eher ein gerichtliches Verfahren zur Sanierung anstreben.⁸⁹

⁸² Vgl. *Jostarndt* und *Sautner* 2010, S. 663.

⁸³ Vgl. *Chatterjee et al.* 1996, S. 17.

⁸⁴ Vgl. *Chatterjee et al.* 1996, S. 17.

⁸⁵ Vgl. *Francois* und *Raviv* 2013, S. 28.

⁸⁶ Vgl. *Eidenmüller* 2006, S. 258. *Eidenmüller* schlägt vor, dass solche Mitbestimmungspflichten automatisch eintreten sollen, sobald ein Workout initiiert wurde.

⁸⁷ Vgl. *Asquith et al.* 1994, S. 626.

⁸⁸ Die Größe wird in dieser Studie anhand des Marktwertes des Eigenkapitals gemessen.

⁸⁹ Vgl. *Jacobs et al.* 2012, S. 131.

Konträr dazu sind die Ergebnisse von *Gilson et al.*, in deren Sample außergerichtlich sanierte Unternehmen größer sind als gerichtlich sanierte.⁹⁰

Zum gleichen Ergebnis kommen *Chatterjee et al.*, die einen Zusammenhang zwischen Unternehmensgröße und Wahl der Sanierungsform feststellen konnten: Unternehmen, die sich für einen „Prepackaged Plan“ oder ein Chapter 11 Verfahren entscheiden, sind signifikant kleiner im Hinblick auf die Bilanzsumme und Umsätze als jene, die einen Workout in Angriff nehmen.⁹¹ Zum selben Ergebnis kamen *Huang et al.*, die diesen Umstand auf die Tatsache zurückführen, dass größere Unternehmen eine deutlich stärkere Verhandlungsmacht gegenüber den Gläubigern, im speziellen Fall gegenüber Banken, besitzen.⁹²

Größere Unternehmen haben auf Basis dieser Ergebnisse demnach einen Vorteil bei der außergerichtlichen Sanierung im Vergleich zu kleineren Unternehmen.⁹³ Ein ähnliches Ergebnis liefert auch die Studie von *Xu*,⁹⁴ wonach die außergerichtlich sanierten Unternehmen, in diesem Falle börsennotierte japanische Unternehmen, gemessen am Umsatz rund 5 mal so groß⁹⁵ waren wie die gerichtlich sanierten Unternehmen. Den gleichen Befund zeigen die Studien von *Kim*⁹⁶ bzw. *Kim und Kwok*,⁹⁷ wonach außergerichtlich sanierte Unternehmen signifikant größer sind als gerichtlich sanierte.⁹⁸ Auch die Erhebung von *Blazy et al.* bestätigt den Einfluss der Unternehmensgröße auf die Wahl der Sanierungsform:⁹⁹ In ihrer Untersuchung, welche französische KMU zum Gegenstand hatte, stellte sich ebenfalls heraus, dass außergerichtlich sanierte Unternehmen, in diesem Falle gemessen an der Mitarbeiteranzahl, signifikant größer sind als gerichtlich sanierte Unternehmen. Der Mittelwert der außergerichtlich sanierten Unternehmen lag bei rund 202 Mitarbeitern im Gegensatz zu rund 59 Mitarbeitern bei den gerichtlich sanierten Unternehmen.

⁹⁰ Vgl. *Gilson et al.* 1990, S. 327ff. Die Unternehmensgröße wurde in dieser Untersuchung mithilfe der Bilanzsumme sowie des Umsatzes ermittelt.

⁹¹ Vgl. *Chatterjee et al.* 1996, S. 9. Die Unternehmensgröße wurde in dieser Untersuchung mithilfe der Bilanzsumme sowie des Umsatzes ermittelt.

⁹² Vgl. *Huang et al.* 2013, S. 416.

⁹³ Vgl. *Chatterjee et al.* 1996, S. 10.

⁹⁴ Vgl. *Xu* 2007, S. 187.

⁹⁵ Die Größe wurde in dieser Studie anhand des Vermögens in Absolutbeträgen gemessen.

⁹⁶ Vgl. *Kim* 2006, S. 109.

⁹⁷ Vgl. *Kim und Kwok* 2009, S. 70.

⁹⁸ Die Unternehmensgröße wurde in dieser Untersuchung mithilfe der Bilanzsumme ermittelt.

⁹⁹ Vgl. *Blazy et al.* 2014, S. 255.

Pandit et al. haben in ihrer Analyse von Company Voluntary Arrangements (CVAs),¹⁰⁰ welche eine Form der gerichtlich überwachten „out-of-court-arrangements“ speziell für KMU darstellt, in Großbritannien festgestellt, dass – obwohl es sich beim CVA explizit um ein Verfahren für kleine und mittlere Unternehmen handelt – kleine Unternehmen (mit einem Umsatz von weniger als 3 Millionen Pfund) über diesen Weg signifikant seltener saniert werden als größere Unternehmen.¹⁰¹ *Pandit et al.* führen diesen Umstand auf die Überwachungskosten durch den Sanierungsverwalter („insolvency practitioner“) zurück, welche jedoch in klassischen außergerichtlichen Sanierungen nicht anfallen.

Vermögensstruktur

Zur Vermögensstruktur gibt es relativ übereinstimmende empirische Ergebnisse: Unternehmen mit einem höheren Anteil an immateriellen Vermögensgegenständen werden häufiger außergerichtlich saniert, da die Gläubiger ein Interesse haben, das im Zuge einer Verwertung, welche durch ein gerichtliches Verfahren wahrscheinlicher wird, meist nicht werthaltige Vermögen zu retten.¹⁰² *Franks und Torous* fanden zudem heraus, dass in gerichtlichen Sanierungen häufiger Vermögen veräußert wird als in außergerichtlichen Restrukturierungen, was wiederum die oben angeführten Argumente zu bestätigen scheint.¹⁰³

Eigentümerstruktur

Hotchkiss et al. analysierten für ein Sample US-amerikanischer Unternehmen den Einfluss von Private Equity Gesellschaften, als institutionelle Beteiligungskapitalgeber, auf den Erfolg einer außergerichtlichen Sanierung in einer akuten Unternehmenskrise („default“). Unternehmen mit Beteiligungskapital schaffen demnach häufiger eine außergerichtliche Sanierung. Die Dauer der Restrukturierung ist in diesen Fällen deutlich kürzer, die Unternehmen behalten auch häufiger ihre Unabhängigkeit.¹⁰⁴ Dies legt den Schluss nahe, dass die Eigentümerstruktur und insbesondere deren Kompetenz im Umgang mit finanziellen Krisen, die Sanierungswahrscheinlichkeit beeinflusst.

¹⁰⁰ Vgl. zu den Details des Company Voluntary Arrangements etwa *Hotchkiss et al.* 2008; *Pandit et al.* 2000.

¹⁰¹ Vgl. *Pandit et al.* 2000, S. 248.

¹⁰² Vgl. *Gilson et al.* 1990, S. 327ff; *Jacobs et al.* 2012, S. 131.

¹⁰³ Vgl. *Franks und Torous* 1994, S. 369.

¹⁰⁴ Vgl. *Hotchkiss et al.* 2014, S. 17ff.

Insolvenzrechtliches Umfeld

Mutanen analysierte das insolvenzrechtliche Umfeld für außergerichtliche Sanierungen in Finnland und kam dabei zum Schluss, dass die Rahmenbedingungen für Workouts dort sehr günstig sind.¹⁰⁵ Zum einen sind die Haftungsrisiken für Geschäftsführer bei (gescheiterten) außergerichtlichen Sanierungen verhältnismäßig gering bzw. können diese durch eine sorgfältige Planung reduziert werden. Zum anderen können Restrukturierungsmaßnahmen wie Debt-to-Equity Swaps einfach vereinbart und umgesetzt werden. Darüber hinaus sind Anfechtungsrisiken für Gläubiger überschaubar, vertragliche Vereinbarungen mit denselben, wie etwa ein Stand-Still, können vergleichsweise einfach abgeschlossen werden.

Jacobs stellte für Unternehmen, die in einem schuldnerfreundlichen Umfeld angesiedelt sind, welches sich etwa durch eine schuldnerfreundliche Rechtsprechung bzw. -handhabung der Insolvenzgesetze äußern kann, fest, dass diese eher auf außergerichtlichem Wege sanieren.¹⁰⁶ Dies legt den Schluss nahe, dass institutionelle Rahmenbedingungen einen Einfluss auf die Entscheidung für oder gegen eine bestimmte Sanierungsform ausüben. Im untersuchten Fall waren dies der Southern District of New York und der District of Delaware in den USA, welche für eine tendenziell schuldnerfreundliche Rechtsprechung der Insolvenzgerichte bekannt sind.¹⁰⁷ Gläubiger sind in solchen Regionen demnach eher bereit, einer außergerichtlichen Sanierung zuzustimmen, da sie für den Fall der insolvenzrechtlichen Abwicklung über ihre verhältnismäßig schlechte Position als Gläubiger Bescheid wissen. Gleichzeitig beeinflusst das rechtliche Umfeld auch die Wahrscheinlichkeit einer Liquidation im Sinne einer gescheiterten Sanierung: In einem schuldnerfreundlichem Rechtsumfeld werden Unternehmen deutlich seltener liquidiert.¹⁰⁸

Bankbeziehung

Elsas und *Krahn* sowie *Huang et al.* haben in ihrer Untersuchungen herausgefunden, dass eine stabile Hausbankbeziehung die Wahrscheinlichkeit einer außergerichtlichen Sanierung erhöht.¹⁰⁹ Die erst genannte Studie umfasste ein Datensample fünf deutscher Banken im Zeitraum 1992 bis 1996. Gegenstand der Untersuchung waren mittelständische Unternehmen.

¹⁰⁵ Vgl. *Mutanen und Lehtimäki* 2009, S. 21 ff.

¹⁰⁶ Vgl. *Jacobs et al.* 2012, S. 131.

¹⁰⁷ Vgl. *Jacobs et al.* 2012, S. 133.

¹⁰⁸ Vgl. *Jacobs et al.* 2012, S. 125. Zum Einfluss des Gerichtsstandorts auf den Ausgang einer gerichtlichen Unternehmenssanierung gibt es weitere Studien. Vgl. hierzu etwa *Leyman et al.* 2011.

¹⁰⁹ Vgl. *Elsas und Krahn* 2002; *Huang et al.* 2013.

Hausbanken verfügen demnach über mehr Sicherheiten als „arm’s length banks“, im Wesentlichen Neben-Banken, welche weniger Informationen über das Unternehmen haben.¹¹⁰ In der Unternehmenssanierung unterstützen Hausbanken und Banken mit mehr Sicherstellungen für die aushaftenden Kredite häufiger eine außergerichtliche Sanierung als andere Banken. Hohe Sicherheiten verbessern die Verhandlungsposition der Bank nicht nur gegenüber dem schuldenrischen Unternehmen sondern auch gegenüber anderen Gläubigern. Diese gute Verhandlungsposition wirkt sich somit positiv auf die Entscheidung der Bank aus, eine außergerichtliche Sanierung zu unterstützen. In der Erhebung von *Huang et al.*, welche taiwanesischen börsennotierte Unternehmen zu Gegenstand hatte, wurde neben dem Einfluss der Intensität der Bankbeziehung auch ein Zusammenhang zwischen der Anzahl an Banken und der Entscheidung für eine Sanierungsform identifiziert: Eine geringere Anzahl an Bankverbindungen reduzierten Informationsasymmetrien und Koordinationsprobleme und erhöhten dadurch die Wahrscheinlichkeit einer außergerichtlichen Sanierung.¹¹¹ *Couwenberg* und *de Jong* bestätigen ebenfalls die Rolle der Bank im Hinblick auf die Entscheidung für eine Sanierungsform.¹¹² Banken unterstützen jene Unternehmen in der außergerichtlichen Sanierung, bei denen sie einen hohen Anteil an den Gesamtschulden und somit Risiko haben bzw. wo sie eine hohe Erfolgswahrscheinlichkeit der Restrukturierung erwarten.

In der Studie von *Blazy et al.* konnte ebenfalls ein positiver Zusammenhang zwischen der Besicherungssituation der Bank und der Entscheidung für eine außergerichtliche Sanierung festgestellt werden.¹¹³ Hat der Unternehmer persönliche Sicherheiten abgegeben, steigt demnach die Wahrscheinlichkeit einer außergerichtlichen Sanierung. *Kaiser* merkt in diesem Zusammenhang an, dass im internationalen Vergleich Banken sehr unterschiedliche Beziehungen zu den finanzierenden Unternehmen unterhalten: Während Banken in den USA aus Haftungsgründen keine so enge Beziehung zu den Kunden halten, ist im kontinental-europäischen Raum sehr oft eine enge Hausbank-Kunden Beziehung zu beobachten, die dazu führt, dass die Finanzierungsinstitute auch in der Sanierung eine verantwortungsvolle Position einnehmen und die Restrukturierung aktiv mitbegleiten.¹¹⁴ Dies bestätigt im Wesentlichen den Einfluss der Bankbeziehung auf den Sanierungsweg und verdeutlicht, dass rechtliche aber auch regionale und kulturelle Aspekte in diesem Zusammenhang ebenfalls eine Rolle spielen.

¹¹⁰ Vgl. *Elsas und Krahn* 2002, S. 33.

¹¹¹ Vgl. *Huang et al.* 2013, S. 416.

¹¹² Vgl. *Couwenberg und Jong* 2006, S. 22.

¹¹³ Vgl. *Blazy et al.* 2014, S. 259.

¹¹⁴ Vgl. *Kaiser* 1996, S. 77f.

Krisenausmaß und vorangegangenes Insolvenzverfahren

Chatterjee et al. fanden in ihrer Analyse des Krisenausmaßes, gemessen am Ergebnis vor Zinsen, Abschreibungen und Steuern (bezeichnet als EBIDT) heraus, dass ein signifikanter Zusammenhang zwischen dem Ausmaß der Liquiditätskrise und der Wahl der Sanierungsform bestehen. So befinden sich Unternehmen, die sich für einen Workout oder einen „Prepackaged Plan“ entscheiden, in einer geringeren finanziellen Krise, als jene, die eine gerichtliche Sanierung wählen.¹¹⁵ Zum gleichen Ergebnis kommt *Xu*,¹¹⁶ wonach gerichtlich sanierte Unternehmen ein signifikant höheres Krisenausmaß (gemessen am EBITDA zu total assets) aufweisen als außergerichtlich sanierte Unternehmen. Die Erhebung von *Yost* liefert ebenfalls ein ganz ähnliches Ergebnis.¹¹⁷ Demnach sanieren sich Unternehmen mit einer besseren finanziellen Performance (operating income/total assets) signifikant häufiger außergerichtlich. Darüber hinaus konnten die Autoren auch einen Zusammenhang zwischen der Marktkapitalisierung börsennotierter Unternehmen und der Sanierungswahl feststellen: In Branchen mit einem höheren Verhältnis von Börsenkurs zu Buchwert des Eigenkapitals werden Unternehmen häufiger außergerichtlich saniert.

Ein etwas differenziertes Ergebnis liefert die Studie von *Fischer und Wahrenburg*,¹¹⁸ wonach Unternehmen, welche sich in Liquiditätsproblemen befinden, jedoch operativ lebensfähig sind und somit über einen höheren „Going-concern“ Wert verfügen, signifikant häufiger außergerichtlich saniert werden. Dies legt zusammenfassend den Schluss nahe, dass finanziell und operativ „gesündere“ Unternehmen eher eine außergerichtliche Sanierung anstreben und die Wahl der Sanierungsform somit in Abhängigkeit vom Krisenstadium und Krisenausmaß steht.

¹¹⁵ Vgl. Chatterjee et al. 1996, S. 14.

¹¹⁶ Vgl. Xu 2007, S. 109.

¹¹⁷ Vgl. Yost 2002, S. 25.

¹¹⁸ Vgl. Fischer und Wahrenburg 2012, S. 15.

Hotchkiss fand in einer empirischen Analyse der nachinsolvenzlichen Performance 197 börsennotierter US-amerikanischer Unternehmen Folgendes heraus:¹¹⁹ Mehr als 40 Prozent dieser Unternehmen wiesen weiterhin operative Verluste aus und hatten offensichtlich die Krise im Rahmen des Insolvenzverfahrens nach Chapter 11 nicht nachhaltig beseitigt. Ein Großteil davon (32% des Gesamtsamples) wurde wieder insolvent oder strebte eine außergerichtliche Sanierung („private workout“, rund 12% des Gesamtsamples) an. Resümierend lässt sich somit festhalten, dass zum einen eine gerichtliche Sanierung in vielen Fällen nicht geeignet ist, eine Krise nachhaltig zu überwinden und zum anderen die Entscheidung bzw. die Notwendigkeit einer außergerichtlichen Sanierung oft auf eine bereits vorangegangene Sanierung im Rahmen eines Insolvenzverfahrens ohne vollständige Beseitigung der Krisenursachen zurückzuführen ist.

Steuerliche Auswirkung der Sanierung

Betker analysierte in seiner empirischen Studie US-amerikanische „Prepackaged Bankruptcies“. Er kommt zum Schluss, dass mithilfe dieses Verfahrensweges Holdout-Probleme¹²⁰ gelöst werden können.¹²¹ Zum anderen vergleicht er die steuerliche Situation von „Prepackaged Plans“ und Workouts und stellt dabei fest, dass durch steuerliche Vorteile auf Basis der seinerzeitigen Rechtslage in den USA, gerichtliche Sanierungsverfahren zu erheblichen steuerlichen Vorteilen führen, die sich gemäß den empirischen Ergebnissen auf bis zu 3% der Bilanzsumme der untersuchten Unternehmen belaufen.¹²² Somit stellt die ertragssteuerliche Auswirkung der geplanten Sanierung einen weiteren möglichen Einflussfaktor auf die Entscheidung für eine gerichtliche bzw. außergerichtliche Sanierung dar.

2.3.3.3 Einflussfaktoren auf den Ausgang der Sanierung

Gläubigerstruktur

Brunner und *Krahn* setzen sich mit dem Einfluss von Bankenpools auf den Erfolg einer außergerichtlichen Sanierung auseinander. Sie stellten dabei fest, dass die Erfolgswahrscheinlichkeit mit der Größe dieser Bankenpools zusammenhängt. Kleine Bankenpools, mit einer geringeren Anzahl an Verhandlungspartnern, ermöglichen somit eher eine außergerichtliche Sanierung.¹²³ Je größer die Bankenpools sind, desto höher werden die Verhandlungskosten

¹¹⁹ Vgl. Hotchkiss 1995, S. 14f.

¹²⁰ Siehe hierzu auch den nächsten Abschnitt zu den Einflussfaktoren auf den Ausgang der Sanierung.

¹²¹ Vgl. Betker 1995, S. 8.

¹²² Vgl. Betker 1995, S. 17.

¹²³ Vgl. Brunner und Krahn 2008, S. 415ff.

und auch das Risiko des Scheiterns der Verhandlungen. Die Anzahl an einer Sanierung beteiligten Banken hat einen positiven Einfluss auf die Einrichtung solcher Pools: Je mehr Banken beteiligt sind, desto eher wird ein Bankenpool installiert. *James* hat in diesem Zusammenhang festgestellt, dass die Unterstützung durch Banken auch auf das Verhalten von anderen Gläubigern eine positive Auswirkung hat: So sind Anleihegläubiger häufiger bereit, einem Vergleichsangebot zuzustimmen, wenn auch Banken einem Schuldnachlass gegenüber positiv gesinnt sind.¹²⁴ Daraus lässt sich schließen, dass die Wahrscheinlichkeit eines erfolgreichen Abschlusses einer außergerichtlichen Sanierung mit einem steigenden Anteil von Bankverbindlichkeiten an den Gesamtpassiva zunimmt. Im Gegensatz zu Lieferantengläubigern sind Banken oft verhandlungsbereiter und auch in der Lage die Erfolgsaussichten der Sanierung realistisch einzuschätzen.¹²⁵ Umgekehrt machen Banken ihre Unterstützungsbereitschaft abhängig von der Gläubigerstruktur: Je höher der Anteil von Anleihegläubigern ist, desto geringer ist die Unterstützungsbereitschaft der Banken.¹²⁶ Die Finanzierungsinstitute befürchten, dass durch ausstehende Anleihen eine umfassende Restrukturierungs-Vereinbarung mit allen Gläubigern nur schwer zu realisieren ist, bzw. dass das „Public Debt“ die Flexibilität des zu sanierenden Unternehmens einschränkt.

Huang und *Huang* stellten in ihrer Studie fest, dass eine enge Hausbankbeziehung, gemessen an der Vergabe von Krediten in der Vergangenheit sowie dem Verhältnis zwischen Unternehmen und Bank, die Wahrscheinlichkeit des erfolgreichen Abschlusses einer Restrukturierung signifikant erhöht. Eine steigende Anzahl von Bankverbindungen führt auch nach dieser Erhebung zu größeren Koordinationsproblemen und zu einer geringeren Wahrscheinlichkeit einer erfolgreichen Sanierung.¹²⁷

Banken können auch beitragen, Informationsdefizite abzubauen und Holdout-Probleme zu reduzieren.¹²⁸ Durch die bankenseitige Zustimmung zur Sanierung können offensichtlich andere Beteiligte, wie etwa Anleihegläubiger, überzeugt werden, die Sanierung ebenfalls zu unterstützen. *Miller* schlug daher seinerzeit als Manager von Chrysler vor, dass Unternehmen für den Krisenfall vorsorgen müssen und die Komplexität ihrer Gläubigerstruktur aktiv reduzieren

¹²⁴ Vgl. *James* 1996, S. 726f.

¹²⁵ Vgl. *Gilson* 1991, S. 67.

¹²⁶ Vgl. *James* 1995, S. 1231f.

¹²⁷ Vgl. *Huang* und *Huang* 2011, S. 120.

¹²⁸ Vgl. *James* 1996, S. 727.

sollten.¹²⁹ Diese Maßnahme sollte demnach bereits vor der eigentlichen Sanierung gesetzt werden. Der Vorteil bei einer homogenen Gläubigerstruktur ist demnach darin zu sehen, dass die Verhandlungen rasch und effizient geführt werden können.

Mooradian und Ryan untersuchten in ihrer empirischen Erhebung die Rolle von Investmentbanken bei außergerichtlichen Sanierungen. In diesem Zusammenhang konnten sie feststellen, dass diese als Intermediäre insbesondere bei großen Unternehmen mit einem hohen Anteil an „public debt“ (im wesentlichen Anleihegläubigern) zum Einsatz kommen und durch ihre Tätigkeit Informationsasymmetrien unter den Gläubigern ebenso wie die Transaktionskosten reduzieren können. Durch deren Tätigkeit kann demnach der Sanierungserfolg signifikant verbessert werden. Dies geschieht etwa durch einen höheren erzielten Schuldenschnitt und in weiterer Folge einer besseren wirtschaftlichen Performance nach der Sanierung.¹³⁰ Investmentbanken und Finanzierungsbanken („commercial banks“) treten in diesem Zusammenhang komplementär auf: Investmentbanken werden dann eingeschaltet, wenn auch die Finanzierungsbanken Sanierungszugeständnisse machen.

Holdout-Problem

Unter dem Begriff „Holdout“ wird das Ausharren eines oder mehrerer Gläubiger verstanden, die den Sanierungsvorschlag nicht annehmen und sich daraus einen Vorteil erhoffen. Die Relevanz dieses Problems hängt wiederum von der Gläubigerstruktur ab. Tendenziell häufig zu beobachten in das Phänomen im Zusammenhang mit Anleihe-Gläubigern in den USA („holders of public bonds“), die im Falle der Nichtteilnahme an der Sanierung auf eine vollständige Befriedigung ihrer Ansprüche hoffen (können).¹³¹ Folglich werden außergerichtliche Sanierungen durch eine Vielzahl von Gläubigern in der Holdout-Position erschwert oder zur Gänze vereitelt.¹³² Zeitliche Verzögerungen oder ein zu geringer Sanierungseffekt können die Folge sein. Das Ausmaß des Holdout-Problems wird unter anderem durch die Art an Verbindlichkeiten beeinflusst, die im Zuge der Sanierung „bereinigt wird“, zumal dieses insbesondere unter Anleihegläubigern auftreten kann.¹³³ Das erwartete Ausmaß des Effekts des Ausharens durch die Anleihegläubiger beeinflusst sehr wesentlich den Sanierungsweg, der beschritten wird: So

¹²⁹ Vgl. ohne Verfasser 1991, S. 36. *Miller* spricht in diesem Zusammenhang von „böartigen Plänkeleien“ unter den unterschiedlichen Gläubigerklassen, die die Sanierung von Chrysler gefährdeten und sehr viel Zeit kosteten.

¹³⁰ Vgl. *Mooradian* 2005, S. 1623.

¹³¹ Vgl. *Kaiser* 1996, S. 77.

¹³² Vgl. *Gilson* 1991, S. 67.

¹³³ Vgl. *Gilson* 1991, S. 67.

fanden *Chatterjee et al.* für ein Sample US-amerikanischer börsennotierter Unternehmen heraus, dass Unternehmen mit großen Holdout-Problemen eher den Weg eines „Tender Offers“, bei dem die Anleihen zurück gekauft werden, als den eines „Exchange Offers“, bei dem es zu einer Umwandlung der Anleihe-Schulden gegen neue Sicherheiten kommt, für die finanzielle Restrukturierung wählen.¹³⁴ Nachdem die erst genannte Variante deutlich mehr Liquidität erfordert, hängt in weiterer Folge somit der Erfolg der gesamten außergerichtlichen Sanierung ganz wesentlich davon ab, ob das Holdout-Problem gelöst werden kann.

Einschätzung des Managements durch die Gläubiger

*Blazy et al.*¹³⁵ identifizierten in ihrer Erhebung zu französischen KMU einen signifikanten Zusammenhang zwischen der Einschätzung des Managements durch die Bank und dem Erfolg einer außergerichtlichen Sanierung: Unternehmen mit einem „unfähigen“ Management werden signifikant seltener saniert als Unternehmen mit einer vertrauenswürdigen Führung. *Miller*, seinerzeitiger Vice-Chairman bei Chrysler, weist in einem Interview zur Sanierung von Chrysler ebenfalls darauf hin, dass Ehrlichkeit und Offenheit des Managements ein wesentlicher Erfolgsgarant seien: So ist das Vertrauen der Gläubiger und die Integrität des Schuldners zu jeder Zeit sicherzustellen. Eine offene Kommunikation dürfe demnach schlechte Nachrichten nicht verschleiern, sondern müsse ständig die Wahrheit kommunizieren ohne Rücksicht auf die Befindlichkeiten der Gläubiger.¹³⁶

Performance

Asquith et al. konnten fest stellen, dass sich eine vergleichsweise gute Performance des zu sanierenden Unternehmens, wie zu erwarten, positiv auf den Erfolg einer außergerichtlichen Sanierung auswirken kann. Zu den in dieser Studie untersuchten Kennzahlen gehören die klassische Rentabilität (EBITDA) und das Verhältnis von Buchwert des Eigenkapitals zu Börsenwert des Unternehmens.¹³⁷ Die Performance stellt in diesem Zusammenhang wohl auch einen Indikator für das Krisenausmaß dar.¹³⁸ *Inoue et al.* analysierten ein Sample japanischer börsennotierter Unternehmen und konnten dabei feststellen, dass die Performance, gemessen an der Umsatzrendite, in den fünf Jahren nach der Restrukturierung jeweils deutlich unter dem

¹³⁴ Vgl. *Chatterjee et al.* 1995, S. 358f.

¹³⁵ Vgl. *Blazy et al.* 2014, S. 259.

¹³⁶ Vgl. ohne Verfasser 1991, S. 36.

¹³⁷ Vgl. *Asquith et al.* 1994, S. 639.

¹³⁸ Siehe hierzu auch Punkt 2.3.3.2 zum Krisenausmaß und vorangegangenen Insolvenzverfahren.

jeweiligen Branchendurchschnitt lag.¹³⁹ Die Performance nach der Restrukturierung war jedoch deutlich besser als davor. Dies legt den Schluss nahe, dass die außergerichtliche Sanierung in jedem Falle geeignet scheint, die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit wieder zu steigern.

Eingesetzte Sanierungsstrategien und -maßnahmen

Sudarsanam und *Lai* führten eine Analyse des Einsatzes von Sanierungsstrategien in erfolgreich und (noch) nicht erfolgreich sanierten börsennotierten Unternehmen in Großbritannien durch¹⁴⁰ und unterschieden in diesem Zusammenhang in betriebliche (operational), Asset-bezogene, Management-bezogene und finanzielle Strategien. Sie stellten dabei fest, dass ein höherer Anteil der nicht sanierten Unternehmen¹⁴¹ betriebliche Sanierungsschritte, wie Kostenreduktion oder Umsatzgenerierung, setzte bzw. finanzwirtschaftliche Strategien, wie eine Kürzung von Dividendenzahlungen oder Umstrukturierungen im Bereich der Schulden, verfolgte. Unternehmen, die keine Sanierung schafften, waren somit stärker auf interne Bereiche fokussiert, während erfolgreich sanierte Unternehmen Investitions- und Akquisitionsstrategien im Assetbereich verfolgten. Erfolgreich sanierte Unternehmen implementierten Vorwärtsstrategien, während nicht sanierte Unternehmen relativ lange den Fokus auf unternehmensinterne Veränderungen legten.¹⁴² Generell wurden in dieser Untersuchung auch viele Ähnlichkeiten im Einsatz der Sanierungsstrategien festgestellt, was die Autoren auf die relativ allgemeine Gruppierung der Strategien zurückführen und eine stärkere branchenspezifische Betrachtung des Einsatzes von Sanierungsstrategien und -maßnahmen vorschlagen.¹⁴³

Couwenberg und *de Jong* nahmen in ihrer Studie ebenfalls eine Einteilung der Sanierungsaktivitäten in finanzielle Schritte auf Seiten der Eigentümer, Banken und sonstigen Gläubigern, sowie operative und führungsbezogene („governance“) Maßnahmen vor.¹⁴⁴ Erfolgreich sanierte Unternehmen setzen signifikant häufiger Sanierungsmaßnahmen als nicht erfolgreiche. Der Vermögensverkauf (operativ), der Austausch von Management (führungsbezogen) sowie die Zurverfügungstellung zusätzlicher Sicherheiten für Banken und restriktivere Vereinbarungen mit denselben (finanziell) werden in den erfolgreichen Restrukturierungen signifikant häufiger eingesetzt. Die Studie bestätigt zudem, dass eine erfolgreiche Sanierung einen Mix unter-

¹³⁹ Vgl. Inoue et al. 2010, S. 507f.

¹⁴⁰ Vgl. Sudarsanam und Lai 2001, S. 187ff.

¹⁴¹ Dieser Umstand wurde mit einem negativen Z-score als Wahrscheinlichkeitswert für eine Insolvenz definiert. Unternehmen mit negativen Werten sind demnach insolvenzgefährdet. Vgl. hierzu Altman 1968.

¹⁴² Vgl. Sudarsanam und Lai 2001, S. 197.

¹⁴³ Vgl. Sudarsanam und Lai 2001, S. 198.

¹⁴⁴ Vgl. Couwenberg und Jong 2008, S. 29f.

schiedlicher Maßnahmen, welche von den Banken mitgetragen und mitbegleitet werden, benötigt.¹⁴⁵

In der Studie von *Giroud et al.*, die eine Analyse von Restrukturierungen in österreichischen Skihotels zum Gegenstand hatte, stellte sich heraus, dass für die in einem hohen Maße über Fremdkapital finanzierten Unternehmen („highly leveraged“) eine Reduktion des Schuldenüberhangs mithilfe von Forderungsnachlässen der Banken zu einer deutlichen Verbesserung der Performance, gemessen an den Return on Assets,¹⁴⁶ führte.¹⁴⁷ In einem weiteren Schritt wurden die Auswirkungen dieser Sanierungsmaßnahme analysiert. Hierbei konnte festgestellt werden, dass diese Reduktion des „Leverage“ in Form eines Schuldenschnitts mit einer signifikanten Reduktion von Overhead Kosten und jenen von Löhnen und Gehältern einherging sowie zu einem signifikanten Anstieg der Umsätze führte.¹⁴⁸ Demnach trägt ein Schuldnachlass zu einer deutlichen Steigerung der unternehmerischen Performance bei. Die Reduktion der Personalkosten ist nach Ansicht der Autoren in den stark eigentümerdominierten Unternehmen der Hotellerie insbesondere auch als Beitrag der Eigentümer zu werten, da diese über einen längeren Sanierungszeitraum auf einen Teil ihrer Ansprüche verzichteten.¹⁴⁹

Jostarndt und Sautner konnten im Hinblick auf die Häufigkeit der eingesetzten Sanierungsmaßnahmen Folgendes feststellen: Im untersuchten Sample von 57 Workouts wurde in 28 Unternehmen (rund 49% der Fälle) ein Nachlass gewährt. Als zweithäufigste Maßnahme wurde zusätzliche Liquidität („fresh money“) identifiziert, wobei diese in 39% der Fälle stattfand und 75% des Gesamtkapitals betraf, was auf eine relativ hohe Zustimmung dieser Unterstützungsmaßnahme schließen lässt. Als dritte wesentliche Maßnahme wurde der Zahlungsaufschub für 33% der Fälle erhoben. Die weiteren analysierten Maßnahmen, wie Debt-to-Equity Swap, Rangrücktritt, und Besserungsvereinbarung („recovery agreement“) scheinen nur eine untergeordnete Bedeutung zu haben. Untersucht wurde in dieser Studie unter anderem auch die Häufigkeit der eingesetzten Sanierungsmaßnahmen. In 56% der Fälle wurde offensichtlich nur eine Sanierungsmaßnahme eingesetzt, in 38% der Fälle zumindest zwei Maßnahmen.¹⁵⁰ In der Studie von *James* wurde im Speziellen die Bedeutung des Debt-to-Equity Swaps durch

¹⁴⁵ Vgl. Couwenberg und Jong 2008, S. 22f.

¹⁴⁶ Der Return on Assets wurde durch die Division des EBITDAs durch die Assets ermittelt.

¹⁴⁷ Vgl. Giroud et al. 2012, S. 692ff.

¹⁴⁸ Vgl. Giroud et al. 2012, S. 695.

¹⁴⁹ Vgl. Giroud et al. 2012, S. 697.

¹⁵⁰ Vgl. Jostarndt und Sautner 2010, S. 659.

Banken bei der Restrukturierung US-amerikanischer Unternehmen analysiert: In 31% der Fälle kam es zu einer solchen Transaktion, wobei die finanzierenden Institute diese Beteiligung auch relativ lange hielten und somit einen wesentlichen Einfluss auf die Umsetzung der Sanierung nahmen.¹⁵¹

Franks und *Sussmann* stellten in ihrer Erhebung hingegen fest, dass dem Schuldennachlass als aktive Unterstützungsmaßnahme der Bank im Workout offenbar eine sehr untergeordnete Bedeutung zukommt:¹⁵² In nur einem Fall von 542 untersuchten Unternehmen kam es zu einem expliziten außergerichtlichen Nachlass von Bankverbindlichkeiten. Darüber hinaus scheint die Sanierungsunterstützung von Banken nur marginal gegeben zu sein, wurde doch in rund 90% der untersuchten Fälle eine Rückführung des Obligos je nach Bank zwischen 31 und 44% im Durchschnitt durchgesetzt. Diese restriktive Haltung der Banken ist in der Erhebung *Franks* und *Sussmann* wohl auf die außerordentliche gute Besicherungssituation zurückzuführen.¹⁵³ Als interne Sanierungsmaßnahme wurde auch der Austausch von Management erhoben: Dieser fand in rund 15% der Fälle statt.¹⁵⁴

Inoue et al. identifizierten für ein Sample von 134 börsennotierten Unternehmen folgende finanzwirtschaftliche Sanierungsmaßnahmen:¹⁵⁵ Ein Moratorium von Zinszahlungen oder ein Schuldnachlass trat in rund 90% der Fälle auf, frisches Kapital (mehrheitlich) von Banken wurde in rund 60% der Fälle zugeführt und ein Schuldnachlass (ebenfalls überwiegend von Banken) wurde nur in rund 23% der untersuchten Fälle gewährt. Die Autoren stellten darüber hinaus fest, dass Veränderungen im Management des Unternehmens in Verbindung mit der Zufuhr von frischem Kapital wesentliche Sanierungsmaßnahmen darstellen, die zu einer erfolgreichen Restrukturierung beitragen können.¹⁵⁶ Der Managerwechsel zwingt demnach die zu sanierenden Unternehmen ihre Governancestrukturen zu überdenken und zu optimieren, während frisches Kapital die finanziellen Spielräume für die Sanierung schafft. Nachdem, wie bereits oben angeführt, die Performance japanischer Unternehmen nach der Restrukturierung unter dem Branchenschnitt liegt, argumentieren die Autoren, dass die Sanierungsschritte in

¹⁵¹ Vgl. James 1995, S. 1210f.

¹⁵² Vgl. Franks und Sussman 2005, S. 86.

¹⁵³ Vgl. Franks und Sussman 2005, S. 81.

¹⁵⁴ Vgl. Franks und Sussman 2005, S. 87.

¹⁵⁵ Vgl. Inoue et al. 2008, S. 2631.

¹⁵⁶ Vgl. Inoue et al. 2010, S. 506f.

vielen Fällen nicht „drastisch“ genug waren¹⁵⁷ und die Unternehmen daher weiterhin dem Risiko einer erhöhten Krisengefahr ausgesetzt sind.

Zusammengefasst lässt sich festhalten, dass die dargestellten Erhebungen, in Abhängigkeit des inhaltlichen Schwerpunktes des Beitrages, sehr unterschiedliche Fragestellungen zum Gegenstand hatten und entweder meist nur finanzwirtschaftliche und seltener einen Mix an finanzwirtschaftlichen und leistungswirtschaftlich/betriebswirtschaftlichen Maßnahmen analysierten. *Adriaanse* und *Kuijl* schlagen in diesem Zusammenhang eine klare Trennung in die Bereiche des „business restructuring“ und „financial restructuring“ vor und kommen in ihrer Analyse von niederländischen Restrukturierungen zum Schluss, dass der Schuldennachlass eine geeignete Maßnahme zur außergerichtlichen Sanierung darstellen kann, dieser Schritt jedoch nicht automatisch in allen Fällen zur Anwendung kommen muss oder generell das primäre Sanierungsziel darstellt.¹⁵⁸

Vermögensverkauf als spezielle Sanierungsmaßnahme

Eine spezielle unternehmensinterne Sanierungsmaßnahme stellt der Vermögensverkauf dar. *Asquith et al.* fanden heraus, dass der Vermögensverkauf eine bedeutende Maßnahme zur Insolvenzvermeidung und somit erfolgreichen außergerichtlichen Bewältigung einer Krise darstellt.¹⁵⁹ Im untersuchten Sample von 76 Unternehmen, scheiterten nur drei von 18 Unternehmen, welche mehr als 20% des Vermögens veräußert hatten, an der außergerichtlichen Sanierung und somit Insolvenzvermeidung, während 39 von 58 Unternehmen, die weniger als 20% aller Vermögenswerte verkauft hatten, ein Insolvenzverfahren eröffnen mussten. Zudem konnte ein branchenbedingter Einfluss festgestellt werden: In investitionsintensiven Branchen mit einem hohen Verschuldungsgrad, wurde deutlich seltener Vermögen verkauft.¹⁶⁰ Die Studienergebnisse von *Brown et al.* relativieren die Bedeutung des Vermögensverkaufs als Sanierungsmaßnahme: Demnach ist für den Erfolg der Sanierungsbemühungen die Frage ausschlaggebend, was mit den Erlösen aus dem Verkauf des Vermögens geschieht.¹⁶¹ Sie fanden heraus, dass Gläubiger, speziell Banken, einen Einfluss auf die Verwendung ausüben und in der Regel einen (eigenen) Schuldenabbau bevorzugen. In diesem Falle profitieren jedoch nur die Gläubiger nicht aber das Unternehmen und deren Eigentümer, da die Liquidität aus dem

¹⁵⁷ Vgl. Inoue et al. 2010, S. 508.

¹⁵⁸ Vgl. Adriaanse und Kuijl 2006, S. 152.

¹⁵⁹ Vgl. Asquith et al. 1994, S. 626.

¹⁶⁰ Vgl. Asquith et al. 1994, S. 644ff.

¹⁶¹ Vgl. Brown et al. 1994, S. 243ff.

Vermögensverkauf nicht für interne Reorganisationsmaßnahmen zur Verfügung steht. In der Folge leidet die Performance des Unternehmens, welche in der genannten Studie mithilfe der Entwicklung des Börsenkurses gemessen wurde. *Brown et al.* sprechen in diesem Fall von einem „lost option value for stockholders“. ¹⁶² Etwas im Widerspruch dazu stehen die Ergebnisse von *Shin* und *Groth*. Sie kamen bei der Analyse eines Samples von 253 börsennotierten südkoreanischen Unternehmen zur Erkenntnis, dass Banken zwar die Entscheidung für einen Vermögensverkauf beeinflussen können, jedoch nicht die Verwendung desselben. ¹⁶³ Demnach erlaubten Banken es den in Krise befindlichen Unternehmen, eigenständig über die Verwendung der frei gesetzten Mittel zu entscheiden. In erster Linie verwendeten die Unternehmen im Sample von *Shin* und *Groth* die freie Liquidität, um den Verschuldungsgrad im Unternehmen zu reduzieren.

Es lässt sich aus den obigen Ergebnissen ableiten, dass Gläubiger bei außergerichtlichen Sanierungen in der Regel einen großen Einfluss auf die Sanierungsmaßnahmen im Unternehmen ausüben und letztendlich auch die Konsequenzen ihrer Einflussnahme mitverantworten müssen. Ein Vermögensverkauf scheint demnach für den Fortbestand des Unternehmens nur dann zielführend, wenn die freigesetzten Mittel in erster Linie zur operativen/leistungswirtschaftlichen Sanierung und nicht zur Befriedigung von (einzelnen) Gläubigern verwendet werden.

2.3.3.4 Detailspekte zum Sanierungsverlauf

Anteil (erfolgreicher) außergerichtlicher Sanierungen

Ein wesentlicher Aspekt im Zusammenhang mit der außergerichtlichen Sanierung stellt die Frage der Häufigkeit des Einsatzes (verglichen mit der gerichtlichen Sanierung) dar, welche letztendlich auch indirekt einen Schluss auf den Erfolg dieser Sanierungsform zulässt, zumal eine Mehrzahl an Unternehmen außergerichtliche Sanierungsbemühungen vor der Einleitung eines gerichtlichen Insolvenzverfahrens setzt. *Jostarndt* und *Sautner* identifizieren in ihrem Sample von 98 deutschen börsennotierten Unternehmen und 116 Sanierungsprozessen einen Anteil von rund 49% außergerichtlicher Sanierungen mit einer abgeschlossenen Sanierungsvereinbarung. ¹⁶⁴ Das bedeutet, dass sich bei den untersuchten Unternehmen gerichtliche und

¹⁶² Brown et al. 1994, S. 255.

¹⁶³ Vgl. Shin und Groth 2012, S. 69.

¹⁶⁴ Vgl. Jostarndt und Sautner 2010, S. 643.

außergerichtliche Sanierungen in etwa die Waage halten. *Gilson* hat im Rahmen einer Analyse von Investmentaktivitäten bei der außergerichtlichen Sanierung („Corporate Restructuring Transactions“) von börsennotierten Unternehmen Folgendes festgestellt: Während es im Zeitraum von 1981 und bis 1994 insgesamt 1.523 Fälle von Chapter 11-Verfahren in den USA gegeben hat, wurden im selben Zeitraum 2.772 Transaktionen im Rahmen von „Vulture Investing“ zur außergerichtlichen Sanierung festgestellt.¹⁶⁵ Dies unterstreicht die Bedeutung eines Investoreneinstieges bzw. einer Umschuldung im Rahmen einer außergerichtlichen Sanierung. Im Sample von *Fischer* und *Wahrenburg*, welches ebenfalls börsennotierte US-Unternehmen zum Gegenstand hat, lag der Anteil von außergerichtlichen Sanierungen bei rund 27%.¹⁶⁶ In der Untersuchung börsennotierter US-Unternehmen von *Yost* hielten sich gerichtliche Sanierungen (Chapter 11 und „Prepackaged Plans“) mit den Workouts mit einem Verhältnis von rund 52% zu rund 48% in etwa die Waage.¹⁶⁷

Inoue et al. haben in der Analyse der Workouts von börsennotierten japanischen Unternehmen festgestellt, dass rund 91% der Verhandlungen positiv mit einer Sanierungsvereinbarung abgeschlossen werden konnten.¹⁶⁸ Sie führen diese verhältnismäßig hohe Erfolgsquote auf die Tatsache zurück, dass im Unterschied zu den USA die Restrukturierungen weniger finanzmarktsondern deutlich stärker stakeholdergetrieben, und hier insbesondere von Banken, sind. Die Bereitschaft der Anspruchsgruppen, eine außergerichtliche Sanierung zu unterstützen, ist demnach sehr hoch, wenngleich nicht alle Sanierungsbemühungen erfolgreich sind. Dies wird durch die Tatsache unterstrichen, dass ein und dasselbe Unternehmen im Untersuchungszeitraum mehrmals restrukturiert werden musste.¹⁶⁹

In der Arbeit von *Franks* und *Sussman*, welche die Sanierung von kleinen und mittleren Unternehmen aus Bankensicht zum Gegenstand hat, lag der Anteil der (abgeschlossenen) außergerichtlichen Sanierungen (Going Concern bzw. Umschuldung zu einem anderen Institut) bei rund 61% im Vergleich zu rund 39% Insolvenzverfahren, und somit gescheiterten außergerichtlichen Sanierungen.¹⁷⁰ In der Untersuchung von *Blazy et al.*,¹⁷¹ welche die Sanierung

¹⁶⁵ Vgl. *Gilson* 1995, S. 9. Die identifizierten Transaktionsvolumina verhalten sich dabei 493,3 Milliarden \$ bei Chapter 11-Verfahren zu 635,7 Milliarden \$ bei den „Vulture Investing“ Aktivitäten.

¹⁶⁶ Vgl. *Fischer* und *Wahrenburg* 2012, S. 33.

¹⁶⁷ Vgl. *Yost* 2002, S. 29.

¹⁶⁸ Vgl. *Inoue et al.* 2008, S. 2632.

¹⁶⁹ Vgl. *Inoue et al.* 2008, S. 2631ff.

¹⁷⁰ Vgl. *Franks* und *Sussman* 2005, S. 78.

¹⁷¹ Vgl. *Blazy et al.* 2014, S. 255ff.

französischer KMU zum Gegenstand hatte, wurde vom Gesamtsample von 282 Fällen, in 99 Fällen (rund 35%) eine außergerichtliche Sanierung angestrebt. Von diesen 99 Unternehmen konnten in weiterer Folge 54 (rund 55%) erfolgreich außergerichtlich saniert werden. Die Studie von *Couwenberg* und *de Jong* liefert für ein Sample von 73 niederländischen KMU einen Anteil von rund 70% erfolgreich außergerichtlich sanierter Fälle.¹⁷²

Pandit et al. haben in ihrer Analyse von Company Voluntary Arrangements (CVAs),¹⁷³ welche eine Form der gerichtlich überwachten „out-of-court-arrangements“ speziell für KMU darstellt, in Großbritannien festgestellt, dass rund 58% der untersuchten Fälle nach Einschätzung der befragten Sanierungsverwalter („insolvency practitioner“) plangemäß oder besser als der Plan erfüllt wurden, und demnach als erfolgreich saniert klassifiziert werden konnten.¹⁷⁴

Dauer außergerichtlicher Sanierungen

Gilson fand bei einem Vergleich der Dauern gerichtlicher und außergerichtlicher Sanierungen heraus, dass die Workouts deutlich kürzer dauern (durchschnittliche Dauer Chapter 11 Verfahren rund 20 Monate versus durchschnittliche Dauer von Workouts rund 15 Monate). Der Unterschied war erstaunlicherweise noch größer in jenen Fällen, in denen „publicly-traded debt“, also an der Börse gehandelte Schuldtitel beinhaltet waren.¹⁷⁵ *Gilson* führt das auf die Tatsache zugrunde, dass in der außergerichtlichen Restrukturierung (börsennotierter) Unternehmen nur mit jenen Gläubigern verhandelt wird bzw. werden muss, deren Forderungen nicht zur Gänze bedient werden können bzw. überfällig sind.¹⁷⁶ Zu einem ähnlichen Ergebnis kamen *Franks* und *Torous*: Der Mittelwert außergerichtlicher Sanierungen lag in deren Sample bei rund 18 Monaten, während gerichtliche Sanierungen im Durchschnitt rund 30 Monate dauerten.¹⁷⁷ Während die oben angeführten Studien für außergerichtliche Sanierungen kürzere Dauern feststellen konnten, liefert die Arbeit von *Couwenberg* und *de Jong* für ihr Sample niederländischer KMU mit jeweils 24 Monaten ähnliche Werte für beide Sanierungswege.¹⁷⁸

¹⁷² Vgl. *Couwenberg* und *Jong* 2006, S. 12.

¹⁷³ Vgl. zu den Details des Company Voluntary Arrangements etwa *Hotchkiss et al.* 2008; *Pandit et al.* 2000.

¹⁷⁴ Vgl. *Pandit et al.* 2000, S. 246.

¹⁷⁵ Vgl. *Gilson* 1991, S. 63.

¹⁷⁶ Vgl. *Gilson* 1991, S. 63.

¹⁷⁷ Vgl. *Franks* und *Torous* 1994, S. 354.

¹⁷⁸ Vgl. *Couwenberg* und *Jong* 2006, S. 15.

Deutlich längere Dauern stellten hingegen *Huang* und *Huang* für taiwanesishe Restrukturierungen fest:¹⁷⁹ Hier lag die durchschnittlich Dauer bei rund 43 Monaten. Die verhältnismäßig lange Dauer ist in dieser Studie nicht zuletzt auf den Erhebungsmodus zurückzuführen, wurde doch das Ende der Restrukturierung mit der Verbesserung des Unternehmensratings und nicht wie in vielen anderen Studien mit dem Abschluss der Sanierungsvereinbarung festgelegt. „Prepackaged Plans“ als vorbereitete gerichtliche Sanierungen liegen nach der Untersuchung von *Tashjian et al.* im Hinblick auf die Dauer zwischen jener der außergerichtlichen und der gerichtlichen Sanierung.¹⁸⁰

Kosten außergerichtlicher Sanierungen

In die Betrachtung der (direkten) Kosten einer Sanierung werden üblicherweise die Verfahrenskosten (im Zuge einer gerichtlichen Sanierung) sowie sämtliche Beratungs- und sonstigen Dienstleistungskosten einbezogen.¹⁸¹ Nach den Berechnungen von *Gilson* beträgt das Verhältnis der (direkten) Kosten einer gerichtlichen Sanierung nach Chapter 11 zu jenen einer außergerichtlichen Sanierung 10:1,¹⁸² wenngleich darauf hinzuweisen ist, dass ein Vergleich nur bedingt möglich ist, da bei Workouts die gesamten direkten¹⁸³ Kosten oft nicht explizit erhoben bzw. ausgewiesen werden. Diese Unterschiede sind neben der unterschiedlichen Verfahrensdauer insbesondere auf die Tatsache zurückzuführen, dass bei der gerichtlichen Sanierung alle Gläubiger in das Verfahren miteingezogen werden müssen und die gesetzlichen Regelungen somit günstigere bilaterale Vereinbarungen verhindern.¹⁸⁴ „Prepackaged Plans“ als vorbereitete gerichtliche Sanierungen liegen nach der Untersuchung von *Tashjian et al.* im Hinblick auf die (direkten) Kosten zwischen jenen der außergerichtlichen und der gerichtlichen Sanierung.¹⁸⁵

¹⁷⁹ Vgl. Huang und Huang 2011, S. 117.

¹⁸⁰ Vgl. Tashjian et al. 1996, S. 142.

¹⁸¹ Vgl. Weiss 1990.

¹⁸² Vgl. Gilson 1991, S. 63.

¹⁸³ Für die Unterscheidung in direkte und indirekte Verfahrenskosten vgl. Wruck 1990, S. 436ff. Die direkten Kosten beinhalten Verfahrenskosten, Verwaltungskosten und Beratungskosten. Die indirekten Kosten können als „Opportunitätskosten“ betrachtet werden, die durch die Krise verursacht werden und dazu führen, dass der Geschäftsbetrieb gestört wird. Dies kann unterschiedliche Ursachen haben: Zum einen sind es rechtliche Verpflichtungen oder Hindernisse, die eine Auswirkung auf die interne Handlungsfähigkeit der Manager haben. Darüber hinaus kann die Krise das Verhalten von Kunden und Lieferanten negativ beeinflussen.

¹⁸⁴ Vgl. Gilson 1991, S. 64.

¹⁸⁵ Vgl. Tashjian et al. 1996, S. 142.

Zu genau denselben Ergebnissen kommt auch *Betker* in seiner Studie, in der der Autor die Verfahrenskosten traditioneller Chapter 11-Verfahren mit jenen von Prepackaged Plans und von außergerichtlichen Sanierungen mithilfe von Exchange Offers, bei denen neue Sicherheiten, etwa in Form von Cash, Eigenkapital oder Schulden, gegen alte Schulden eingetauscht werden, vergleicht.¹⁸⁶ Konkret lagen die Kosten gerichtlicher Sanierungen bei rund 3,9% des Gesamtvermögens vor Insolvenz, jene von Prepackaged Plans bei rund 2,9% und jene von Exchange Offers bei rund 2,5%. Demnach bestehen keine signifikanten Unterschiede zwischen den direkten Kosten der beiden zuletzt genannten Sanierungsvarianten, wobei die Unternehmensgröße auf alle drei Sanierungsmöglichkeiten eine signifikante Auswirkung hat: Je größer das Unternehmen, desto geringer sind die (relativen) direkten Verfahrenskosten.¹⁸⁷

Auswirkungen und Folgen außergerichtlicher Sanierungen (Recovery Rates und Performance)

Franks und *Torous* stellten fest, dass die Recovery Rates (Befriedigungsquoten der Gläubiger) zwischen gerichtlicher und außergerichtlicher Sanierung signifikant differieren: So wurden im Sample börsennotierter US-Unternehmen festgestellt, dass im Workout die Recovery Rate bei rund 80% lag, während die Gläubiger bei Chapter 11-Sanierungen hingegen nur 51% Befriedigung in ihren Ansprüchen erzielten.¹⁸⁸ Als mögliche Erklärungen für diese unterschiedlichen Befriedigungsquoten führen *Franks* und *Torous* die niedrigere Solvenz gerichtlich sanierter Unternehmen sowie höhere direkte und indirekte Verfahrenskosten des Chapter 11-Verfahrens an.¹⁸⁹

Bezogen auf unterschiedliche Gläubigerklassen ist der größte Unterschied bei unbesicherten Gläubigern, wie etwa Warenlieferanten, zu sehen (Workout: rund 80%, Chapter 11: rund 29%). Eine zentrale Erkenntnis dieser nach Gläubigerklassen¹⁹⁰ differenzierten Betrachtung stellt die Tatsache dar, dass in der außergerichtlichen Sanierung alle Gläubiger relativ gleich behandelt werden, mit Ausnahme der „Preferred Stocks“, die zum Eigenkapital zählen. Im Chapter 11-Verfahren werden besicherte Gläubiger (z.B. Banken) in ihrer Befriedigung signifikant bevorzugt.

¹⁸⁶ Vgl. *Betker* 1997, S. 58.

¹⁸⁷ Vgl. *Betker* 1997, S. 66f.

¹⁸⁸ Vgl. *Franks* und *Torous* 1994, S. 359.

¹⁸⁹ Vgl. *Franks* und *Torous* 1994, S. 359.

¹⁹⁰ Zu den einzelnen Gläubigerklassen, welche im US-amerikanischen Insolvenzrecht von Bedeutung sind, siehe etwa *Gilson* 1995, S. 10.

In der Untersuchung von *Blazy et al.*¹⁹¹ lag die Recovery Rate bei allen Versuchen außergerichtlicher Sanierungen bei rund 63% („renegotiation attempt“), jene bei sofortiger Insolvenz ohne Workout-Versuch bei rund 44% („direct bankruptcy“). Bei der detaillierten Analyse der außergerichtlichen Fälle zeigt sich folgendes Bild: Im Falle einer gescheiterten außergerichtlichen Einigung („failed renegotiation“) konnte immerhin eine Befriedigungsquote von rund 48% erreicht werden, was darauf schließen lässt, dass sich der Versuch einer außergerichtlichen Sanierung für die Gläubiger in Bezug auf die erzielte Quote in jedem Falle zu lohnen scheint und diese im Falle einer gescheiterten außergerichtlichen Sanierung noch immer besser gestellt sind, als bei einer direkten Insolvenz. Die ermittelte Recovery Rate bei erfolgreichen Workouts („Successful Renegotiation“) lag bei rund 75%.¹⁹²

Gilson stellte für börsennotierte Unternehmen in den USA fest, dass sanierte Unternehmen auch nach Abschluss der Restrukturierung weiterhin einen hohen Verschuldungsgrad (Leverage) aufweisen. Er führt dies auf die Tatsache zurück, dass es sehr „teuer und kostspielig“ für die (börsennotierten) Unternehmen ist, Schulden tatsächlich abzubauen oder Eigenkapital aufzunehmen.¹⁹³ *Gilson* leitet aus dieser Erkenntnis eine konkrete Empfehlung für Manager ab: „To avoid being locked in too high leverage, managers should plan ahead for the possibility of financial distress by maintaining a capital structure that can be restructured at relatively low cost.“¹⁹⁴ Hoch verschuldete Unternehmen schaffen offensichtlich nur schwer eine nachhaltige Bereinigung der Kapitalstruktur durch eine (außer)gerichtliche Sanierung.¹⁹⁵ Im Hinblick auf die (nachhaltige) Bereinigung der Kapitalstruktur sieht *Gilson* somit deutliche Vorteile für die gerichtliche Sanierung.¹⁹⁶

Für das weitere Bestehen des sanierten Unternehmens konnten *Kim* und *Kwok*¹⁹⁷ Unterschiede hinsichtlich der Form feststellen: Unternehmen verlieren nach einer gerichtlichen Sanierung signifikant häufiger ihre Selbständigkeit als außergerichtlich sanierte Unternehmen. Darüber hinaus wurde in dieser Studie festgestellt, dass eine gerichtliche Sanierung nach Abschluss mehr als doppelt so oft zur Liquidation führt wie eine außergerichtliche Sanierung. Dies wird

¹⁹¹ Vgl. *Blazy et al.* 2014, S. 255ff.

¹⁹² Vgl. *Blazy et al.* 2014, S. 256.

¹⁹³ Vgl. *Gilson* 1997, S. 189.

¹⁹⁴ *Gilson* 1997, S. 189.

¹⁹⁵ Die Befunde für die gerichtliche Sanierung sind ähnlich. Auch hier bleibt nach Abschluss der Sanierung oft ein sehr hoher Verschuldungsgrad. Vgl. *Gilson* 1997, S. 166.

¹⁹⁶ Vgl. *Gilson* 1997, S. 189.

¹⁹⁷ Vgl. *Kim und Kwok* 2009, S. 70.

jedoch nicht ausschließlich auf die Sanierungsform, sondern vielmehr auf das Krisenausmaß zu Beginn der Sanierungsmaßnahmen zurückgeführt.¹⁹⁸

Außergerichtliche Sanierungen haben ebenso wie gerichtliche Sanierungen eine Auswirkung auf die Kontrollrechte und Eigentumsverhältnisse eines Unternehmens: So fand *Gilson* heraus, dass sich im Zuge einer Sanierung die Kontrolle über die unternehmerischen Ressourcen weg vom Management hin zu den Eigentümern („non-management blockholders“) und den Gläubigern verschiebt, die offensichtlich die Restrukturierung mitgestalten wollen.¹⁹⁹ Die Einflussnahme von Banken auf die Führung der zu sanierenden Unternehmen äußert sich auch in sehr restriktiven Finanzierungs-Vereinbarungen während der Sanierung.²⁰⁰ Diese reichen etwa von Einschränkungen der Managerentscheidungsspielräume über Investitionsaktivitäten hin zu Dividendenzahlungen und Finanzierungsaktivitäten. Darüber hinaus werden den Unternehmen Kennzahlen, die erreicht werden müssen, vorgeschrieben.²⁰¹ Zu einem ähnlichen Ergebnis kommen *Asquith et al.*, die herausfanden, dass Banken in der Sanierung die finanziellen Auflagen verschärfen, zur Unterstützung der Sanierung auch Zugeständnisse (Stundungen, neue Linien, etc.) machen, jedoch nur selten auf die ursprüngliche Kapitalforderung verzichten wollen.²⁰²

Sanierungen haben in der Regel auch eine signifikante Auswirkung auf die Unternehmensführung. Die oben angesprochene Entmachtung der Vorstände und Manager führt nach der Studie von *Gilson* in weiterer Folge in mehr als 50% der Fälle auch zu einem Austausch derselben. Diese werden offensichtlich für die Krise zur Verantwortung gezogen. Erstaunlicherweise wirkt sich die Beendigung der Managementtätigkeit in weiterer Folge auch negativ auf die Karriereverläufe aus: So bekleiden Manager mit einer „negativen“ Vergangenheit im Anschluss deutlich weniger Führungspositionen als andere.²⁰³ Verbleiben Manager jedoch im Unternehmen müssen diese mit Gehalteinbußen rechnen. *Gilson und Vetsuypens* fanden in diesem Zusammenhang auch heraus, dass neue Manager, die eine Verbindung zum alten Management aufweisen oder unternehmensintern bestellt werden, um rund ein Drittel weniger als

¹⁹⁸ Vgl. Kim und Kwok 2009, S. 71.

¹⁹⁹ Vgl. Gilson 1990, S. 362ff.

²⁰⁰ Vgl. Gilson 1990, S. 365ff.

²⁰¹ In diesem Zusammenhang wird von so genannten „Financial Covenants“ gesprochen. Zu diesen zählen etwa das Working Capital, der Verschuldungsgrad, Profitabilitätskennzahlen oder der Zinsendeckungsgrad. Vgl. Gilson 1990, S. 367.

²⁰² Vgl. Asquith et al. 1994, S. 626.

²⁰³ Vgl. Gilson 1990, S. 373ff.

ihre Vorgänger verdienen. Verständlicherweise werden auch Bonusprogramme für Manager in Krisenzeiten gestrichen, zu tatsächlichen Bonuszahlungen kommt es nur in seltenen Fällen.²⁰⁴ Interessanterweise werden mit neuen Managern während der Krisenbewältigung relativ hohe variable Anteile ihres Bezuges in Form von Aktienoptionen vereinbart, um so den Erfolg der Sanierungsbemühungen messbar zu machen.²⁰⁵ In seltenen Fällen wird die Entlohnung neuer Manager auch direkt an den Erfolg der außergerichtlichen Sanierung geknüpft: So werden etwa Erfolgszahlungen auf den Sanierungsgewinn (Forderungsabschreibungen der Gläubiger) vereinbart.²⁰⁶

Krisenursachen

Pandit et al. haben in ihrer Analyse von Company Voluntary Arrangements (CVAs),²⁰⁷ welche eine Form der gerichtlich überwachten „out-of-court-arrangements“ speziell für KMU darstellt, in Großbritannien festgestellt, dass die häufigste Krisenursache Managementfehler darstellen.²⁰⁸ Dahinter folgen die allgemeine wirtschaftliche Lage, schlechte Kapitalausstattung bzw. Überschuldung sowie Probleme mit einem Hauptkunden und ein verlustträchtiger Geschäftsbereich. Diese Krisenursachen decken sich weitgehend mit den bereits umfangreich erforschten Insolvenzursachen.²⁰⁹ Generell lassen sich die Krisenursachen in zwei wesentliche Klassen unterscheiden: Interne Ursachen, die mit der Persönlichkeit des Unternehmers bzw. mit unternehmensspezifischen Ressourcen und Eigenschaften zusammenhängen, sowie externe Einflüsse.²¹⁰

Sonstige Aspekte

Neben den oben anführten wurden weitere Aspekte im Zusammenhang mit einer außergerichtlichen Sanierung analysiert, wie die Kontrollrechte in den Unternehmen und deren Verschiebung während der Sanierung,²¹¹ die Rolle von Investmentbanken bei der außergerichtlichen Sanierung,²¹² oder etwa die Rolle klassischer Hausbanken im Sanierungsprozess.²¹³

²⁰⁴ Vgl. Gilson und Vetsuypens 1993, S. 437.

²⁰⁵ Vgl. Gilson und Vetsuypens 1993, S. 439ff.

²⁰⁶ Vgl. Gilson und Vetsuypens 1993, S. 446.

²⁰⁷ Vgl. zu den Details des Company Voluntary Arrangements etwa Hotchkiss et al. 2008; Pandit et al. 2000.

²⁰⁸ Pandit et al. 2000, S. 248ff.

²⁰⁹ Vgl. hierzu etwa Brüderl et al. 1992; Lussier und Pfeifer 2001; Perry 2001; Carter und Van Auken 2006; Van Gelder et al. 2007; Lussier und Halabi 2010; Laitinen 2013; Ucbasaran et al. 2013; Pinkwart et al. 2015.

²¹⁰ Vgl. hierzu Gaskill et al. 1993, S. 188; Collett et al. 2013, S. 127; Mayr et al. 2016, S. 55ff.

²¹¹ Vgl. Gilson 1990.

²¹² Vgl. Mooradian 2005.

²¹³ Vgl. etwa Franks und Sussman 2005, Goto und Uchida 2012 sowie Elsas und Krahen 2002.

2.3.4 Verwendete Theorien und Rahmenkonzepte

Im Anschluss an die inhaltliche Analyse wurden die wissenschaftlichen Beiträge auf ihre theoretische Fundierung untersucht. Abbildung 10 gibt einen Überblick über die in den Beiträgen identifizierten betriebswirtschaftlichen Theorien bzw. die verwendeten Rahmenkonzepte. In lediglich zwölf der 56 wissenschaftlichen Beiträge wurde dabei explizit auf eine Theorie Bezug genommen, wobei es sich bei diesen Arbeiten sowohl um reine Theoriearbeiten als auch um empirische Studien handelt. Zu den verwendeten Theorien zählen die Spieltheorie, die Prinzipal Agenten Theorie sowie das Relationship Lending und der Institutionelle Ansatz. In einem Beitrag wurden zwei Theorien zur Fundierung herangezogen, und zwar die Spieltheorie und die Prinzipal Agenten Theorie.

Theorie	Anzahl	Autor, Jahr
Spieltheorie	5	Gertner und Scharfstein (1991), Hege (2003), Kim und Kwok (2009), Li und Li (1999), White (1994)
Prinzipal Agenten Theorie	3	Berkovich und Israel (1998), Li und Li (1999), Yost (2002)
Relationship Lending	1	Elsass und Krahen (2002)
Institutioneller Ansatz	3	Couwenberg und de Jong (2006), Jostarndt und Sautner (2009), Kose et al. (2013)

Abbildung 10: Verwendete Theorien und Rahmenkonzepte in den identifizierten Beiträgen²¹⁴

Spieltheorie

White verwendet für seinen Vergleich gerichtlicher Sanierungen („Chapter 11 Reorganizations“) mit außergerichtlichen Sanierungen („Out-of-Court Debt Restructurings“) die Spieltheorie.²¹⁵ Aufgabe der gerichtlichen Sanierung ist es demnach, lebensfähige von nicht lebensfähigen Unternehmen zu unterscheiden. Der Workout stellt aus spieltheoretischer Sicht eine Alternative zur gerichtlichen Sanierung dar. Ineffizienzen in der Beurteilung von Unternehmen werden durch die außergerichtliche Sanierungsalternative nach *White* verstärkt: Durch geringere (Transaktions-)Kosten im Workout, wird es wahrscheinlicher, dass auch nicht lebensfähige Unternehmen die Chance zur Sanierung erhalten.²¹⁶ *Gertner* und *Scharfstein* analysieren mithilfe spieltheoretischer Überlegungen Koordinationsprobleme, insbesondere unter

²¹⁴ Quelle: eigene Abbildung.

²¹⁵ Vgl. White 1994.

²¹⁶ Vgl. White 1994, S. 287ff.

Anleihegläubigern.²¹⁷ *Li* und *Li* beziehen auch die Manager eines Unternehmens in das Entscheidungsmodell für eine Sanierungsvariante mit ein und kommen dabei zum Schluss, dass diese in der Krise bewusst wichtige Informationen zurückhalten, um im Amt bleiben. Die Entscheidung der Manager wirkt in weiterer Form als Signal für die Gläubiger und beeinflusst auch deren Einschätzung des Unternehmens.²¹⁸ *Kim* und *Kwok* bringen mit dem finanziellen Anreizsystem für Manager eine zusätzliche Dimension in das Entscheidungsmodell für eine gerichtliche oder außergerichtliche Sanierung mit ein und stellen fest, dass mit steigenden Unternehmensanteilen der Manager die Wahrscheinlichkeit der Wahl für eine gerichtliche Sanierung zunimmt.²¹⁹ Dies kann damit begründet werden, dass bei Managern, welche auch Eigentümer sind, die Angst vor einer Absetzung in der Insolvenz niedriger ist.

Prinzipal Agenten Theorie

Li und *Li*²²⁰ bzw. *Yost*²²¹ analysieren mithilfe der Agency-Theorie den Aspekt, dass Manager von Unternehmen über eine Vielzahl an Informationen zur Unternehmenskrise verfügen, diese unter Umständen aber nur sehr selektiv an die Gläubiger weitergeben, um im Amt zu bleiben und die Kontrolle über das Unternehmen zu behalten. Sie nutzen somit den Informationsvorsprung zu ihrem eigenen Vorteil und schaden den Gläubigern. Die Insolvenzgesetze zielen im Rahmen einer gerichtlichen Sanierung jedoch darauf ab, diese Informationsdefizite zu abzubauen. In der außergerichtlichen Sanierung können die Informationsasymmetrien nur durch individuelle Vereinbarungen reduziert werden. *Berkovitch* und *Israel*²²² diskutieren hingegen die Prinzipal Agenten Theorie unter dem Aspekt von Investitionsentscheidungen von Gläubigern noch vor Eintritt einer Unternehmenskrise. Sie legen dar, dass Unternehmen, welche vom Phänomen des „Underinvestment“ betroffen sind, eher eine außergerichtliche Sanierung wählen, während Unternehmen, die von „Overinvestment“ betroffen sind, sich tendenziell für eine gerichtliche Sanierung entscheiden.²²³

²¹⁷ Vgl. Gertner und Scharfstein 1991, S. 1189ff.

²¹⁸ Vgl. *Li* und *Li* 1999, S. 17ff.

²¹⁹ Vgl. *Kim* und *Kwok* 2009, S. 70ff.

²²⁰ Vgl. *Li* und *Li* 1999, S. 3ff.

²²¹ Vgl. *Yost* 2002, S. 11ff.

²²² Vgl. *Berkovitch* und *Israel* 1998, S. 4ff.

²²³ Von „Underinvestment“ wird dann gesprochen, wenn vom Management in zu wenige (lukrative) Projekte investiert wird. „Overinvestment“ bedeutet hingegen ein zu hohes Ausmaß an Investitionen in (riskante) Projekte, von denen die Eigentümer nicht oder nur begrenzt profitieren. Vgl. hierzu im Detail *Mayers* und *Smith* 1987 sowie *Gertner* und *Scharfstein* 1991.

Relationship Lending

Unter Relationship Lending²²⁴ wird eine langfristige Beziehung zwischen Kunden und Bank verstanden, der ein „impliziter Vertrag“ zugrunde liegt. *Elsas* und *Krahn*²²⁵ analysierten den Einfluss dieser Beziehung auf den Ausgang einer Unternehmenssanierung. Workouts sind demnach wahrscheinlicher, wenn die finanzierende Bank eine „Hausbankrolle“ im Sinne des Relationship Lending einnimmt. Eine Hausbank im Sinne des Relationship Lending wird als primärer Fremdkapitalgeber eines Unternehmens gesehen, welcher im Vergleich zu anderen Finanz-Gläubigern über relevantere und zeitnähere Informationen verfügt. Hausbanken unterhalten demnach Langzeitbeziehungen mit ihren Kunden und weisen üblicherweise auch in Krisenzeiten eine höhere Verbundenheit mit diesen auf. Hausbanken unterstützen in der Krise die Unternehmen stärker als Nicht-Hausbanken und erhöhen tendenziell auch ihren Anteil an der Gesamtfinanzierung.²²⁶ Diese bankenseitige Unterstützung führt in der Krise zu keinen schlechteren Finanzierungskonditionen, was unter Umständen mit den „Cross-Selling“ Aktivitäten von Universalbanken begründet werden kann, wonach Kunden eine Vielzahl an Finanzprodukten ihrer Hausbank in Anspruch nehmen.²²⁷

Institutioneller Ansatz

Im Beitrag von *Jostarndt* und *Sautner*²²⁸ wird zwar nicht explizit auf eine Theorie Bezug genommen, es wird jedoch der institutionelle Rahmen im Sinne der neuen Institutionenökonomik²²⁹ als Bezugsobjekt und gleichzeitig zur Fundierung der Forschungsfragen verwendet. Im angesprochenen Beitrag werden außergerichtliche Sanierungen mit gerichtlichen Verfahren verglichen, wobei explizit auf „das relativ gläubigerfreundliche institutionelle Setting“²³⁰ in Deutschland verwiesen wird. *Jostarndt* und *Sautner* definieren somit die Rahmenbedingungen von außergerichtlichen Sanierungen aus einer institutionellen Perspektive²³¹ und bringen diese Erkenntnisse in Zusammenhang mit der Entscheidung für eine bestimmte Sanierungsform. Die Autoren führen das vergleichsweise geringere Ausmaß außergerichtlicher Sanierungen in Deutschland unter anderem auf die rechtlichen Rahmenbedingungen zurück, wie etwa die

²²⁴ Vgl. zur Theorie des Relationship Lending etwa Boot 2000.

²²⁵ Vgl. *Elsas* und *Krahn* 2002, S. 3ff.

²²⁶ Vgl. *Elsas* und *Krahn* 2002, S. 35.

²²⁷ Vgl. *Elsas* und *Krahn* 2002, S. 36f.

²²⁸ Vgl. *Jostarndt* und *Sautner* 2010.

²²⁹ Siehe zu institutionenökonomischen Theorien im Allgemeinen *Ebers* und *Gotsch* 2014, S. 195ff. bzw. zur Neoinstitutionalistischen Organisationstheorie im Detail Punkt 3.4.

²³⁰ *Jostarndt* und *Sautner* 2010, S. 626.

²³¹ Die Autoren nehmen nicht explizit zum Institutionellen Ansatz Bezug, diskutieren jedoch institutionelle Rahmenbedingungen von Workouts.

rechtlichen Risiken einer Insolvenzverschleppung²³² oder einer Insolvenzanfechtung.²³³ Auch *Couwenberg* und *de Jong* integrieren den institutionellen Rahmen des sehr strengen und gläubigerfreundlichen Insolvenzrechts in den Niederlanden in die Entscheidung eines Unternehmens für eine Sanierungsform. In der Folge bevorzugen Unternehmen eine außergerichtliche Sanierung, in der sie das Unternehmen ohne Kontrollverluste weiterführen können.²³⁴

Ähnlich argumentieren *Kose et al.* in ihrem Beitrag, der sich in einer theoretischen Betrachtung mit der Entscheidung für eine Sanierungsform im Rahmen des US-amerikanischen Insolvenzrechts auseinandersetzt: „We model several institutional features of coping with financial distress such as debtor-in-possession financing, prepackaged bankruptcies, and asset sales in financial distress.“²³⁵ Auch dieses institutionelle Setting, welches Unternehmen im Vergleich zur Rechtslage in vielen Ländern in Europa deutlich mehr Möglichkeiten in der gerichtlichen Sanierung bietet, hat eine wesentliche Auswirkung auf die Entscheidung für eine Sanierungsform. Die Überlegungen legen den Schluss nahe, dass bei der Entscheidung für eine Sanierungsform jeweils institutionelle Rahmenbedingungen, welche vor allem das Insolvenzrecht regelt, zu berücksichtigen sind. Die Sanierungsplanung eines notleidenden Unternehmens wird dadurch wesentlich mitbeeinflusst.

2.3.5 Inhaltliche Synthese

Die wissenschaftliche Auseinandersetzung mit der außergerichtlichen Sanierung geht im Analysezeitraum seit den 1990er Jahren von den USA aus und ist in den letzten Jahren durch eine deutlich stärkere internationale Verteilung der Arbeiten gekennzeichnet. Neben den europäischen Befunden ist in diesem Zusammenhang auf die Arbeiten aus dem asiatischen Raum hinzuweisen.²³⁶

In einer gesamthaften Betrachtung der bisherigen Forschungsergebnisse fällt auf, dass die Beiträge und Forscher aus dem US-amerikanischen Raum eine relativ homogene Gruppe darstellen: Die Arbeiten sind durch eine starke Konzentration auf finanzwirtschaftliche Aspekte der außergerichtlichen Sanierung, wie die Gläubigerstruktur und dem damit im Zusammenhang

²³² Vgl. hierzu § 15a deutsche Insolvenzordnung.

²³³ Vgl. hierzu §§ 129-147 deutsche Insolvenzordnung.

²³⁴ Vgl. *Couwenberg und Jong* 2006, S. 437.

²³⁵ *Kose et al.* 2013, S. 198f.

²³⁶ Diese stammen aus Japan, Taiwan und Südkorea. Vgl. hierzu auch Abbildung 4.

stehenden Holdout-Problem, gekennzeichnet.²³⁷ Die den Beiträgen zugrunde gelegten Theorien stellen die Spieltheorie sowie die Prinzipal Agenten Theorie dar, mithilfe derer, zumeist aus Sicht der Finanz-Gläubiger, die Entscheidungen für oder gegen die Unterstützung einer außergerichtlichen Sanierung sowie damit im Zusammenhang stehende Informationsasymmetrien diskutiert werden. Ein Vergleich mit den institutionellen Rahmenbedingungen in anderen Ländern bzw. eine Reflexion der Unterschiede bleibt in der Regel aus. Lediglich *Hotchkiss* führt eine Gegenüberstellung von Befunden aus den USA, Europa und Asien durch.²³⁸

Die europäischen Beiträge thematisieren hingegen häufiger die leistungswirtschaftliche Perspektive der außergerichtlichen Sanierung anhand der eingesetzten Sanierungsmaßnahmen.²³⁹ Die identifizierten Fragestellungen beziehen sich auf die Häufigkeit dieser Maßnahmen sowie deren Auswirkung auf den Erfolg der Restrukturierung. Die Analyse der Sanierung erfolgt in der Regel, ähnlich wie in den Beiträgen aus Asien, aus der Perspektive des Unternehmens, oft mit einem starken Fokus auf die Beziehung zu den Stakeholdern, sowie im Speziellen die Rolle der (Haus-)Banken bei der Sanierung. Zu den zugrunde liegenden Theorien dieser Gruppe zählen der Ansatz des Relationship Lending sowie der Institutionelle Ansatz. Durch die Bezugnahme auf institutionelle Aspekte erfolgt eine Betrachtung der für die außergerichtliche Sanierung relevanten insolvenzrechtlichen Rahmenbedingungen.

Kulturelle Aspekte, wie etwa die Stigmatisierung insolventer Unternehmen wurden jedoch bisher nicht thematisiert. Der Aspekt der Diskretion in der Abwicklung der außergerichtlichen Sanierung wurde daher als Entscheidungskriterium noch nicht empirisch erforscht, vielmehr zielen Vergleiche der beiden Sanierungswege eher auf Kosten und Dauer ab.²⁴⁰ Darüber hinaus zeichnen sich im Wesentlichen alle identifizierten Beiträge durch eine Konzentration auf einzelne Teil-Aspekte der Sanierung aus.²⁴¹ Die Schwerpunkte liegen in diesem Zusammenhang auf der Kapital- bzw. Gläubigerstruktur des in Krise befindlichen Unternehmens. Eine gesamthafte Betrachtung wie etwa in Abbildung 8 dargestellt und Reflexion der Ergebnisse im internationalen Vergleich bleibt aus.

²³⁷ Vgl. hierzu auch Punkt 2.3.3.3.

²³⁸ Vgl. Hotchkiss 1995.

²³⁹ Vgl. zu den Beiträgen aus Europa Sudarsanam und Lai 2001; Couwenberg und Jong 2006; Jostarndt und Sautner 2010.

²⁴⁰ Vgl. etwa Gilson 1991; Franks und Torous 1994; Tashjian et al. 1996; Betker 1997; Couwenberg und Jong 2006.

²⁴¹ Vgl. hierzu insbesondere Abbildung 9.

2.4 Politische Veröffentlichungen zur außergerichtlichen Sanierung

2.4.1 Überblick

Die identifizierten politischen Veröffentlichungen wurden von der Europäischen Kommission, der Weltbank bzw. dem Internationalen Währungsfonds herausgegeben. Der zentrale Inhalt dieser Beiträge ist die Auseinandersetzung mit der rechtspolitischen Frage, wie die Rahmenbedingungen im Allgemeinen und Insolvenzgesetze im Speziellen ausgestaltet sein sollen, um geeignete (außergerichtliche) Sanierungsmöglichkeiten für Unternehmen zu bieten. Dadurch soll ein positiver Beitrag zur Wirtschaftsentwicklung im jeweiligen Land bzw. Wirtschaftsraum²⁴² sowie zur Sicherstellung einer Politik der zweiten Chance geleistet werden.²⁴³

2.4.2 Europäische Kommission

Im Jahr 2002 wurde unter der Leitung der Europäischen Kommission eine Expertengruppe „Umstrukturierung, Konkurs und Neubeginn“²⁴⁴ eingerichtet, um im Kontext der Unternehmenssanierung Fragestellungen wie frühzeitige Warnsignale, Rechtssysteme (Insolvenzrecht), Neubeginn nach einer finanziellen Krise und gesellschaftliche Einstellungen zur Insolvenz (Stigmatisierung des Schuldners durch die Insolvenz) zu thematisieren. Das übergeordnete Ziel dieser Initiative war die Vorgabe des Europäischen Rates von Lissabon, Europa zum „wettbewerbsfähigsten und dynamischsten wissensbasierten Wirtschaftsraum der Welt zu machen.“²⁴⁵ Auch wenn diese Überlegungen noch primär auf die Verbesserung der Sanierungsmöglichkeiten über das Insolvenzrecht abzielten, wurde der Reorganisation ein sehr weites Verständnis, einschließlich der Aktivitäten und Maßnahmen vor einer gerichtlichen Sanierung, zugrunde gelegt.

Die Initiative wurde später weitergeführt: So wurde im Jahr 2011 von der Europäischen Kommission unter dem Titel „Business Dynamics: Start-ups, Business Transfers and Bankruptcy“ ein umfassender Bericht zur Rechtssituation der Unternehmenssanierung in 27 EU Staaten und weiteren Ländern²⁴⁶ mit dem Ziel veröffentlicht, Rechtsempfehlungen für die

²⁴² Vgl. Garrido 2012, S. 1ff; Europäische Kommission 2011b, S. 9ff.

²⁴³ Vgl. Europäische Kommission 2011a, S. 3ff.

²⁴⁴ Die englische Bezeichnung der Expertengruppe ist „Restructuring, Bankruptcy and a Fresh Start“. Vgl. hierzu Europäische Kommission 2003a. Siehe zur konkreten Anwendung in Österreich auch Bundesministerium für Wissenschaft, Forschung und Wirtschaft 2014, S. 159ff.

²⁴⁵ Europäische Kommission 2003a, S. 9

²⁴⁶ Zu diesen zählen Island, Norwegen, Kroatien, Türkei, Serbien und Montenegro.

Mitgliedsstaaten abzugeben.²⁴⁷ Die Studie wurde im Zeitraum 2009 und 2010 durchgeführt und basiert auf persönlichen, telefonischen und schriftlichen Interviews²⁴⁸ mit einer Vielzahl von Experten sowie einer umfassenden Analyse von Datenmaterial der EU, von Eurostat, der OECD und nationaler Statistikinstitute.

Neben den rechtlichen Rahmenbedingungen für eine Insolvenz bzw. eine gerichtliche Sanierung wurden auch jene für eine außergerichtliche Sanierung untersucht: „Out-of-court settlement is a procedure that allows the affected creditors to find a voluntary agreement both with the debtor and among themselves in the form of recovering all or part of their receivables (with or without guarantees). It involves an agreement initiated and completed outside the juridical process (i.e. without the involvement of courts) but usually with the active involvement of lawyers.“²⁴⁹ Bei der dargestellten Definition fällt auf, dass die Gläubiger und nicht der Schuldner im Fokus stehen und auch ausdrücklich auf eine Einbeziehung von Rechtsexperten Bezug genommen wird. Auf die internen Restrukturierungsmaßnahmen aus betriebswirtschaftlicher Sicht wird nicht eingegangen. Folgende Vor- bzw. Nachteile der außergerichtlichen Sanierung werden im Rahmen der Analyse identifiziert:

Vorteile: geringere (Verfahrens-)Kosten, raschere Abwicklung, fehlende Öffentlichkeitswirkung einer Insolvenz, Möglichkeit zur Rettung eines Unternehmens als Ganzes²⁵⁰

Nachteile: Kosten der Verhandlungsführung, Risiko des Scheiterns der Vereinbarungen.

Der Studie zufolge besteht in allen untersuchten Ländern mit Ausnahme der Republik Tschechien die Möglichkeit einer außergerichtlichen Sanierung. Dort gibt es zwar informelle Vereinbarungen zwischen Schuldnern und Gläubigern, die gesetzliche Pflicht zur Insolvenzantragstellung erschwert jedoch diese Bemühungen. In allen anderen untersuchten Ländern ist die außergerichtliche Sanierung entweder durch Gesetz oder die (rechtliche) Praxis geregelt.²⁵¹ In 22 der 27 untersuchten Länder (darunter auch Österreich) stehen Schuldner dieser Sanierungsform positiv gegenüber. In einem Drittel der Länder (darunter auch Österreich) unterstützen Banken diese Sanierungsform, während die Steuerbehörden bei der Zustimmung relativ restriktiv sind. Österreich zählt in diesem Zusammenhang zu einem von lediglich von fünf

²⁴⁷ Vgl. Europäische Kommission 2011b.

²⁴⁸ Insgesamt gab es 1467 verwertbare Antworten.

²⁴⁹ Europäische Kommission 2011b, S. 123.

²⁵⁰ Vgl. Europäische Kommission 2011a, S. 8.

²⁵¹ Vgl. Europäische Kommission 2011b, S. 123.

Ländern, wo die außergerichtliche Sanierung auch von den Finanzbehörden unterstützt wird bzw. werden kann.²⁵²

Für Österreich konnte in dieser Studie eine durchschnittliche Dauer von rund 11 Monaten festgestellt werden, wobei nicht erläutert wurde, wie sich diese im Detail errechnet.²⁵³ In weiterer Folge wurden auch die Erfolgsquoten analysiert: Demnach sind in Österreich rund 36% dieser außergerichtlichen Sanierungsbemühungen erfolgreich. Dieser Wert wird von der Europäischen Kommission im internationalen Vergleich als „mittel“ eingestuft.²⁵⁴ Die identifizierten Erfolgsquoten in den anderen Ländern liegen mit bis zu 70% deutlich höher. So wurde für Deutschland eine Erfolgsquote von rund 65% ermittelt. Bei einem Vergleich der Dauern und der Erfolgsquoten konnte kein signifikanter Zusammenhang festgestellt werden.²⁵⁵ Anzumerken ist, dass die Ergebnisse ausschließlich aus der Befragung von Experten stammen und somit nicht weiter überprüft wurden.

Die außergerichtliche Sanierung wird explizit als ein idealer Sanierungsweg für KMU gesehen, da diese Unternehmen in der Regel an kurzen und kostengünstigen Sanierungswegen interessiert sind.²⁵⁶ Durch die Möglichkeit der freien Verhandlungsführung kann meist für alle Stakeholder ein besseres Ergebnis als in der gerichtlichen Sanierung erzielt werden. In einem transparenten Prozess der außergerichtlichen Sanierung ist es notwendig und sinnvoll, nicht nur die großen Gläubiger, sondern möglichst viele in die Lösung miteinzubinden.²⁵⁷ Die Einbindung von unabhängigen Sanierungsexperten kann zudem die Glaubwürdigkeit und das Vertrauen in außergerichtliche Lösungen erhöhen.

Eine Empfehlung der Europäischen Kommission aus dem Jahr 2014 führt die obigen Überlegungen weiter und gibt konkrete Empfehlungen für nationale Gesetzgeber ab,²⁵⁸ zumal viele Sanierungen und Insolvenzen länderübergreifend stattfinden. Es braucht demnach aufeinander abgestimmte rechtliche Rahmenbedingungen zur Sanierung von Unternehmen, die in der zeitlichen Abfolge von rein außergerichtlichen Sanierungen in einem frühen Stadium über so ge-

²⁵² Vgl. Europäische Kommission 2011b, S. 124.

²⁵³ Vgl. Europäische Kommission 2011b, S. 125. Für Deutschland wurde etwa eine Dauer von rund 4 Monaten ermittelt. Insgesamt ergeben sich aus der Studie mit Ausnahme von Finnland verhältnismäßig kurze Zeiträume von bis zu rund einem Jahr.

²⁵⁴ Vgl. Europäische Kommission 2011b, S. 125.

²⁵⁵ Vgl. Europäische Kommission 2011b, S. 126.

²⁵⁶ Vgl. Europäische Kommission 2011a, S. 7.

²⁵⁷ Vgl. Europäische Kommission 2011a, S. 8.

²⁵⁸ Vgl. Europäische Kommission 2014.

nannte „hybride“ Sanierungsverfahren hin zu einer fremddominierten Sanierung oder Abwicklung im Rahmen eines Insolvenzverfahrens reichen.²⁵⁹ Hybride Sanierungsverfahren²⁶⁰ vereinen die Vorteile der außergerichtlichen Sanierung (vereinfachte Abstimmung mit Gläubigern, Eigenverwaltung des Unternehmens) mit jenen der gerichtlichen Sanierung (bindende Effekte nach Annahme eines Sanierungsplans für Minderheiten von Gläubigern).

Nachdem in einer Reihe von EU-Ländern aktuell Reformen des Insolvenzrechts angedacht bzw. bereits konkret erarbeitet werden, wird diesem „Framework“ auf europäischer Ebene große Bedeutung beigemessen.²⁶¹ Die dargestellten Sanierungsmöglichkeiten sollen explizit für alle Unternehmensgrößen, und somit auch für KMU, zur Verfügung stehen.²⁶² Die einzelnen Sanierungsvarianten sollen dabei ineinander greifen und somit ein „fließender“ Übergang zwischen außergerichtlicher und gerichtlicher Sanierung geschaffen werden. Nach der Forderung der Europäischen Kommission soll es einem Gläubiger möglich sein, mit gerichtlicher Anordnung ein Moratorium, im Sinne eines Zahlungsaufschubs und somit einer Exekutions-sperre, noch vor Eröffnung eines Insolvenzverfahrens zu erwirken. Abbildung 11 gibt einen Überblick über die konkreten Empfehlungen der Europäischen Kommission zu den rechtlichen Minimum-Standards zur Unternehmenssanierung.

Als spezielles Erfordernis weist die Europäische Kommission auch auf die Notwendigkeit einer Neufinanzierung im Rahmen von außergerichtlichen Sanierungen hin. In diesem Zusammenhang sind aktuell insbesondere KMU benachteiligt, die im Rahmen von (außergerichtlichen) Sanierungen kaum neue Finanzierungsmöglichkeiten erschließen können.²⁶³ Den Mitgliedsstaaten wird daher empfohlen, durch eine rechtliche Bevorzugung der Forderung aus einer solchen Finanzierung, Anreize für Sanierungsfinanzierungen zu schaffen.²⁶⁴

²⁵⁹ Vgl. Europäische Kommission 2014, S. 7.

²⁶⁰ Die hybride Sanierung entspricht im Wesentlichen dem so genannten „Prepackaged Plan“. Vgl. hierzu etwa Kußmaul und Steffan 2000; Betker 1995 sowie McConnell und Servaes 1991.

²⁶¹ Vgl. Europäische Kommission 2014, S. 28.

²⁶² Vgl. Europäische Kommission 2011a, S. 12.

²⁶³ Vgl. Europäische Kommission 2011a, S. 8.

²⁶⁴ Vgl. Europäische Kommission 2014, S. 41.

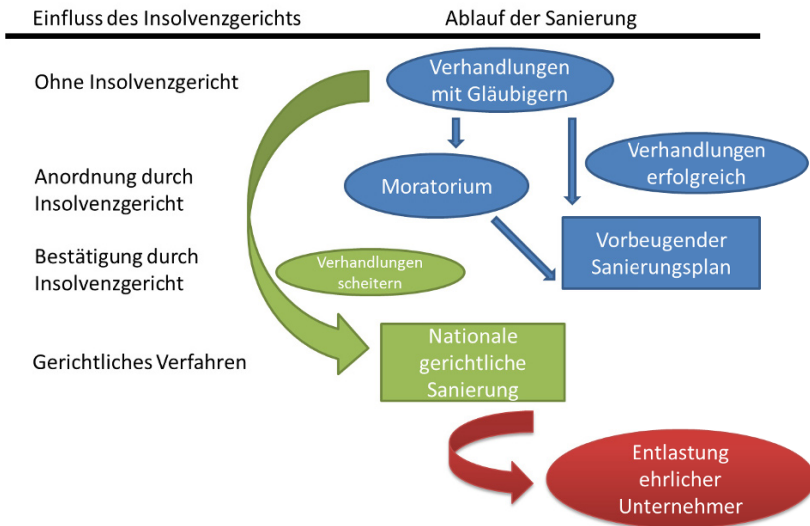


Abbildung 11: Empfehlung der Europäischen Kommission für (rechtliche) Minimum-Standards zur Sanierung von notleidenden Unternehmen²⁶⁵

Wie in Abbildung 11 dargestellt, ist es der Europäischen Kommission ein großes Anliegen, den im Zuge einer Insolvenz gescheiterten Unternehmern eine Chance für einen wirtschaftlichen Neustart zu geben und die negativen Folgen des Scheiterns zu begrenzen. Das soll durch ein rasches Löschen von öffentlichen Insolvenzinformationen, eine Restschuldbefreiung innerhalb eines Maximums von drei Jahren sowie die Zulassung zur Teilnahme an öffentlichen Ausschreibungen erreicht werden.²⁶⁶ Die Europäische Kommission thematisiert in diesem Zusammenhang explizit die kulturelle Dimension der Unternehmenssanierung und fordert neben der Politik der zweiten Chance für gescheiterte Unternehmer generell eine Reduktion der Stigmatisierung von Unternehmenskrisen und Insolvenzen.²⁶⁷ Dafür braucht es neben der gesellschaftlichen Akzeptanz von Sanierungen, die auch aktiv politisch unterstützt werden soll, eine gute rechtliche Balance zwischen den Interessen des Schuldners und seiner Gläubi-

²⁶⁵ Quelle: in Anlehnung an Europäische Kommission 2014, S. 42.

²⁶⁶ Diese Informationen werden in Österreich in der sogenannten Ediktsdatei veröffentlicht. Siehe hierzu die Informationen des Justizministeriums in Österreich: <https://www.justiz.gv.at/web2013/html/default/8ab4a8a422985de30122a90efd5761fd.de.html>. Die Edikte selbst sind unter folgender Seite abzurufen: <http://www.ediktsdatei.justiz.gv.at/>.

²⁶⁷ Vgl. Europäische Kommission 2011a, S. 11f. sowie Europäische Kommission 2011b, S. 149ff.

ger.²⁶⁸ Dieser kulturelle Aspekt der Sanierung kann somit die Entscheidung für eine Sanierungsform mitbeeinflussen, da Unternehmer den stigmatisierenden Effekt einer Insolvenz vermeiden und daher die Restrukturierung diskret abwickeln wollen.

Ein weiteren, noch konkreteren Schritt der Forderung zur Verbesserung der Rahmenbedingungen der außergerichtlichen Sanierung nimmt die Europäische Kommission in der im Jahr 2016 veröffentlichten **Richtlinie „über präventive Restrukturierungsrahmen, die zweite Chance und Maßnahmen zur Steigerung der Effizienz von Restrukturierungs-, Insolvenz-, und Entschuldungsverfahren“** vor.²⁶⁹ Ziel dieser Richtlinie ist die EU-weite Sicherstellung bzw. Vereinheitlichung „präventiver“ Restrukturierungsverfahren, mithilfe derer prinzipiell lebensfähige und vielfach international tätige Unternehmen noch vor Eintritt einer Zahlungsunfähigkeit saniert werden können. Mithilfe dieser präventiven Restrukturierungsrahmen soll es Unternehmen ermöglicht werden, ihre Schulden oder ihr Unternehmen zu restrukturieren, ihre Rentabilität wiederherzustellen und eine Insolvenz abzuwenden.²⁷⁰

Die Richtlinie sieht unter anderem folgende Prinzipien für die Restrukturierung vor: Schuldner sollen bei der Durchführung „ganz oder zumindest teilweise die Kontrolle über ihre Vermögenswerte und den täglichen Betrieb des Unternehmens behalten“.²⁷¹ Eine Aussetzung einzelner Durchsetzungsmaßnahmen (im Sinne der Forderungsbetreibung) kann in Bezug auf alle Gläubigerklassen von den jeweils zuständigen Justiz- oder Verwaltungsbehörden angeordnet werden. Die Annahme eines Restrukturierungsplans durch die Gläubiger erfolgt in jeder Gläubigerklasse mit Mehrheiten, die in keinem Fall über 75% der Ansprüche liegen dürfen. Neue Finanzierungen und Zwischenfinanzierungen sollen gefördert und geschützt werden, indem diese in späteren Insolvenzverfahren nicht als benachteiligende Handlungen für nichtig, anfechtbar oder nicht durchsetzbar erklärt werden. Die Geber von solchen Finanzierungen sollen zudem von der zivil-, verwaltungs- und strafrechtlichen Haftung befreit werden, es sei denn, die Finanzierung wurde in betrügerischer Absicht oder bösgläubig gewährt.²⁷² Den Mitglieds-

²⁶⁸ Vgl. Europäische Kommission 2011a, S. 11.

²⁶⁹ Vgl. Europäische Kommission 2016. Die Richtlinie befindet sich aufgrund der zeitlichen Exklusion nicht in der Darstellung des State of the Art (siehe hierzu auch Anhang I) wurde jedoch aufgrund der Aktualität und Relevanz in vorliegende Arbeit aufgenommen.

²⁷⁰ Vgl. Europäische Kommission 2016, S. 46.

²⁷¹ Europäische Kommission 2016, S. 46f.

²⁷² Vgl. Europäische Kommission 2016, S. 46ff.

staaten wird für die Umsetzung dieser Richtlinie, im Sinne des Erlasses, eine Frist von zwei Jahren eingeräumt.²⁷³

2.4.3 Weltbank

Basierend auf einem „insolvency assessment“²⁷⁴ in mehr als 50 Ländern gibt die Weltbank Empfehlungen für das Design und die Ausgestaltung von Insolvenzgesetzen und begleitenden Rahmenbedingungen für Gesetzgeber ab.²⁷⁵ Darüber hinaus wendet sich die Arbeit auch an Insolvenzexperten mit Ratschlägen für die erfolgreiche Abwicklung von (außergerichtlichen) Unternehmenssanierungen. Die außergerichtliche Sanierung wird folgendermaßen definiert: „Out-of-court debt restructuring involves changing the composition and/or structure of assets and liabilities of debtors in financial difficulty, without resorting to a full judicial intervention, and with the objective of promoting efficiency, restoring growth, and minimizing the costs associated with the debtor’s financial difficulties. Restructuring activities can include measures that restructure the debtor’s business (operational restructuring), and measures that restructure the debtor’s finances (financial restructuring).“²⁷⁶ Explizit Bezug genommen wird in dieser Definition neben der rechtlichen Restrukturierung auf die Notwendigkeit der betriebswirtschaftlich-operativen Restrukturierung, welcher in der gerichtlichen Sanierung offenbar nur eine untergeordnete Bedeutung zukommt.²⁷⁷

Die Weltbank thematisiert auch das Verhältnis zwischen gerichtlicher Sanierung und außergerichtlicher Sanierung: Während die informelle außergerichtliche Restrukturierung („out-of-court settlements“) komplementär zur gerichtlichen Sanierung im Sinne einer Ergänzung eingesetzt wird, kann die gerichtliche Sanierung auch auf eine gescheiterte außergerichtliche Sanierung folgen.²⁷⁸ Die Bandbreite von Verfahrenswegen reicht von einer reinen außergerichtlichen Sanierung über die erweiterte Sanierung („enhanced restructuring“) über die bereits angesprochene hybride Sanierung („hybrid procedure“) zur gerichtlichen Sanierung („formal reorganization“) bzw. zur gerichtlichen Liquidation („formal insolvency“), welche in der Abwicklung des Unternehmens endet. Abbildung 12 gibt einen Überblick über diese Bandbreite.

²⁷³ Vgl. Europäische Kommission 2016, S. 63.

²⁷⁴ Die konkrete Vorgehensweise der Erhebung wurde nicht dargestellt.

²⁷⁵ Vgl. Garrido 2012.

²⁷⁶ Garrido 2012, S.1.

²⁷⁷ Siehe hierzu auch Punkt 4.2 zu den Rahmenbedingungen der gerichtlichen Sanierung in Österreich.

²⁷⁸ Vgl. Garrido 2012 S. 2.

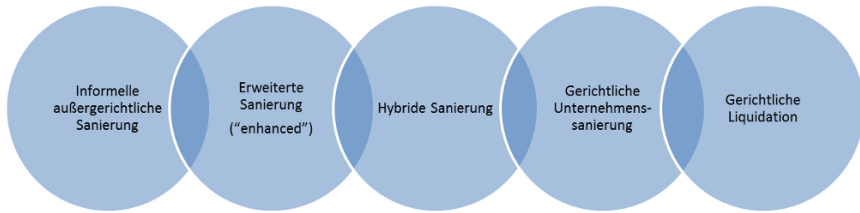


Abbildung 12: Bandbreite an Sanierungsmöglichkeiten²⁷⁹

Unter der erweiterten Sanierung werden Sanierungen verstanden, die einem bestimmten Regelwerk oder Gesetzen folgen, während die informelle Restrukturierung ohne Regelungen und Gesetze durchgeführt wird bzw. werden muss. Zu solchen Regelwerken zählen freiwillige „code of conducts“²⁸⁰ oder Standards, die etwa von Banken in der Begleitung von Unternehmenssanierungen eingehalten werden.²⁸¹ Relevant sind solche Regelungen nicht nur zwischen dem Schuldner und seinen Gläubigern, sondern insbesondere zwischen den Gläubigern einer Gruppe (z.B. Banken) aber auch unterschiedlichen Gläubigerklassen (z.B. Banken und Lieferanten). Die einzelnen Möglichkeiten können im Rahmen einer Sanierung entweder kombiniert werden oder in zeitlicher Abfolge auftreten. Zwischen dem Krisenstadium bzw. der „Intensität“ der (finanziellen) Krise muss nicht zwingend ein direkter Zusammenhang bestehen: So können scheinbar kleine oder bedeutende Krisen zur Insolvenz führen, aber auch gravierende finanzielle Krisen mithilfe einer informellen außergerichtlichen Sanierung bereinigt werden.²⁸² Als Ergebnis wurden in weiterer Folge folgende Vor- und Nachteile einer informellen, außergerichtlichen Sanierung im Vergleich zur gerichtlichen Sanierung identifiziert:²⁸³

Vorteile: Flexibilität in der Abwicklung und Berücksichtigung der Besonderheiten des Einzelfalls, erleichterte Verhandlungsführung ohne rechtliche Vorschriften, Möglichkeit zu raschen Abwicklung, vertrauliche und diskrete Abwicklung, geringere Stigmatisierung als durch ein gerichtliches Verfahren, Möglichkeit der ungestörten Fortführung des Geschäftsbetriebes, keine verpflichtenden Änderungen im Management und der Führung, kein automatischer Eingriff in die Rechtsposition der Gläubiger (etwa durch Vertragsauflösung), kein Eingriff des Insol-

²⁷⁹ Quelle: in Anlehnung an Garrido 2012, S. 3.

²⁸⁰ Siehe hierzu auch Punkt 4.3.9 zu den „Grundsätzen für Restrukturierungen“ in Österreich.

²⁸¹ Vgl. Garrido 2012, S. 7.

²⁸² Vgl. Garrido 2012, S. 3.

²⁸³ Vgl. Garrido 2012, S. 8ff.

venzgerichts, geringere (Verfahrens-)Kosten, Vermeidung automatischer negativer Rechtsfolgen durch eine Insolvenz (etwa durch den Entzug einer Berechtigung).

Nachteile: Unklarheit bezüglich der Rechtsansprüche und -positionen von Gläubigern aufgrund der fehlenden Feststellung durch das Insolvenzgericht, unter Umständen fehlende Sanktionierung krimineller betrügerischer Handlungen, keine Untersuchung im Hinblick auf Vermögensverschleuderung oder Gläubigerbevorzugung, geringere Transparenz, Notwendigkeit der Einstimmigkeit in der Entscheidungsfindung, fehlende Notwendigkeit der Zustimmung der Eigentümer, keine Haftungsinanspruchnahme von Gläubigern, schwierige Verhandlungsführung bei einer Vielzahl von Gläubigern, fehlende Haftung von Organen (Geschäftsführer und Vorstände), fehlende Vorteile des gerichtlichen Verfahrens (wie etwa einer außerordentlichen Vertragsauflösung), fehlende Anerkennung im Ausland.

Die hybriden Sanierungsformen versuchen fallspezifisch die Vorteile der außergerichtlichen mit jenen der gerichtlichen Sanierung zu kombinieren. Die Möglichkeiten der Kombination sind in der Praxis und im internationalen Vergleich sehr vielfältig, zeichnen sich jedoch in der Regel durch die Inanspruchnahme von Mehrheitsentscheidungen und dem Aussetzen von Verwertungsschritten durch Gläubiger aus.²⁸⁴ Zusammengefasst lässt sich auf Basis der Studie festhalten, dass die außergerichtliche Sanierung im Vergleich zur gerichtlichen Sanierung als der mit Einschränkungen effektivere Weg zur Rettung lebensfähiger Unternehmen gesehen werden kann, bei dem fallspezifisch die Vor- und Nachteile einander gegenüber zu stellen sind.

2.4.4 Internationaler Währungsfonds

Die Publikation des Internationalen Währungsfonds stellt ausgehend von der Finanz- und Wirtschaftskrise zahlreiche (rechtspolitische) Überlegungen für die Sanierung notleidender Unternehmen an: „It addresses challenges in designing and implementing a comprehensive debt restructuring strategy and draws together some principles.“²⁸⁵ Demnach soll die weltweite Erfahrung in der Bewältigung unternehmerischer Krisen außerhalb des Finanzsektors genutzt werden, um Strategien für den Umgang mit den negativen Auswirkungen der Finanzkrise auf Unternehmen zu implementieren. Diese Aufgabe fällt prinzipiell den nationalen Regierungen

²⁸⁴ Vgl. Garrido 2012, S. 14.

²⁸⁵ Laryea 2010, S. 3.

zu. Der Internationale Währungsfonds kann in diesem Zusammenhang die staatlichen Bemühungen durch spezielle Programme unterstützen.²⁸⁶ Im Beitrag werden konkrete Prinzipien definiert, in denen der außergerichtlichen Sanierung besondere Bedeutung zur nachhaltigen Krisenbewältigung beigemessen werden.²⁸⁷

- Reform der nationalen Insolvenzgesetze und anderer Unternehmensgesetze zur Verbesserung der Rahmenbedingungen für eine außergerichtliche Sanierung, die insbesondere auf folgende Schwerpunkte abzielen:
 - Sicherstellung von qualifizierten Mehrheiten und deren Durchsetzung in außergerichtlichen Sanierungen
 - Unterstützung von Neufinanzierung während der außergerichtlichen Sanierung durch die Ausstattung mit einem „Vorrecht“ („legal priority in payment“)
- Finanzielle Unterstützung durch die Regierungen bei freiwilligen Stand-Stills (Stillhalteabkommen) in ausgewählten Fällen
- Formulierung und Implementierung von Leitlinien für außergerichtliche Sanierungen, die insbesondere auch das Verhalten von Banken in der Sanierung positiv beeinflussen.

2.5 Exkurs: Praxisorientierte Publikationen zur außergerichtlichen Unternehmenssanierung

2.5.1 Überblick

Bei der Analyse praxisorientierter Publikationen wurde der Fokus auf Publikationen aus dem deutschsprachigen Raum gelegt, da diese den institutionellen Rahmen, etwa das Insolvenzrecht oder die Unternehmensfinanzierung betreffend, und dabei auch kulturelle Aspekte berücksichtigen. Bei den 18 identifizierten Arbeiten handelt es sich sowohl um Zeitschriftenbeiträge als auch Monographien und Beiträge in Sammelwerken.

Die Abgrenzung zu den wissenschaftlichen Publikationen lässt sich folgendermaßen zusammenfassen: Die Zielgruppe dieser Veröffentlichungen umfasst Unternehmenspraktiker, wie Rechtsanwälte, Steuerberater und Wirtschaftsprüfer, Unternehmensberater und Sanierungsmanager, Unternehmer und Manager sowie Mitglieder von Interessensvertretungen und staatli-

²⁸⁶ Vgl. Laryea 2010, S. 4.

²⁸⁷ Vgl. Laryea 2010, S. 28ff. Die dargestellten Prinzipien enthalten darüber hinaus auch Empfehlungen zur Gesundung des Finanzsektors, auf die an dieser Stelle nicht weiter eingegangen wird.

chen Organisationen, die sich mit dem Thema der Unternehmenssanierung beschäftigen. Aus diesem Grund liegt der inhaltliche Schwerpunkt der Beiträge oft auf Erfahrungsberichten aus der Unternehmenspraxis oder etwa der Darstellung von Handlungsmöglichkeiten oder Maßnahmen, die im Zuge einer außergerichtlichen Sanierung ergriffen werden können. Eine theoretische Fundierung unterbleibt ebenso wie die Bezugnahme auf frühere wissenschaftliche Arbeiten oder den Vergleich der eigenen Erkenntnisse mit jenen anderer Autoren (Wissenschaftler oder Praktiker). Bei empirischen Erhebungen stützen sich die Autoren in der Regel auf selbst erhobene Daten, welche in der Regel keinen statistischen Signifikanztests zur Validierung der Analysen unterzogen wurden. Diese Tatsache ist bei der Interpretation der Erkenntnisse in jedem Falle zu berücksichtigen. Im Folgenden werden die identifizierten Beiträge getrennt nach theoretischen und empirischen Quellen dargestellt.

2.5.2 Konzeptionelle Beiträge

2.5.2.1 Einflussfaktoren auf die Entscheidung für eine Sanierungsform (Vor- und Nachteile der außergerichtlichen Sanierung)²⁸⁸

Uhlenbruck sieht in der „freien“ Sanierung sowohl für das Krisenunternehmen als auch seine organschaftlichen Vertreter eine Reihe von Vorteilen wie eine mangelnde Publizität, eine größere Flexibilität in der Abwicklung, sowie geringere Kosten und eine kürzere Verfahrensdauer.²⁸⁹ Insbesondere die fehlende Veröffentlichung ist für den Verfahrensablauf und die unge störte Weiterführung des Unternehmens von großer Bedeutung. Wird etwa eine außergerichtliche Unternehmensrestrukturierung durch die „Workout-Gruppe“ einer Großbank gesteuert, führt dies in der Regel zu einer schnellen und damit zugleich kostengünstigeren Abwicklung.²⁹⁰ Mögliche strafbare Tatbestände, wie die Verletzung von Sorgfaltspflichten oder eine Gläubigerbegünstigung werden oftmals nicht geahndet, weil es entweder „an der objektiven Bedingung der Strafbarkeit fehlt oder die Staatsanwaltschaft keinen Anlass zur Strafverfolgung sieht.“²⁹¹

Eidenmüller nennt Kostenvorteile, eine höhere Flexibilität sowie die erweiterten Möglichkeiten einer privatautonomen Gestaltung als die generellen und zentralen Vorteile der außerge-

²⁸⁸ Die folgenden Ausführungen beziehen sich dabei in Abhängigkeit des Autors entweder auf die Rechtslage in Deutschland oder in Österreich.

²⁸⁹ Vgl. *Uhlenbruck* 2009b, S. 143f; *Uhlenbruck* 2001, S. 1643ff.

²⁹⁰ Vgl. *Uhlenbruck* 2005, S. 81.

²⁹¹ *Uhlenbruck* 2001, S. 1643.

richtlichen Sanierung.²⁹² Er weist jedoch auf fallspezifische Besonderheiten hin, die bei der Entscheidung für eine Sanierungsvariante jeweils zu berücksichtigen seien. Im Zusammenhang mit den Insolvenzkosten unterscheidet *Eidenmüller* zwischen direkten und indirekten Kosten.²⁹³ Zu den direkten Kosten zählen die reinen Verfahrenskosten, während die indirekten Kosten in den negativen Effekten aus der Sanierung zu sehen sind. Der Kostenvorteil der außergerichtlichen Sanierung ist demnach nicht nur eine Folge niedrigerer Verfahrenskosten sondern primär die Konsequenz der wesentlich niedrigeren indirekten (Insolvenz-)Kosten. Die hohe Flexibilität der außergerichtlichen Sanierung bringt Vorteile gegenüber dem vergleichsweise starren gerichtlichen Verfahren: Somit stellt sich bei der Entscheidung für eine Sanierungsart die Frage nach der Balance zwischen Regelhaftigkeit und Rechtssicherheit, welche in der gerichtlichen Sanierung gewährleistet ist, gegenüber der hohen Flexibilität in der Abwicklung der Workouts.²⁹⁴ Die privatautonome Gestaltungsfreiheit der außergerichtlichen Sanierung manifestiert sich in den Verträgen, die den Sanierungsvereinbarungen zugrunde liegen, etwa in Form eines Überbrückungskredites, einer komplexen Umschuldungsvereinbarung oder eines langfristigen Sanierungskredits.²⁹⁵ Nach *Eidenmüller* sind es daher immer „konsensuale Lösungen, die ein außergerichtliches Restrukturierungsvorhaben begleiten oder es (vorläufig) abschließen. Jeder, der das Vorhaben mitträgt, stimmt ihm am Ende auch zu. Diejenigen, die dies nicht wollen oder nicht können, sind an den jeweils beschlossenen Maßnahmen nicht beteiligt und werden dazu auch nicht zwangsverpflichtet.“²⁹⁶

Für *Uhlenbruck* ist der Umstand, dass Organe zwar von der Generalversammlung abberufen nicht aber von einem Insolvenzgericht abgesetzt werden können, als wesentlicher Vorteil außergerichtlicher Sanierungen zu sehen.²⁹⁷ Somit unterbleibt in diesen Fällen auch eine Verfolgung von ansonsten strafbaren Delikten durch die Staatsanwaltschaft, wie etwa der Gläubigerbevorzugung. Bei gerichtlichen Sanierungen droht zudem, dass – auch im Falle einer Eigenverwaltung – die Handlungsspielräume im Unternehmen stark eingeschränkt werden.²⁹⁸ Ein weiterer Vorteil für die Gläubiger kann in der Tatsache gesehen werden, dass bei erfolg-

²⁹² Vgl. *Eidenmüller* 1999b, S. 331ff.

²⁹³ Vgl. *Eidenmüller* 1999a, S. 85.

²⁹⁴ Vgl. *Eidenmüller* 1999b, S. 339.

²⁹⁵ Vgl. *Eidenmüller* 1999b, S. 340f.

²⁹⁶ *Eidenmüller* 1999b, S. 341.

²⁹⁷ Vgl. *Uhlenbruck* 2001, S. 1643.

²⁹⁸ Vgl. *Uhlenbruck* 2005, S. 80f.

reicher Sanierung das gemeinschuldnerische Unternehmen in der Regel als Kunde erhalten bleibt.²⁹⁹

Reisch und *Winkler* sehen die wesentlichen Vorteile der außergerichtlichen Sanierung in der formlosen Abwicklung und der hohen Flexibilität.³⁰⁰ Diese führt bei guter Vorbereitung und geeigneter Gläubigerstruktur zu einer raschen Abwicklung. Zahlungsquoten und Zahlungsfristen sind demnach frei verhandelbar, eine unterschiedliche Behandlung der Gläubiger ist unter gewissen Voraussetzungen möglich.³⁰¹ Für *Kurz* liegen die Vorteile ebenfalls in der Effizienz im Sinne einer formlosen Abwicklung und dem dadurch im Vergleich zur gerichtlichen Sanierung geringeren Zeitaufwand. Weiters nennt er die mangelnde Publizität, welche zu einer geringeren Rufschädigung führt und die Stigmatisierung eines Insolvenzverfahrens vermeidet, die hohe Flexibilität bei der Ausgestaltung und Durchführung, sowie deutlich geringere Kosten im Vergleich zu den Verfahrenskosten der gerichtlichen Unternehmenssanierung.³⁰² Als weiteren Vorteil der außergerichtlichen Sanierung führt *Zotter* die Tatsache an, dass diese auch ohne Vorliegen der Insolvenztatbestände Überschuldung und Zahlungsunfähigkeit angestrebt werden kann, etwa im Falle einer vorübergehenden Zahlungsstockung.³⁰³

Als wesentliche Risiken und Nachteile identifiziert *Uhlenbruck*, dass bei einem Scheitern der Bemühungen zivil- und strafrechtliche Sanktionen drohen, wenn die gesetzliche Frist zur Eröffnung eines Insolvenzverfahrens „schuldhaft überschritten“ wurde.³⁰⁴ Darüber hinaus können, anders als im gerichtlichen Verfahren, Minderheiten von Gläubigern nicht überstimmt werden. So genannte Akkordstörer können nicht gezwungen werden, der außergerichtlichen Sanierung bzw. dem Vergleich zuzustimmen.³⁰⁵ Jeder Gläubiger kann vielmehr frei entscheiden, ob er sich an einer außergerichtlichen Sanierung eines sanierungsfähigen und (aus Sicht einer Gläubigermehrheit) sanierungswürdigen Unternehmens beteiligt.³⁰⁶ Den Entscheidungen der Gläubiger im Hinblick auf die Unterstützung einer außergerichtlichen Sanierung oder Verweigerung derselben liegen Informations-, Erwartungs- und Interessensunterschiede zu-

²⁹⁹ Vgl. Uhlenbruck 2001, S. 1644.

³⁰⁰ Vgl. Reisch und Winkler 2010b, S. 158.

³⁰¹ Vgl. Reisch und Winkler 2010b S. 158.

³⁰² Vgl. Kurz 2002, S. 1257.

³⁰³ Vgl. Zotter 1994, S. 330.

³⁰⁴ Vgl. Uhlenbruck 2009b, S. 144; Uhlenbruck 2001, S. 1644.

³⁰⁵ Vgl. Uhlenbruck 2009b, S. 144.

³⁰⁶ Vgl. Eidenmüller 1999b, S. 346.

grunde. Nach *Eidenmüller* steigt die Wahrscheinlichkeit des Scheiterns mit dem Ausmaß dieser Unterschiede.³⁰⁷

Im Rahmen der außergerichtlichen Sanierung besteht darüber hinaus keine allgemeine Vollstreckungssperre, was bedeutet, dass die dem Vergleich nicht zustimmenden Gläubiger nicht daran gehindert werden können, Vollstreckungsschritte zu setzen.³⁰⁸ *Reisch* und *Winkler* nennen als wesentlichen Nachteil das Fehlen der Möglichkeit einer Mehrheitsentscheidung und somit die fehlende Zustimmung aller Gläubiger zum Ausgleichsvorschlag.³⁰⁹ Ein Ausweg besteht darin, den Kreis der beteiligten Gläubiger möglichst klein zu halten. Weitere Risiken bzw. Nachteile liegen im Falle des Scheiterns in einem möglichen Anfechtungsrisiko für die finanzierenden Banken sowie in einem Haftungsrisiko für die Unternehmensorgane.³¹⁰

Als weiteren wesentlichen Nachteil für die Gläubiger führt *Uhlenbruck* die Tatsache an, dass im Falle einer außergerichtlichen Sanierung eine umfassende und objektive Prüfung des Rechnungswesens meist unterbleibt. Dadurch würden nicht selten falsche Unterlagen vorgelegt oder unzutreffende Bilanzzahlen vorgelegt, um ein Moratorium oder einen Forderungserlass durchzusetzen. Die Drohung, das Unternehmen sei für den Fall der Nichtzustimmung gezwungen, Insolvenzantrag zu stellen, veranlasst in weiterer Folge viele Gläubiger zu erheblichen finanziellen Zugeständnissen, die unter Umständen nicht einmal notwendig wären.³¹¹

Zotter kommt in diesem Zusammenhang zum Schluss, dass der außergerichtliche Sanierungsversuch daher unter einem großen Erfolgszwang steht: Werden etwa im Rahmen der Umsetzung des Sanierungskonzeptes neue Verbindlichkeiten eingegangen, was in der Regel etwa im Zusammenhang mit Abgaben oder Lohn- und Gehaltsverbindlichkeiten auch kaum vermeidbar sein wird, kann dies bei Scheitern im nachfolgenden Insolvenzverfahren zu schwerwiegenden zivil- und strafrechtlichen Folgen für den Schuldner, einzelne Gläubiger, aber auch den beauftragten Sanierungsmanager, führen.³¹²

³⁰⁷ Vgl. *Eidenmüller* 1999b, S. 350.

³⁰⁸ Vgl. *Uhlenbruck* 2009b, S. 144.

³⁰⁹ Vgl. *Reisch* und *Winkler* 2010b, S. 159.

³¹⁰ Vgl. *Reisch* und *Winkler* 2010b, S. 159.

³¹¹ Vgl. *Uhlenbruck* 2001, S. 1645.

³¹² Vgl. *Zotter* 1994, S. 333.

Als weiteres mögliches Hindernis nennt *Eidenmüller* die Beteiligung ausländischer Banken: So bringt die notwendige Einbindung ausländischer Banken oft eine zeitliche Verzögerung mit sich. Darüber hinaus ist die Bereitschaft ausländischer Banken, sich an einem Restrukturierungsverfahren zu beteiligen, deutlich geringer ausgeprägt als jene inländischer Banken.³¹³ Begründet wird dies damit, dass ausländische Finanzierungspartner mit den im Inland geltenden Rechtsvorschriften und deren praktischer Handhabung sowie den Verfahrensabläufen bei außergerichtlichen Sanierungen nicht oder nur rudimentär vertraut sind.³¹⁴

2.5.2.2 Detailspekte zum Sanierungsverlauf

Rechtsnatur sowie (Insolvenz-)Rechtliche Rahmenbedingungen, Grundlagen und Ablauf des außergerichtlichen Ausgleichs bzw. der außergerichtlichen Sanierung

Nach *Reisch* und *Winkler* kann der außergerichtliche Ausgleich als eine Vielzahl, voneinander unabhängiger, wirtschaftlich aufeinander abgestimmter, paralleler Verträge definiert werden, denen die Bedingung zugrunde liegt, dass eine allseitige oder wenigstens weitreichende Übereinstimmung der Gläubiger erreicht wird.³¹⁵ Die Zustimmung aller Gläubiger, deren Forderung bei Fälligkeit nicht zur Gänze befriedigt wird, ist dabei zwingend erforderlich. Der außergerichtliche Ausgleich beruht auf einer freiwilligen Änderung der Rechtsposition der Gläubiger. Für *Kurz* sind dabei aus rechtlicher Sicht in Österreich die Regelungen des bürgerlichen Rechts über den Vergleich maßgeblich.³¹⁶ Als Vergleich im Sinne der relevanten Normen wird die unter beiderseitigem Nachgeben einverständliche neue Festlegung strittiger oder zweifelhafter Rechte verstanden. Der Abschluss eines außergerichtlichen Vergleichs ist dabei nicht an das Vorliegen von Insolvenzeröffnungstatbeständen gebunden. Prinzipiell können die Bemühungen in jedem Krisenstadium gesetzt werden.³¹⁷ Nach *Kurz* ist der außergerichtliche Ausgleich von der Charakteristik her auch vertragsfrei. Dieser beruht demnach auf der Freiwilligkeit, dem Vertrauen und der Einsicht der Gläubiger.³¹⁸ Geprägt ist der außergerichtliche Vergleich nach *Reisch* und *Winkler* vom Prinzip der Gläubigergleichbehandlung. Derjenige Gläubiger, der sich nicht am außergerichtlichen Ausgleich beteiligt, ist in voller Höhe zu befriedigen.³¹⁹

³¹³ Vgl. Eidenmüller 1999b, S. 351.

³¹⁴ Vgl. Eidenmüller 1999b, S. 352.

³¹⁵ Vgl. Reisch und Winkler 2010b, S. 154. Im Folgenden wird primär auf die Rechtssituation in Österreich Bezug genommen.

³¹⁶ Vgl. Kurz 2002, S. 1235.

³¹⁷ Vgl. Reisch und Winkler 2010b, S. 155.

³¹⁸ Vgl. Kurz 2002, S. 1238.

³¹⁹ Vgl. Reisch und Winkler 2010b, S. 155.

Im Hinblick auf das viel diskutierte Einstimmigkeitsprinzip argumentiert *Kurz*, dass dies so interpretiert werden kann, dass alle Gläubiger, deren Forderungen nicht voll befriedigt werden, dem Ausgleich zustimmen müssen.³²⁰ Für die Rechtswirksamkeit des außergerichtlichen Ausgleiches ist es jedenfalls erforderlich, dass „den Parteien des Ausgleichs offengelegt wird, wenn nicht sämtliche (wesentliche) Gläubiger dem Ausgleich beitreten, sohin, dass Gläubiger existieren, welche auf einer vollständigen Befriedigung ihrer Forderungen oder sonstigen Begünstigungen beharren“.³²¹ Zudem ist beim Abschluss einer Sanierungsvereinbarung neben den (insolvenz-)rechtlichen Regelungen eine Vielzahl von zivilrechtlichen, abgabenrechtlichen und unternehmensrechtlichen Normen zu berücksichtigen.³²²

Bei internationalen Insolvenzen von Konzernen und Unternehmensgruppen stellt sich ebenfalls die Frage, ob eine Sanierung gerichtlich oder außergerichtlich durchgeführt wird.³²³ Für *Eidenmüller* stellen solche „global workouts“ in vielen komplexen Krisenfällen die einzige praktische Form der Krisenbewältigung dar,³²⁴ wobei das zentrale Problem einer effektiven Koordination des Gläubigerhandelns bei internationalen Sanierungen oft nur schwer zu lösen ist. Zentrale Voraussetzungen solcher internationaler Restrukturierungen sind somit in einer Vorstrukturierung vertraglicher Regelungen sowie in einem professionellen Verhandlungsmanagement in der Krise zu sehen.

Als relevante Entscheidungskriterien auf Seiten des Schuldners für eine außergerichtliche Unternehmenssanierung werden von *Reisch* und *Winkler* folgende genannt: Überschaubare Anzahl an Gläubigern, verhältnismäßig geringe Verbindlichkeiten gegenüber nicht teilnehmenden Gläubigern, wie etwa Sozialversicherungsträgern, das Interesse der Gläubiger am Fortbestand, positive Erträge und Cash-Flows aus der Fortführung, ausreichend verfügbare Liquidität und ein realisierbares Sanierungskonzept.³²⁵ *Kurz* nennt zudem als mögliche Entscheidungsgründe für eine außergerichtliche Sanierung, die Tatsache, dass eine kleine, überschaubare oder zumindest homogene Gläubigerstruktur vorhanden ist und eine Vereinbarung mit einigen, wenigen Großgläubigern erzielt werden kann. Für den Fall, dass kein intaktes Rechnungswese-

³²⁰ Vgl. *Kurz* 2002, S. 1238.

³²¹ *Kurz* 2002, S. 1239.

³²² Vgl. zu den internen Maßnahmen Herbst 2010b sowie zu den externen Maßnahmen Oberhuber 2010.

³²³ Aus rechtlicher Sicht gelten für internationale Insolvenzen im EU-Raum die Regelungen der EuInsVO. Im Übrigen gelten für Österreich die §§ 217ff, insbesondere die §§ 221 bis 225 sowie 236 bis 238 IO.

³²⁴ Vgl. *Eidenmüller* 1999a, S. 86.

³²⁵ Vgl. *Reisch* und *Winkler* 2010b, S. 157.

sen³²⁶ oder kein geordneter Überblick über die (wesentlichen) Gläubiger möglich ist, spricht dies eher für ein gerichtliches Verfahren.³²⁷ Uhlenbruck betont, dass bei einer Mehr- bzw. Vielzahl von Bankengläubigern, die Koordinierung der Sanierungsmaßnahmen unter Federführung weniger Banken deutlich effizienter sein kann als ein grenzüberschreitendes Insolvenzverfahren.³²⁸

Im Hinblick auf unterschiedliche typische Verfahrensabläufe unterscheidet Eidenmüller³²⁹ zwischen der Sanierung, welche durch die Workout-Gruppe einer Großbank gesteuert wird, sowie jener, welche mit der Unterstützung von Insolvenz- bzw. Sanierungsberatern durchgeführt wird. Die unterschiedlichen Schwerpunkte in den Abläufen stehen in Zusammenhang mit der Frage, von wem die Initiative für die Sanierungsbemühung ausgeht, entweder von einer Bank (Gläubiger) oder vom Unternehmen selbst (Schuldner). Die bankenseitige Sanierung steht nach Ansicht des Autors primär für Großunternehmen zur Verfügung.³³⁰

Die beiden Varianten unterscheiden sich im konkreten Ablauf, wobei anzumerken ist, dass die Besonderheiten des Einzelfalls für die detaillierte Vorbereitung und Abwicklung von zentraler Bedeutung sind. Bei der Steuerung durch eine Workout-Gruppe einer Großbank kommt nach Eidenmüller der gemeinsamen Bestandsaufnahme und der Vorbereitung der Verhandlungen, welche die Basis für die Gewährung eines Überbrückungskredites darstellen, eine große Bedeutung zu.³³¹ Erfolgt die Steuerung des Prozesses durch einen Insolvenz- oder Sanierungsberater, geht die Initiative zur Sanierung in der Regel vom Schuldner aus. Die Erstellung des Sanierungskonzeptes erfolgt in diesem Zusammenhang noch vor der Gläubigeransprache bzw. einer Versammlung derselben. Auf Basis des präsentierten Sanierungsvorschlages treffen die Gläubiger eine Entscheidung. Bei einer Zustimmung folgt die Implementierungsphase.³³²

³²⁶ Vgl. zu den Möglichkeiten und Grenzen der Unternehmensrechnung für die Krisenerkennung Aschauer und Maresch 2011, S. 78ff.

³²⁷ Vgl. Kurz 2002, S. 1259.

³²⁸ Vgl. Uhlenbruck 2005, S. 72f.

³²⁹ Vgl. Eidenmüller 1999b, S. 267ff.

³³⁰ Vgl. Eidenmüller 1999b, S. 303.

³³¹ Vgl. Eidenmüller 1999b, S. 268ff.

³³² Vgl. Eidenmüller 1999b, S. 303.

Maßnahmen der außergerichtlichen Sanierung

Schmidt unterscheidet im Zusammenhang mit den Maßnahmen zwischen einer (unternehmens-)internen und (unternehmens-)externen Sanierung.³³³ Zu den internen Maßnahmen zählen leistungswirtschaftliche, finanzielle und rechtliche Eingriffe.³³⁴ Der Umfang der leistungswirtschaftlichen Maßnahmen bezieht sich sowohl auf den Personalbereich, als auch auf die Produktion, die Entwicklung und den Managementbereich.³³⁵ *Schmidt* bzw. *Maus* führen als Maßnahmen im finanziellen bzw. rechtlichen Bereich insbesondere Eigenkapitalmaßnahmen,³³⁶ eine atypische Risikokapitalerhöhung,³³⁷ sowie die Kreditfinanzierung durch Gesellschafter³³⁸ an. Im Rahmen der externen Sanierung stehen nach *Uhlenbruck* die Sanierungsbeiträge der Gesellschaftsgläubiger im Vordergrund.³³⁹ Zu diesen zählen die Forderungsstundung (Moratorium), der Forderungsverzicht, der Rangrücktritt, die Forderungsumwandlung in eine Beteiligung sowie der Anteilerwerb durch Gesellschaftsgläubiger.³⁴⁰ Darüber hinaus sind zahlreiche Mischformen zwischen Moratorium, Ausgleich und Liquidation in der Praxis anzutreffen, welche als eine der wesentlichen Stärken der außergerichtlichen Sanierung angeführt werden kann.³⁴¹

Als spezielle Maßnahmen oder Beiträge von Banken im Rahmen der externen Sanierung nennt *Wittig* die Gewährung neuer Kredite, die Stundung und den Verzicht von Kreditforderungen, den Rangrücktritt und Forderungsverzicht mit Besserungsschein sowie die Umwandlung von Krediten in Eigenkapital.³⁴² Im Hinblick auf die Gewährung neuer Kredite von Banken in der Sanierung unterscheidet *Brüinkmans* den Überbrückungskredit, die Zwischenfinanzierung und den klassischen Sanierungskredit, die sich im Zeitpunkt des Abschlusses und der Laufzeit unterscheiden: Der Überbrückungskredit dient in der Regel zur Abdeckung des kurzfristigen Liquiditätsbedarfs bis zur Erstellung eines Sanierungskonzepts oder Sanierungsgutachtens. Ist die Sanierungsfähigkeit³⁴³ und Sanierungswürdigkeit gegeben, so stellt die Zwischenfinanzierung die Voraussetzung dar, die langfristige Finanzierung auf Basis des Sanierungskonzepts

³³³ Vgl. Schmidt 2009b, S. 148ff.

³³⁴ Vgl. Schmidt 2009b, S. 148f.

³³⁵ Vgl. Maus 2009b, S. 149.

³³⁶ Vgl. Schmidt 2009a, S. 152ff.

³³⁷ Vgl. Maus 2009a, S. 165ff.

³³⁸ Vgl. Schmidt 2009c, S. 166ff.

³³⁹ Vgl. Uhlenbruck 2009a, S. 247ff.

³⁴⁰ Vgl. Zotter 1994, S. 329ff.

³⁴¹ Vgl. Zotter 1994, S. 330.

³⁴² Vgl. Wittig 2009, S. 256ff.

³⁴³ Vgl. IDW 2012, S. 1ff.

zu strukturieren oder einen Investor zu suchen. Der klassische Sanierungskredit kommt dann zum Tragen, wenn die Sanierungsstrategie dahin ausgelegt ist, mittels Bankkredit die langfristige Umsetzung der Sanierung sicherzustellen.³⁴⁴ Darüber hinaus stellen Finanzierungshilfen der öffentlichen Hand im Sinne von Beihilfen ebenfalls Maßnahmen der externen Sanierung dar.³⁴⁵

Hohberger und *Damlachi* qualifizieren die außergerichtliche Sanierung bzw. den außergerichtlichen Vergleich als eine besondere Form der restriktiven Sanierung, bei der es in der Regel zu einer Anpassung des „Mengen-, Kosten-, Kapital- und Verbindlichkeiten-Gefüges an das geringe oder gesunkene Umsatzvolumen mit einer eingehenden Rentabilitätssteigerung“.³⁴⁶ kommt. Der Vergleich selbst kann dabei als Moratorium, im Sinne eines Zahlungsaufschubs, einer stillen Liquidation oder einem außergerichtlichen Vergleichsverfahren durchgeführt werden.³⁴⁷

Aus bilanzieller Sicht lassen sich im Kontext der außergerichtlichen Sanierung ebenfalls interne und externe Maßnahmen unterscheiden. *Herbst* bezeichnet die Bilanzpolitik als interne rechtsformunabhängige Maßnahme, die das finanzpolitisch motivierte Ziel verfolgt, eine „erfolgsmaximierende und finanzwirtschaftlich ausgewogene Darstellung“³⁴⁸ des Unternehmens zu erreichen. Die Grenzen geben in diesem Zusammenhang unternehmensrechtliche³⁴⁹ und steuerrechtliche Normen vor. Darüber hinaus nennt *Herbst*³⁵⁰ die Veräußerung betriebsnotwendigen Vermögens, Sale-and-lease-back, Factoring, ein patriarchisches Darlehen, die stille Gesellschaft sowie weitere rechtsformabhängige Kapitalmaßnahmen der Personen- oder Kapitalgesellschaft wie etwa die Aufnahme von Gesellschaftern, die Erhöhung der Einlage durch einen Gesellschafter sowie das Gesellschafterdarlehen. Zu den rechtsformabhängigen Sanierungsmaßnahmen der Kapitalgesellschaft zählen die offene Rücklagenpolitik, die vereinfachte Kapitalherabsetzung, die ordentliche Kapitalerhöhung nach vereinfachter Kapitalherabsetzung sowie Nachschüsse, das eigenkapitalersetzende Darlehen und der Forderungsverzicht durch

³⁴⁴ Vgl. Brünckmans 2012, S. 376ff.

³⁴⁵ Vgl. Vallender 2009, S. 294ff.

³⁴⁶ Hohberger und Damlachi 2014, S. 216.

³⁴⁷ Vgl. Hohberger und Damlachi 2014, S. 217.

³⁴⁸ Herbst 2010b, S. 201.

³⁴⁹ Der Begriff unternehmensrechtlich bezieht sich auf das österreichische Unternehmensgesetzbuch (UGB) 2005.

³⁵⁰ Vgl. Herbst 2010b, S. 205ff.

den Gesellschafter.³⁵¹ *Oberhuber* führt als externe Sanierungsmaßnahmen aus bilanzieller Sicht neben der Stundung und Änderung der Finanzierungsbedingungen, Lieferanten- und Kundenkredite, den Rangrücktritt, den Forderungsverzicht mit Besserungsvereinbarung, sowie finanzielle Beiträge der Finanzbehörden und Subventionen an.³⁵²

2.5.3 Empirische Beiträge

2.5.3.1 Qualitative Erhebungen (Fallstudien)³⁵³

*Kranzusch und May*³⁵⁴ stellen in mehreren Fallstudien Sanierungswege außergerichtlicher Unternehmenssanierungen dar. Ein Fall beschäftigt sich mit der außergerichtlichen Sanierung durch den „Runden Tisch.“³⁵⁵ Aufgabe dieser Beratungseinrichtung in Deutschland ist neben einer Schwachstellenanalyse von notleidenden Unternehmen, eine Versammlung aller wichtigen Gläubiger und Finanzierungspartner im Sinne eines runden Tisches.³⁵⁶ Im dargestellten Beispiel wurde bei einem Hotelbetrieb ein Sanierungsplan erstellt, der vorsah, dass bestehende Gläubiger einen wesentlichen Beitrag zur Sanierung leisten sollten.

Zentraler Bestandteil des Sanierungsplans war ein außergerichtlicher Forderungsverzicht der beiden kreditgebenden Banken in der Höhe von 45% auf das jeweils aushaftende Obligo mit einem Besserungsschein. Nach drei Verhandlungsrunden und einer eingehenden Prüfung durch die Banken konnte eine außergerichtliche Einigung erzielt und somit die Verwertung der Immobilie und die Insolvenz verhindert werden.³⁵⁷

In einem anderen Fall skizzieren *Kranzusch und May* die außergerichtliche Sanierung eines Einzelunternehmens, welches im Bereich Handwerk tätig war.³⁵⁸ Das Unternehmen hatte Altverbindlichkeiten aus einer Vorgängergesellschaft, welche aufgrund des Ausfalles eines ein-

³⁵¹ Vgl. Herbst 2010a, S. 242ff.

³⁵² Vgl. Oberhuber 2010, S. 267ff.

³⁵³ Die dargestellten Fallstudien sind stark deskriptiv geprägt, eine Unterteilung in Untersuchungsschwerpunkte wie in Abbildung 8 dargestellt ist daher nur bedingt möglich und unterbleibt daher.

³⁵⁴ Vgl. Kranzusch und May-Strobl 2002.

³⁵⁵ Der Runde Tisch der KfW Mittelstandsbank und der Industrie- und Handelskammern sowie der Handwerkskammern stellt in Deutschland ein Beratungs- und Betreuungsangebot dar, welches Unternehmen helfen soll, eine Insolvenz im Krisenfall zu vermeiden und eine Unternehmenssanierung auf dem Verhandlungsweg zu ermöglichen. Ansprechpartner und Organisatoren für die Inanspruchnahme sind jeweils die regionalen Kammern. Die Beratung selbst wird durch freiberufliche Berater oder so genannte „Wirtschaftssenoren“, erfahrene Unternehmer, durchgeführt. Vgl. Kranzusch und May-Strobl 2002, S. 52ff. Weiterführende Informationen zum runden Tisch liefert die KfW Bankengruppe. Vgl. hierzu www.kfw.de.

³⁵⁶ Vgl. Kranzusch und May-Strobl 2002, S. 53.

³⁵⁷ Vgl. Kranzusch und May-Strobl 2002, S. 85f.

³⁵⁸ Vgl. Kranzusch und May-Strobl 2002, S. 92ff.

zelen Großkunden in finanzielle Probleme geraten war. Die Tilgung dieser Altlasten schränkte die Liquidität des neuen Unternehmens, für welches die Erfolgsaussichten prinzipiell sehr positiv waren, erheblich ein. Größere Neuaufträge konnten nicht vorfinanziert werden. Zur Lösung der finanziellen Probleme wurden Verhandlungen mit dem Finanzamt, dem Steuerberater, der Hausbank und den Lieferanten geführt. Durch die Unterstützung eines Ministeriums konnte eine Förderbank zur Sicherstellung der Sanierungsfinanzierung gefunden werden. Die Rückstände bei Finanzamt und Sozialversicherungsträgern wurden zur Gänze bedient und somit abgelöst. Mit den anderen Gläubigern wurde eine Stundung vereinbart, wodurch eine stufenweise Rückzahlung der Altverbindlichkeiten ermöglicht wurde.³⁵⁹

Kußmaul und *Steffen* beschreiben in ihrer Fallstudie den Einsatz eines „Prepackaged Plans“ als Sanierungsalternative zur übertragenden Sanierung.³⁶⁰ Der dargestellte Fall umfasst ein Unternehmen aus dem Baunebengewerbe mit rund 550 Mitarbeitern, bei dem die Versuche einer außergerichtlichen Sanierung „ins Stocken“ geraten waren. Die Gesellschaft erzielte zwar operativ positive Ergebnisse, durch die enorme Zinsbelastung war das Ergebnis nach Finanzierungsaufwand jedoch negativ.³⁶¹ Nach umfassender Analyse kamen die Geschäftsführung und die eingesetzten Berater zum Schluss, dass eine kurzfristige jedoch nachhaltige Sanierung nur im Rahmen eines Insolvenzplanverfahrens möglich sei, zumal in die finanzielle Sanierung neben den Gesellschaftern und Arbeitnehmern nicht nur einzelne, sondern alle Gläubiger des Unternehmens einbezogen werden müssten, um das definierte Sanierungsziel auch tatsächlich zu erreichen. Für eine erfolgreiche außergerichtliche Sanierung war die Gläubigerstruktur offensichtlich zu komplex. Die Folge war ein vorbereitetes und mit den Gläubigern im Vorfeld abgestimmtes Insolvenzplanverfahren. Nach Einschätzung des Autors erfordert ein solcher „Prepackaged Plan“ ein „interdisziplinäres und gleichberechtigtes Zusammenwirken von Juristen und Betriebswirten aus einer Hand, um die Fülle von juristischen (insolvenz-, arbeits-, gesellschafts-, und allgemeinen zivilrechtlichen) wie auch betriebswirtschaftlichen und steuerlichen Fragestellungen zu lösen.“³⁶² Die bisher in vielen Fällen rein juristisch geprägte Sanierungsberatung und Insolvenzverwaltung genügt diesen Anforderungen nicht mehr.

³⁵⁹ Vgl. Kranzusch und May-Strobl 2002, S. 93f.

³⁶⁰ Vgl. Kußmaul und Steffan 2000. Der Beitrag bezieht sich auf die Rechtssituation in Deutschland.

³⁶¹ Vgl. Kußmaul und Steffan 2000, S. 1849.

³⁶² Kußmaul und Steffan 2000, S. 1853.

Van Zwoell beschreibt den Fall eines außergerichtlichen Sanierungsplans anhand eines selbstständig-tätigen Beraters.³⁶³ Die Autorin kommt zum Schluss, dass viele Insolvenzen vermieden werden könnten, insbesondere auch jene von KMU bzw. Selbständigen, wenn eine außergerichtliche Einigung mit den Gläubigern bzw. eine Schuldenbereinigung unter Berücksichtigung insolvenzrechtlicher Regelungen, im konkreten Fall des Insolvenzplans erfolgt. Der Vorteil einer solchen Lösung ist darin zu sehen, dass für den Fall des Scheiterns der außergerichtlichen Sanierung, der Schuldner einen Antrag auf einen Insolvenzplan³⁶⁴ stellen kann, um dann spätestens im gerichtlichen Verfahren die Sanierung sicherstellen kann. Im konkreten Fall bot der Schuldner seinen Gläubigern eine Quote von 11% an und legte eine sehr detaillierte Darstellung seiner Vermögens- und Ertragssituation dar. Dadurch wurde eine hohe Transparenz in der Abwicklung sichergestellt.³⁶⁵ Zusammenfassend lässt sich aus der Analyse dieses Falles schließen, dass die Annahme des außergerichtlichen Sanierungsvorschlags nach den Vorschriften des Insolvenzplans für alle an diesem Verfahren Beteiligten vorteilhaft war: Der Schuldner konnte ohne gerichtliches Verfahren einen wirtschaftlichen Neustart durchführen. Die Gläubiger hingegen erhielten durch die Annahme des Sanierungsvorschlags eine sofortige Zahlung auf ihre Forderung, die aller Voraussicht nach höher war als jene, die sie in einem Insolvenzverfahren erhalten hätten.

Zotter beschreibt in einem Praxisfall den Ablauf einer außergerichtlichen Sanierung unter Mitwirkung von Gläubigerschutzverbänden.³⁶⁶ Betriebsgegenstand der dargestellten Gesellschaft (in Form einer GmbH) war die Errichtung und der Betrieb eines Einkaufszentrums. Als Gesellschafter fungierten zwölf Verwandte und Bekannte des Geschäftsführers. Das konzipierte Einkaufszentrum mit einem Investitionsvolumen rund EUR 25 Mio. sollte fast ausschließlich über eine bereits zugesagte Bankenfinanzierung realisiert werden. Ein mangelhaftes Baumanagement und fehlende Projektkontrolle führten zu massiven Kostenüberschreitungen und zu Zeitverzögerungen.³⁶⁷ Für lediglich 50% der Verkaufsfläche waren Mieter gefunden. Die Gesamtschulden der Errichtungsgesellschaft stiegen in weiterer Folge auf mehr als EUR 35 Mio. an, eine Sperre der Konten durch die Hausbank war die Folge. Einem ersten Sanierungsvorschlag hatten die Lieferanten noch nicht zugestimmt. Der zweite Sanierungsvor-

³⁶³ Vgl. Van Zwoell 2008, S. 418ff. Der Beitrag bezieht sich auf die Rechtssituation in Deutschland.

³⁶⁴ Vgl. hierzu § 218 dInsO.

³⁶⁵ Vgl. van Zwoell 2008, S. 420f.

³⁶⁶ Vgl. Zotter 1994, S. 336ff.

³⁶⁷ Vgl. Zotter 1994, S. 337.

schlag, welcher in enger Abstimmung mit den Gläubigerschutzverbänden³⁶⁸ erstellt wurde, sah eine volle Befriedigung von Kleingläubigern und eine Quote von 40% für alle anderen Gläubiger vor. Darüber hinaus wurde ein signifikanter Forderungsnachlass durch die Hausbank und eine Eigenkapitalzufuhr durch eine Investorengruppe vereinbart. Im Falle des Scheiterns der außergerichtlichen Sanierung verständigten sich die Gläubiger auf ein Wiederaufleben der gesamten Forderung.³⁶⁹ Die getroffene Vereinbarung, welche von allen Gläubigern – mit Ausnahme der Kleingläubiger, deren Zustimmung nicht erforderlich war – angenommen wurde, führte zu einem „Generalvergleich“ zwischen den Beteiligten und schaffte für die Organe der Gesellschaft rechtliche Sicherheit.³⁷⁰

2.5.3.2 Quantitative Erhebungen

Wöber untersuchte in einer quantitativen Studie die Bedeutung der außergerichtlichen Sanierung in Österreich im Vergleich zur Sanierung in der Insolvenz.³⁷¹ Im Jahr 2007 erstellten drei österreichische Kreditinstitute (Raiffeisen Zentralbank, Erste Bank und Bank Austria Creditanstalt) Statistiken zur außergerichtlichen Sanierung. Ausgangsbasis waren die in den Sanierungsabteilungen anhängigen Fälle, welche vom zuständigen Sanierungsbetreuer als materiell insolvent eingestuft worden waren. Die Ergebnisse der Erhebung stellten sich folgendermaßen dar:³⁷² Von den untersuchten 1.418 Fällen mit einem Gesamtbligo von rund EUR 3,2 Mrd. wurden 419 Fälle (Obligo rund EUR 1,8 Mrd.) im Zuge einer außergerichtlichen Sanierung bereinigt. In 589 Fällen (Obligo rund EUR 0,6 Mrd.) wurde ein Insolvenzverfahren eröffnet. 410 Fälle mit einem Obligo von rund EUR 0,8 Mrd. waren zum Untersuchungszeitpunkt noch offen. Von den abgeschlossenen Fällen konnten somit rund 58% der Fälle und rund 74% des Bankobligos einer außergerichtlichen Sanierung zugeführt werden. Anzumerken ist, dass der Erfolg der außergerichtlich sanierten Fälle auf der Einschätzung des Sanierungsmanagers beruhte bzw. vom Vorhandensein eines wieder positiven Eigenkapitals abhängig gemacht worden war. In weiterer Folge wurden für einen Teil der außergerichtlich sanierten Unternehmen die eingesetzten Sanierungsmaßnahmen erhoben:³⁷³ In rund 42% der untersuchten Fälle kam

³⁶⁸ Die Aufgabe der Gläubigerschutzverbände in Österreich besteht darin, die Interessen von in- und ausländischen Gläubigern in Insolvenzverfahren zu vertreten. Geregelt ist dies in § 266 IO. Zu diesen zählen der Kreditschutzverband von 1870 (KSV), der Alpenländische Kreditorenverband (AKV), der Österreichische Verband Creditreform (ÖVC) sowie der Insolvenzschutzverband für Arbeitnehmer und Arbeitnehmerinnen (ISA).

³⁶⁹ Vgl. Zotter 1994, S. 339ff.

³⁷⁰ Vgl. Zotter 1994, S. 341.

³⁷¹ Vgl. Wöber 2007.

³⁷² Vgl. Wöber 2007, S. 592.

³⁷³ Vgl. Wöber 2007, S. 593.

es demnach zu einem Bankenverzicht, in rund 20% der Fälle zu einem Investoreneinstieg und in rund 11% der Fälle zu einem Neukredit (jeweils Mehrfachnennungen möglich). Wöber fügt an, dass in der Praxis zwischen für die Bank sehr begleitungsintensiven außergerichtlichen Sanierungen bei „Großkunden“ und bei kleinen und mittleren Fällen, bei denen unter einer außergerichtlichen Sanierung zumeist der Abschluss von reinen Stundungs- und Ratenzahlungsvereinbarungen verstanden wird, zu unterscheiden sei.³⁷⁴

Kranzusch analysierte die Sanierungslösungen bei (illiquiden) Einzelunternehmen in Deutschland und ermittelte auf Basis von Schätzungen für Deutschland jährlich rund 1.500 bis 3.000 außergerichtliche Sanierungen in dieser Unternehmensform.³⁷⁵ Konkrete Angaben zur außergerichtlichen Sanierung von Einzelunternehmen sind jedoch nach Ansicht des Autors kaum möglich, da die Unternehmer zum einen großen Wert auf eine diskrete Abwicklung legen und zum anderen rechtsform- und größenbedingt auch keine Informationen zu den Entwicklungen dieser Unternehmen veröffentlicht werden (müssen). Bei einer Gegenüberstellung der geschätzten Zahl von außergerichtlichen Sanierungen und der eröffneten Insolvenzen von Einzelunternehmen in Deutschland, welche für den dargestellten Untersuchungszeitraum (1996 bis 2001) durchschnittlich rund 10.000 Insolvenzanträgen pro Jahr betrug,³⁷⁶ lässt sich schließen, dass das Verhältnis von außergerichtlich sanierten Einzelunternehmen zu insolventen Einzelunternehmen bei rund 15-30% zu 100% lag.

2.6 Gesamtsynthese und Forschungslücke

2.6.1 Inhaltliche Schwerpunkte und Gesamtüberblick

Die Darstellung des State of the Art verdeutlicht, dass das Themengebiet der außergerichtlichen Sanierung mit sehr unterschiedlichen methodischen Zugängen und inhaltlichen Schwerpunkten thematisiert wird: Im Rahmen der **wissenschaftlichen Auseinandersetzung**³⁷⁷ liegt der Fokus auf den *Einflussfaktoren auf die Entscheidung für die Sanierungsform* (gerichtliche versus außergerichtliche Sanierung), den *Einflussfaktoren auf den Ausgang* einer außergerichtlichen Sanierung sowie unterschiedlichen *Detailspekten*, die den Sanierungsprozess bzw. -verlauf betreffen. Zu diesen Fragestellungen zählen etwa der Anteil, die Dauer oder die Kosten außergerichtlicher Sanierungen sowie deren Auswirkungen und Folgen.

³⁷⁴ Vgl. Wöber 2007, S. 593.

³⁷⁵ Vgl. Kranzusch 2003, S. 298.

³⁷⁶ Vgl. Kranzusch 2003, S. 297.

³⁷⁷ Siehe hierzu Punkt 2.3.

Zu den zentralen Einflussfaktoren auf die Entscheidung für eine Sanierungsform zählen neben der Kapitalstruktur³⁷⁸ des in Krise befindlichen Unternehmens die Liquiditätsausstattung,³⁷⁹ die Gläubigerstruktur,³⁸⁰ die Unternehmensgröße³⁸¹ oder die Beziehung zu den finanzierenden Banken.³⁸² Eine bessere Liquiditätsausstattung, koordinierte Gläubigerinteressen, und eine zunehmende Unternehmensgröße sowie stabile (Hausbank-)Beziehungen erhöhen die Wahrscheinlichkeit der Entscheidung für eine außergerichtliche Sanierung.

Zu den identifizierten Einflussfaktoren auf den Ausgang der Sanierung gehören ebenfalls die Gläubigerstruktur³⁸³ und das damit in Zusammenhang stehende Holdout-Problem³⁸⁴ sowie die Einschätzung des Managements durch die Gläubiger,³⁸⁵ die wirtschaftliche Performance des zu sanierenden Unternehmens³⁸⁶ sowie die geplanten Sanierungsmaßnahmen.³⁸⁷ Koordinierte Bankenpools und ein tendenziell geringer Anteil an Anleihegläubigern, ein vertrauenswürdiger Management sowie eine vergleichsweise gute wirtschaftliche Performance und ein ausgewogener Mix an Sanierungsmaßnahmen³⁸⁸ sind die Einflussfaktoren auf den positiven Ausgang einer außergerichtlichen Sanierung, welche in der Regel über den Abschluss einer Sanierungsvereinbarung gemessen wird.

Die analysierten **politischen Veröffentlichungen** zur außergerichtlichen Sanierung thematisieren im Wesentlichen notwendige Verbesserungen der Rahmenbedingungen außergerichtlicher Sanierungen. Dabei werden konkrete Empfehlungen und Forderungen, etwa in der Richtlinie der Europäischen Kommission,³⁸⁹ an nationale Gesetzgeber abgegeben, welche zum einen für nationale Fälle Anwendung finden sollen, zum anderen aber auch die Restrukturierungsmöglichkeiten internationaler Unternehmen verbessern sollen, zumal eine Vielzahl von Sanierungen und Insolvenzen länderübergreifend durchgeführt wird. Auch das Verhältnis zwischen gerichtlicher und außergerichtlicher Sanierung wird beleuchtet: So braucht es aufeinander abgestimmte rechtliche Rahmenbedingungen zur Restrukturierung von Unternehmen, die in

³⁷⁸ Vgl. etwa Chatterjee et al. 1996; Xu 2007; Kim 2006; Jostarndt und Sautner 2010; Jacobs et al. 2012.

³⁷⁹ Vgl. etwa Chatterjee et al. 1996; Jacobs et al. 2012.

³⁸⁰ Vgl. etwa Gilson et al. 1990; Kim 2006; Fischer und Wahrenburg 2012; Blazy et al. 2014.

³⁸¹ Vgl. etwa Gilson et al. 1990; Chatterjee et al. 1996; Jacobs et al. 2012.

³⁸² Vgl. etwa Elsas und Krahn 2002; Couwenberg und Jong 2006; Huang et al. 2013.

³⁸³ Vgl. etwa James 1996; Mooradian 2005; Brunner und Krahn 2008.

³⁸⁴ Vgl. etwa Gilson 1991; Chatterjee et al. 1995.

³⁸⁵ Vgl. etwa Blazy et al. 2014.

³⁸⁶ Vgl. etwa Asquith et al. 1994.

³⁸⁷ Vgl. etwa Franks und Sussman 2005; Jostarndt und Sautner 2010; Inoue et al. 2010.

³⁸⁸ Vgl. Adriaanse und Kuijl 2006, S. 139.

³⁸⁹ Vgl. Europäische Kommission 2016.

der zeitlichen Abfolge von rein außergerichtlichen Sanierungen in einem frühen Krisenstadium über so genannte „hybride“ Sanierungsverfahren³⁹⁰ hin zu einer fremddominierten Sanierung oder Abwicklung im Rahmen eines Insolvenzverfahrens reichen. Dieser Schwerpunkt deckt sich teilweise mit den wissenschaftlichen Erhebungen, wurde doch der „Prepackaged Plan“ als vorbereitete gerichtliche Sanierung an der Schnittstelle zwischen den beiden Sanierungswegen bereits erforscht³⁹¹ und mit der außergerichtlichen bzw. gerichtlichen Sanierung verglichen. Inhaltliche Forderungen der politischen Publikationen zur Verbesserung der Rahmenbedingungen außergerichtlicher Sanierungen betreffen insbesondere Maßnahmen zur umfassenden Abstimmung aller Gläubigerinteressen, etwa durch Gläubiger-Vereinbarungen oder Stand-Still-Abkommen sowie der Sicherstellung der Finanzierung von außergerichtlichen Sanierungen.³⁹² Diese Forderung zielt im Wesentlichen auf die in der wissenschaftlichen Forschung identifizierten Herausforderungen in der Koordinierung der Gläubigerinteressen beim Abschluss einer außergerichtlichen Sanierung ab.

Eine besondere Bedeutung kommt aus politischer Sicht bei der Gestaltung der rechtlichen Rahmenbedingungen der Sicherstellung von Sanierungsfinanzierungen zu.³⁹³ Diese Unterstützung von Neufinanzierungen während der außergerichtlichen Sanierung kann etwa durch die Ausstattung mit einem „Vorrecht“ („legal priority in payment“) rechtlich sichergestellt werden.³⁹⁴ Der finanzwirtschaftlichen Sanierungsmaßnahme „Neukredit“ wird auf politischer Ebene somit eine sehr hohe Priorität zu gewiesen.

Das von politischer Seite geforderte Zusammenwirken rechtlicher und finanzwirtschaftlicher Maßnahmen mit betriebswirtschaftlichen Sanierungsschritten³⁹⁵ wurde in der wissenschaftlichen Literatur bisher wenig thematisiert.³⁹⁶ Während in einer Mehrzahl an Arbeiten der Fokus auf der Erfolgswirkung finanzwirtschaftlicher Maßnahmen liegt,³⁹⁷ wurde bisher kaum in einer ganzheitlichen Betrachtung die Wirkung finanzwirtschaftlicher und leistungswirtschaftli-

³⁹⁰ Vgl. hierzu Garrido 2012.

³⁹¹ Vgl. hierzu zu den wissenschaftlichen Arbeiten etwa McConnell und Servaes 1991; Betker 1995; Chatterjee et al. 1996.

³⁹² Vgl. Laryea 2010, S. 28ff; Europäische Kommission 2016, S. 46ff.

³⁹³ Vgl. etwa Laryea 2010; Europäische Kommission 2014.

³⁹⁴ Vgl. Laryea 2010, S. 28ff.

³⁹⁵ Vgl. Garrido 2012, S. 1ff.

³⁹⁶ Vgl. hierzu insbesondere Punkt 2.3.3.3 zu den untersuchten Sanierungsmaßnahmen.

³⁹⁷ Vgl. etwa James 1995; Franks und Sussman 2005; Inoue et al. 2008; Jostarndt und Sautner 2010 sowie Giroud et al. 2012.

cher Maßnahmen erforscht.³⁹⁸ Die Studie *Couwenberg und de Jong* bestätigt in diesem Zusammenhang, dass eine erfolgreiche außergerichtliche Sanierung einen Mix unterschiedlicher Maßnahmen, welche von den Banken mitgetragen und begleitet werden, benötigt.³⁹⁹ Eine reine finanzwirtschaftliche Betrachtung der Restrukturierung greift somit zu kurz.

Insgesamt lässt sich somit auch ein Bruch zwischen den thematisierten Inhalten und den identifizierten Ergebnissen der Wissenschaft auf der einen Seite und den Forderungen der Politik auf der anderen Seite feststellen: Während aus wissenschaftlicher Sicht oft Detailspekte in der Entscheidung für eine Sanierungsform thematisiert werden, fordern politische Einrichtungen eine Auseinandersetzung und letztendlich ganzheitliche Verbesserung der Rahmenbedingungen einer (außergerichtlichen) Sanierung. Zudem fordert die *Europäische Kommission* neben einer Politik der zweiten Chance für gescheiterte Unternehmer generell eine Reduktion der Stigmatisierung von Unternehmenskrisen und Insolvenzen⁴⁰⁰ und thematisiert damit explizit die kulturelle Perspektive der außergerichtlichen Sanierung. Neben der gesellschaftlichen Akzeptanz von Insolvenzen und Sanierungen, die auch aktiv politisch unterstützt werden soll, ist dafür eine gute rechtliche Balance⁴⁰¹ zwischen den Interessen des Schuldners und seiner Gläubiger in den unterschiedlichen in einander greifenden Sanierungsmechanismen⁴⁰² notwendig. Diese reichen von der informellen außergerichtlichen Sanierung über die gerichtliche Sanierung zur (gerichtlichen) Liquidation. Der institutionelle Aspekt der Diskretion der außergerichtlichen Sanierung bzw. dessen Einfluss auf den Ausgang der Restrukturierung wurde empirisch bisher jedoch nicht beleuchtet. Dieser Umstand kann wohl teilweise mit dem Fokus auf zumeist US-amerikanische börsennotierte Großunternehmen erklärt werden,⁴⁰³ bei denen außergerichtliche Sanierungen aufgrund von Publizitätsverpflichtungen in der Regel nicht diskret ablaufen (können).

Die in den zwei Bereichen (Wissenschaft und Politik) identifizierten inhaltlichen Schwerpunkte lassen sich jedoch trotz Unterschiede in der Methodik in ein Gesamtmodell bringen. Dieses wird in Abbildung 13 dargestellt, in der die im State of the Art identifizierten Einflussfaktoren auf die *Entscheidung für die Sanierungsform* sowie die *Abwicklung und somit den Ausgang*

³⁹⁸ Vgl. hierzu Sudarsanam und Lai 2001; Couwenberg und Jong 2008.

³⁹⁹ Vgl. Couwenberg und Jong 2008.

⁴⁰⁰ Vgl. Europäische Kommission 2011a, S. 11f. sowie Europäische Kommission 2016, S. 4f.

⁴⁰¹ Vgl. Europäische Kommission 2011a, S. 11

⁴⁰² Vgl. zur Bandbreite an Sanierungsmöglichkeiten insbesondere Abbildung 12 sowie Garrido 2012, S. 3ff.

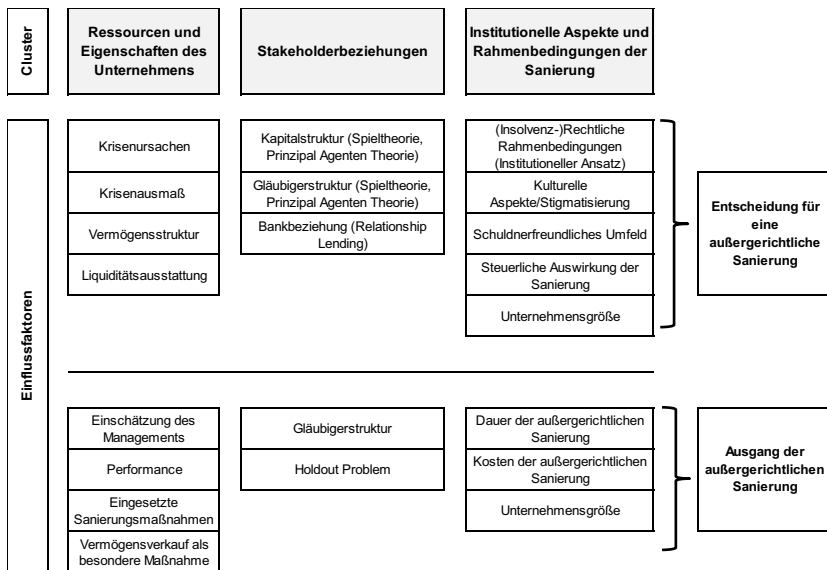
⁴⁰³ Vgl. hierzu Punkt 2.6.2.

der *außergerichtlichen Sanierung* geclustert werden.⁴⁰⁴ Die zugrunde liegenden Krisenursachen, das vorherrschende Krisenausmaß sowie die eingesetzten Sanierungsmaßnahmen, die Performance des Unternehmens und die Einschätzung des Unternehmers durch die Gläubiger repräsentieren die *Ressourcen und Eigenschaften* des in Krise befindlichen Unternehmens. Gläubigeraspekte im Speziellen sowie die Bankbeziehung im Besonderen und die Kapitalstruktur des Unternehmens stellen eine *stakeholderbezogene Betrachtung* der Sanierung dar. In diesem Cluster ist somit die Vielzahl an finanzwirtschaftlichen Arbeiten enthalten, welche die Restrukturierung primär aus der Sicht (einzelner) Gläubiger thematisieren und in diesem Zusammenhang meist auf die Spieltheorie oder die Prinzipal Agenten Theorie Bezug nehmen.⁴⁰⁵

Zu den *institutionellen Aspekten und Rahmenbedingungen* bei der Entscheidungsfindung für eine außergerichtliche Sanierung zählen neben den (insolvenz-)rechtlichen Rahmenbedingungen die Unternehmensgröße, das Umfeld der konkreten Rechtsprechung sowie die steuerliche Auswirkung der Sanierung, aber auch kulturelle Fragen im Zusammenhang mit der Stigmatisierung insolventer Unternehmen. Als institutionelle Merkmale mit einem Einfluss auf den Ausgang der Sanierung lassen sich die Dauer und die Kosten der Sanierung sowie die Unternehmensgröße identifizieren.

⁴⁰⁴ Den Ausgangspunkt für diese Betrachtung stellt Abbildung 8 mit der Unterscheidung der Einflussfaktoren auf die Entscheidung für die Sanierungsform sowie die Einflussfaktoren auf den Ausgang der Sanierung dar.

⁴⁰⁵ Vgl. hierzu im Detail Punkt 2.3.4

Abbildung 13: Gesamtmodell der außergerichtlichen Sanierung⁴⁰⁶

Die als Exkurs dargestellten praxisorientierten Publikationen⁴⁰⁷ thematisieren zumeist den konkreten Verlauf außergerichtlicher Sanierungen in der Unternehmenspraxis und weisen im Wesentlichen folgende inhaltliche Schwerpunkte auf: Neben der Rechtsnatur sowie (insolvenz-)rechtlicher Rahmenbedingungen werden insbesondere Vor- und Nachteile der außergerichtlichen Sanierung und somit primär institutionelle Aspekte diskutiert. Darüber hinaus werden konkrete Maßnahmen, welche im Rahmen der außergerichtlichen Sanierung ergriffen werden können, dargestellt und Ressourcenaspekte des notleidenden Unternehmens thematisiert.

Die Stakeholderbeziehungen werden unter dem Aspekt der notwendigen Verhandlungsführung und Erzielung einer ausgewogenen Gesamtlösung in die Arbeiten miteinbezogen. Die identifizierten praxisorientierten empirischen Beiträge stellen überwiegend Fallstudien dar und können als Ergänzung zur wissenschaftlichen und politischen Literatur folgenden Mehrwert liefern: Als übereinstimmende Erkenntnis der praxisorientierten Literatur lässt sich die Tatsa-

⁴⁰⁶ Quelle: eigene Abbildung. Die Anführungen in Klammer beziehen sich auf die in den Untersuchungen Bezug genommenen Theorien.

⁴⁰⁷ Siehe hierzu Punkt 2.5.

che festhalten, dass eine außergerichtliche Sanierung nur dann gelingt, wenn es zum einen zu wesentlichen Veränderungen im Unternehmen kommt und zum anderen im Zuge der Verhandlungen mit den Gläubigern eine im Hinblick auf die zu leistenden Beiträge ausgewogene Sanierungsvereinbarung abgeschlossen wird.

Eine außergerichtliche Sanierung erfordert dabei jeweils die Berücksichtigung der Besonderheiten des Einzelfalls⁴⁰⁸ sowie der institutionellen Rahmbedingungen, zu denen im deutschsprachigen Raum die verhältnismäßig hohe Abhängigkeit von den finanzierenden Banken zählt. Die kürzeren Verfahrensdauern und die geringeren Kosten⁴⁰⁹ werden in den praxisorientierten Publikationen, ähnlich wie auch in den wissenschaftlichen Arbeiten, als zentrale (institutionelle) Vorteile der außergerichtlichen Sanierung definiert. Zusätzlich weist die praxisorientierte Literatur auf die Flexibilität und Diskretion in der Abwicklung der außergerichtlichen Restrukturierung hin. Während die Flexibilität, etwa im Hinblick auf variable Quoten (Recovery Rates), auch bereits wissenschaftlich erforscht wurde,⁴¹⁰ liegen zum Einfluss der Diskretion auf den Ausgang der Sanierung, wie oben bereits angeführt, bisher keine empirischen Befunde vor. Die fehlende Publizität der außergerichtlichen Sanierung wurde somit nur in der deutschsprachigen praxisorientierten Literatur diskutiert, während die wissenschaftliche Forschung aus institutioneller Sicht den Fokus bisher auf die institutionellen Aspekte der Dauer und Kosten legte.⁴¹¹

2.6.2 Gegenstand der Untersuchung und regionaler Fokus

Im Zuge der Analyse des State of the Art der Forschung konnte festgestellt werden, dass sich ein Großteil der wissenschaftlichen Arbeiten mit meist börsennotierten Großunternehmen beschäftigt. Nur wenige Beiträge weisen einen expliziten Fokus auf Klein- und Mittelunternehmen auf. Dies bestätigen *Franks* und *Sussman* in ihrer Analyse: “There is almost no evidence on financial distress among small, unlisted companies. Well-known American studies ... use samples of large listed companies with multiple large lenders as well as public bondholders.”⁴¹²

⁴⁰⁸ Vgl. hierzu die unter Punkt 2.5.3 dargestellten Aspekte der Fallstudien.

⁴⁰⁹ Vgl. etwa Eidenmüller 1999b; Uhlenbruck 2001; Uhlenbruck 2009b.

⁴¹⁰ Vgl. etwa Franks und Torous 1994; Blazy et al. 2014. Generell lässt sich feststellen, dass die Befriedigungsquoten der außergerichtlichen Sanierung über jenen der gerichtlichen und somit auch über deren gesetzlichen Mindestquoten liegen.

⁴¹¹ Vgl. hierzu etwa Gilson 1991; Franks und Torous 1994; Tashjian et al. 1996 sowie Betker 1997.

⁴¹² Franks und Sussman 2005, S. 4.

Eine Analyse der Samplegröße der empirischen Arbeiten zeigt, dass diese sehr stark schwankt, jedoch die Mehrzahl eine relativ geringe Anzahl an untersuchten Fällen aufweist. Die durchschnittliche Samplegröße liegt in diesem Zusammenhang bei 179 Fällen. Untersuchungen mit einer Samplegröße über 500 Fälle stellen die Ausnahme dar. Somit lässt sich neben kleinen und mittleren Unternehmen auch eine Forschungslücke im Hinblick auf ein Untersuchungssample mit einer hohen Anzahl an Fällen feststellen.

Im Hinblick auf den regionalen Fokus der wissenschaftlichen Arbeiten konnte festgestellt werden, dass sich eine überwiegende Mehrzahl mit der Situation der außergerichtlichen Sanierung in den USA beschäftigt.⁴¹³ Neben den USA liegen darüber hinaus wissenschaftliche Befunde zur außergerichtlichen Sanierung in Deutschland, Österreich, Großbritannien, Frankreich, Finnland und den Niederlanden in Europa sowie aus Japan, Südkorea und Taiwan für den asiatischen Raum vor. Angesichts der Tatsache, dass es neben dem insolvenzrechtlichen Rahmen⁴¹⁴ auch große kulturelle Unterschiede zwischen den untersuchten Regionen bzw. Ländern gibt,⁴¹⁵ ist bei der Interpretation bzw. der vergleichenden Gegenüberstellung empirischer Ergebnisse die Berücksichtigung sowohl institutioneller als auch kultureller Aspekte notwendig, zumal die Rechtssysteme und die Rechtsprechung eng mit den kulturellen Rahmenbedingungen verbunden sind.⁴¹⁶

Eine Analyse kultureller Aspekte wurde in wissenschaftliche Arbeiten bisher nicht vorgenommen. Dabei liegt die Vermutung sehr nahe, dass in Ländern, in denen eine starke Stigmatisierung insolventer Unternehmen stattfindet und in weiterer Folge ein wirtschaftlicher Neustart erschwert ist, dies die Entscheidung für eine außergerichtliche Sanierung mitbeeinflusst.⁴¹⁷ Auch der institutionelle Rahmen etwa im Hinblick auf insolvenzrechtliche Rahmenbedingungen wurde bisher kaum thematisiert. Lediglich *Jostarndt* und *Sautner*⁴¹⁸ bzw. *Couwenberg* und *de Jong*⁴¹⁹ sowie *Kose et al.*⁴²⁰ beziehen diesen Aspekt explizit in ihre Forschung

⁴¹³ Vgl. hierzu auch die Darstellungen in Hotchkiss et al. 2008.

⁴¹⁴ Vgl. für eine Einordnung bzw. einen Überblick etwa Blazy et al. 2008.

⁴¹⁵ Siehe zu den kulturellen Unterschieden von Ländern etwa die Ergebnisse der Globe-Studie. Vgl. House 2011.

⁴¹⁶ Vgl. Garrido 2012, S. 58f.

⁴¹⁷ Vgl. Europäische Kommission 2011b, S. 161. Die europäische Kommission analysierte in diesem Zusammenhang die (kulturellen) Rahmenbedingungen für einen Neustart in 33 europäischen Ländern und befand jene in Norwegen, Schweden, Polen, Großbritannien und der Türkei als verhältnismäßig gut.

⁴¹⁸ Vgl. Jostarndt und Sautner 2010.

⁴¹⁹ Vgl. Couwenberg und Jong 2006.

⁴²⁰ Vgl. Kose et al. 2013.

mit ein. Während die erstgenannten eine Analyse für das deutsche bzw. niederländische Insolvenzrecht als Vertreter von eher gläubigerorientierten Systemen vornehmen, beziehen sich die letztgenannten auf die besonderen Charakteristika des US-amerikanischen Chapter 11.

2.6.3 Identifizierte Forschungslücke

Bei einer übergreifenden Analyse der Untersuchungsschwerpunkte fällt auf, dass sich eine Mehrzahl an bisherigen Arbeiten mit den Einflussfaktoren auf die Entscheidung für die Sanierungsform beschäftigt, und die Einflussfaktoren auf den Ausgang der Sanierung noch verhältnismäßig wenig erforscht sind. Aus inhaltlicher Sicht lässt sich weiters festhalten, dass das Verhalten der Manager bzw. Unternehmer und dessen Auswirkung auf den Ausgang der Sanierung bisher kaum untersucht wurden. Lediglich die Arbeit von *Blazy et al.*⁴²¹ geht dieser entscheidenden Frage nach, wie sich das Managerverhalten und dessen Einschätzung durch die Gläubiger auf den Ausgang einer (außergerichtlichen) Sanierung auswirken. Wenig Fokus wurde bisher aus empirischer Sicht auch auf den Einsatz betriebswirtschaftlicher Sanierungsmaßnahmen, wie der unternehmensinternen Reorganisation, oder Ressourcenaspekten des Unternehmens und deren Auswirkung auf den Erfolg der Sanierung gelegt. Bisher dominierte sehr stark die Analyse finanzwirtschaftlicher Maßnahmen.⁴²² Lediglich die Arbeiten von *Couwenberg* und *de Jong*⁴²³ sowie *Sudarsanam* und *Lai*⁴²⁴ gehen dieser aus betriebswirtschaftlicher Sicht interessanten Frage nach dem Einfluss und der Bedeutung leistungswirtschaftlicher Sanierungsschritte explizit nach.

Insgesamt fällt bei den analysierten Beiträgen auf, dass im wissenschaftlichen Kontext kaum eine theoretische Fundierung bzw. Bezugnahme auf eine Theorie erfolgt.⁴²⁵ In lediglich zwölf der 56 wissenschaftlichen Beiträge wurde dabei explizit auf eine Theorie Bezug genommen, wobei es sich hier sowohl um reine Theoriearbeiten als auch um empirische Studien handelt. Dies kann auf unterschiedliche Ursachen zurückgeführt werden: Zum einen ist die Auseinandersetzung mit Fragen der Unternehmenssanierung traditionell rechtlich geprägt und wird in diesem Zusammenhang daher oft keine betriebswirtschaftliche Theorie zugrunde gelegt.⁴²⁶ Zum anderen stellt die Thematik der Unternehmenssanierung im Allgemeinen und jene der

⁴²¹ Vgl. Blazy et al. 2014.

⁴²² Vgl. hierzu James 1995; Franks und Sussman 2005; Jostarndt und Sautner 2010; Inoue et al. 2008; Giroud et al. 2012.

⁴²³ Vgl. Couwenberg und Jong 2008.

⁴²⁴ Vgl. Sudarsanam und Lai 2001.

⁴²⁵ Siehe hierzu Punkt 2.3.4. zu den bisher verwendeten Theorien.

⁴²⁶ Siehe hierzu die unter Punkt 2.3.1 identifizierten Zeitschriften.

außergerichtlichen Sanierung im Speziellen in der Betriebswirtschaft offensichtlich nur ein „Randthema“ dar.⁴²⁷ Aufgrund der Bedeutung rechtlicher und betriebswirtschaftlicher Aspekte wird eine fachübergreifende Betrachtung aus rechtlicher und betriebswirtschaftlicher Sicht empfohlen.⁴²⁸ Eine fundierte und allgemein anerkannte theoretische Basis wurde bisher nicht erarbeitet. Die theoretische Fundierung stellt somit ebenfalls eine Forschungslücke in der Auseinandersetzung mit der außergerichtlichen Unternehmenssanierung dar. Darüber hinaus wurden bisher institutionelle Aspekte der außergerichtlichen Sanierung, wie etwa der vermutete Vorteil der diskreten Abwicklung, trotz politischer Forderungen nur unzureichend erforscht.

Abbildung 14 gibt einen zusammenfassenden Überblick über die identifizierte Forschungslücke im Hinblick auf den Gegenstand der Untersuchung (Unternehmensgröße), den Theoriebezug sowie die inhaltlichen Schwerpunkte und die einzubezogenen Kontextfaktoren der analysierten Beiträge.

⁴²⁷ Vgl. hierzu etwa Herbane 2012, S. 2ff. *Herbane* bezieht sich dabei auf kleine und mittlere Unternehmen.

⁴²⁸ Vgl. hierzu Kußmaul und Steffan 2000, S. 1853. *Kußmaul* und *Steffan* sprechen in diesem Zusammenhang von einem „interdisziplinären und gleichberechtigten Zusammenwirken von Juristen und Betriebswirten aus einer Hand, um die Fülle von juristischen (insolvenz-, arbeits-, gesellschafts-, und allgemeinen zivilrechtlichen) wie auch betriebswirtschaftlichen und steuerlichen Fragestellungen zu lösen.“

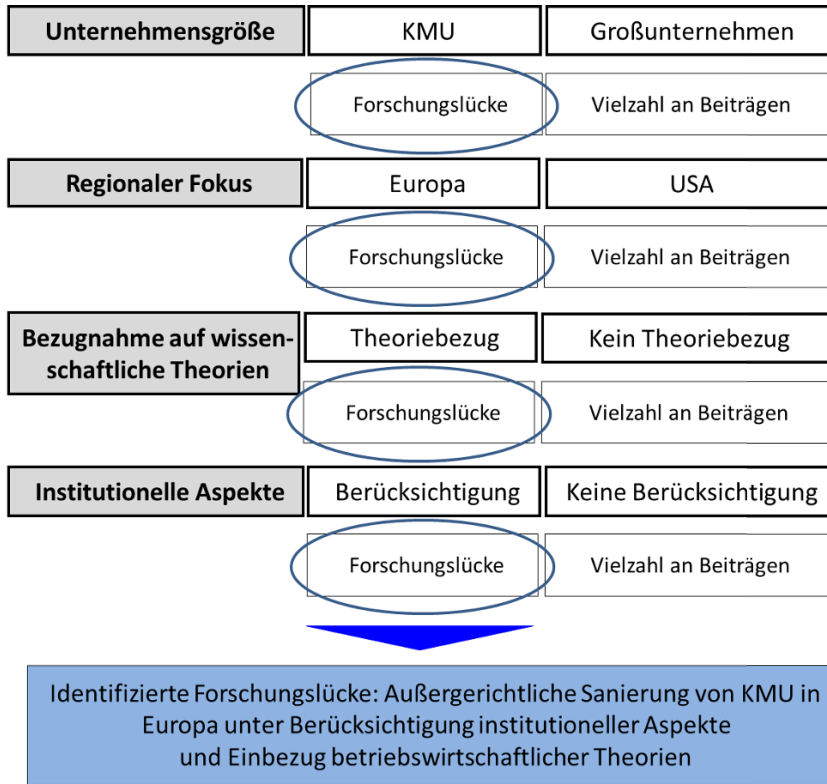


Abbildung 14: Identifizierte Forschungslücken in Bezug auf die außergerichtliche Unternehmenssanierung⁴²⁹

Die vorliegende Arbeit wird sich daher im Gegenstand der Untersuchung im weiteren Verlauf auf die außergerichtliche Sanierung von kleinen und mittleren Unternehmen⁴³⁰ konzentrieren und dabei die Besonderheiten dieser Unternehmensgröße, wie die zentrale Rolle des Unternehmers oder die Unternehmensfinanzierung, berücksichtigen. Die vorherrschenden institutionellen Rahmenbedingungen in Österreich werden in die Untersuchung miteinbezogen. Aus inhaltlicher Sicht wird der Schwerpunkt der Untersuchung auf den Einflussfaktoren auf den Ausgang einer außergerichtlichen Sanierung sowie weiteren Detailspekten, wie etwa dem

⁴²⁹ Quelle: eigene Abbildung.

⁴³⁰ Vgl. zu den Besonderheiten des Sanierungsmanagements in KMU Feldbauer-Durstmüller und Mayr 2010; Herbane 2010; Pinkwart et al. 2005; Mayr und Feldbauer-Durstmüller 2015.

Anteil außergerichtlicher Sanierungen (im Verhältnis zu gerichtlichen Sanierungen) oder deren Dauer, liegen.⁴³¹

Aus methodischer Sicht wird in Anlehnung an Abbildung 13 eine Integration von Ressourcenfragen, der Stakeholderperspektive, sowie institutionellen Aspekten der außergerichtlichen Sanierung vorgenommen. Der Arbeit werden somit die **Stakeholdertheorie**, der **Ressourcenorientierte Ansatz** sowie die **Neoinstitutionalistische Organisationstheorie** zugrunde gelegt, welche in weiterer Folge erläutert werden.⁴³² In Konkretisierung der Forschungsfragen aus Punkt 1.2 wird der Gegenstand der Untersuchung im empirischen Teil der Arbeit auf die außergerichtliche Sanierung kleiner und mittlerer Unternehmen⁴³³ gelegt und werden insbesondere die wesentlichen Einflussfaktoren auf den Ausgang einer außergerichtlichen Sanierung thematisiert.

⁴³¹ Siehe hierzu auch Punkt 2.3.3.1 sowie insbesondere Abbildung 8.

⁴³² Vgl. hierzu Punkt 3.

⁴³³ Vgl. zur Sanierung in KMU im Allgemeinen Herbane 2010; Pinkwart et al. 2005; Couwenberg und Jong 2006.

Die außergerichtliche Unternehmenssanierung aus
betriebswirtschaftlicher Sicht

Unter besonderer Berücksichtigung von KMU

Mayr, S.

2018, XVII, 324 S. 28 Abb., Softcover

ISBN: 978-3-658-20228-6