

Der Realloptionsansatz als Instrument der Unternehmensführung in der Sanierung

Dissertation

zur Erlangung des Grades eines
Doktors der Wirtschaftswissenschaften
(Dr. rer. pol.)

der Fakultät für Wirtschaftswissenschaften
der Universität Duisburg-Essen

vorgelegt von
Dipl.-Kfm. Sven Lauterjung,
aus
Solingen, Deutschland

Betreut durch:
Prof. Dr. Rainer Elschen

Essen, den 29.09.2023

Gutachter:

Erstgutachter: Prof. Dr. Rainer Elschen

Zweitgutachter: Prof. Dr. Rainer Kasperzak

Tag der mündlichen Prüfung: 08.03.2024

DuEPublico

Duisburg-Essen Publications online

UNIVERSITÄT
DUISBURG
ESSEN

Offen im Denken

ub | universitäts
bibliothek

Diese Dissertation wird via DuEPublico, dem Dokumenten- und Publikationsserver der Universität Duisburg-Essen, zur Verfügung gestellt und liegt auch als Print-Version vor.

DOI: 10.17185/duepublico/81900

URN: urn:nbn:de:hbz:465-20240426-064659-2

Alle Rechte vorbehalten.

INHALTSVERZEICHNIS

INHALTSVERZEICHNIS.....	I
ABBILDUNGSVERZEICHNIS	VII
TABELLENVERZEICHNIS	VIII
ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS	IX
1 Einleitung	1
1.1 Problemstellung.....	1
1.2 Stand der Forschung.....	3
1.3 Forschungsfragen und Zielsetzung der Arbeit	9
1.4 Aufbau der Arbeit.....	10
2 Unternehmenskrise als Ausgangspunkt	12
2.1 Krise als betriebswirtschaftliches Phänomen in Unternehmen	12
2.2 Der betriebswirtschaftliche Krisenbegriff.....	13
2.2.1 Bedrohung dominanter Unternehmensziele	15
2.2.1.1 Liquidität	15
2.2.1.2 Rentabilität	16
2.2.1.3 Sicherheit/ Unabhängigkeit.....	17
2.2.2 Bedrohung der Existenz der Unternehmung	18
2.2.3 Prozess mit ambivalentem Ausgang	19
2.3 Die Ursachen für Unternehmenskrisen	19
2.4 Verläufe idealtypischer Unternehmenskrisen	26
2.4.1 Das Krisenverlaufsmodell nach Rainer Müller	29
2.4.2 Das Krisenverlaufsmodell nach Stuart Slatter und David Lovett	32
2.4.3 Die Krise als Prozess nach Jan Clasen	34
2.4.4 Der Krisenverlauf nach dem IDW S6	34
2.5 Die Wirkung von Unternehmenskrisen.....	37

2.6	Sanierungsbedürftigkeit, Sanierungsfähigkeit und Sanierungswürdigkeit von Unternehmen	41
2.6.1	Sanierungsbedürftigkeit	42
2.6.2	Sanierungsfähigkeit	42
2.6.3	Sanierungswürdigkeit	45
2.7	Außergerichtliche Sanierung als ideale Sanierungsoption	48
2.7.1	Die Vorbereitung der außergerichtlichen Sanierung	52
2.7.1.1	Leistungswirtschaftliche Sanierungsmaßnahmen	54
2.7.1.2	Finanzwirtschaftliche Sanierungsmaßnahmen	55
2.7.2	Gesellschafterdarlehen als Self-Selection Instrument	58
2.7.3	Vorteile und Nachteile der außergerichtlichen Sanierung	60
2.8	Zwischenfazit zur Krise als Ausgangspunkt	62
3	Wertbestimmender Ordnungsrahmen	64
3.1	Deutsche Insolvenzordnung	64
3.1.1	Der ordnungspolitische Rahmen der gerichtlichen Sanierung	64
3.1.1.1	Deutsche Insolvenzordnung als ordnungspolitischer Rahmen	65
3.1.1.2	Insolvenz der Unternehmung als Prozess	70
3.1.1.3	Aufgaben und Natur des Insolvenzverwalters	75
3.1.1.4	Gestaltungsmöglichkeit und Sinn der Gläubigerversammlung	79
3.1.2	ESUG als Gesetz zur Implementierung von Flexibilität	81
3.1.3	Gesetz zur Fortentwicklung des Sanierungs- und Insolvenzrechts	89
3.2	IDW S6	92
3.2.1	IDW S6 als betriebswirtschaftliche Modifikation des Rechts	92
3.2.2	Die überwiegende Wahrscheinlichkeit nach IDW S6	96
3.2.3	Zentraler Entscheidungsparameter pro oder contra Sanierung	96
3.3	Zwischenfazit zur Wirkung des ordnungspolitischen Rahmens	98
4	Unternehmensbewertung als Instrument der Entscheidungsfindung	100

4.1	Entwicklung der Unternehmensbewertungsansätze.....	100
4.1.1	Objektive Unternehmensbewertung als Ausgangspunkt.....	100
4.1.2	Subjektive Unternehmensbewertung als Weiterentwicklung und Gegenpol.....	103
4.1.3	Funktionale Bewertungslehre als Zusammenführung bisheriger Ansätze.....	105
4.1.4	Kategorisierung der Bewertungsfunktionen.....	106
4.2	Unternehmensbewertungsverfahren und deren Parameter.....	114
4.2.1	Einzelbewertungsverfahren.....	115
4.2.1.1	Liquidationswertverfahren als Zerschlagungswert.....	115
4.2.1.2	Substanzwertverfahren auf Basis von Reproduktionswerten.....	119
4.2.2	Mischverfahren als Kompromiss der Gesamt- und Einzelbewertungsverfahren..	121
4.2.3	Gesamtbewertungsverfahren.....	122
4.2.3.1	Ertragswertverfahren.....	124
4.2.3.2	Multiplikatorverfahren.....	127
4.2.3.3	Discounted-Cashflow-Verfahren.....	132
4.3	DCF-Verfahren als Standardverfahren der Unternehmensbewertung.....	132
4.3.1	Entity-Methode.....	135
4.3.1.1	WACC-Ansatz.....	136
4.3.1.2	APV-Ansatz.....	140
4.3.2	Equity-Methode.....	142
4.4	Bildung der Cashflows und des Terminal Value im Entity-Ansatz.....	143
4.4.1	Kalkulation des operativen Free Cashflow.....	145
4.4.2	Das Zwei-Phasenmodell der Detailprognoseperiode und der Prognosephase.....	147
4.4.3	Kalkulation des Terminal Value.....	149
4.4.4	Ermittlung der geforderten Rendite der Eigenkapitalgeber.....	151
4.4.5	CAPM.....	152
4.4.6	Systematisches und unsystematisches Risiko.....	153
4.4.7	Leverage-Effekt.....	157

4.4.8	Kapitalstruktur und Unternehmenswert	161
4.5	Ansätze zur Bewertung von Unternehmen in Krisenphasen.....	163
4.5.1	Modell von Knabe	163
4.5.2	Modell von Friedrich.....	163
4.5.3	Weitere Modelle zur Bewertung bei Insolvenzrisiko.....	175
4.6	Zwischenfazit zur Bewertung als Instrument der Entscheidungsfindung.....	176
5	Finanzoptionen als Grundlage der Bewertung von Realloptionen.....	181
5.1	Investitionstheoretische Entscheidungen im Sanierungsmanagement.....	181
5.2	Wertbeitrag der Flexibilität	182
5.3	Erweiterung um Flexibilitäten im Kapitalwertmodell	185
5.3.1	Szenario- oder Sensitivitätsanalyse	188
5.3.2	Entscheidungsbaumverfahren	190
5.4	Realloptionen als Bewertungsinstrument.....	192
5.4.1	Vorüberlegung zu Optionen	192
5.4.2	Optionen als Basis für unternehmerische Handlungsoptionen	195
5.4.3	Arten von Realloptionen	198
5.4.3.1	Wachstumsoptionen	200
5.4.3.2	Lernoptionen	201
5.4.3.3	Versicherungsoptionen.....	204
5.4.3.4	Wechseloptionen	205
5.5	Die Bewertungsparameter des Realloptions-Ansatzes.....	207
5.5.1	Der Wert des Basisinstrumentes	207
5.5.2	Der Ausübungspreis	209
5.5.3	Die Verfallzeit der Option.....	209
5.5.4	Opportunitätskosten der genutzten Option.....	210
5.5.5	Der risikofreie Zinssatz	211
5.5.6	Volatilität der Erträge des Basisinstrumentes	212

5.6	Die Bewertung von Realloptionen im Überblick	215
5.6.1	Bewertung auf Grundlage des Risikoneutralitätsansatzes	215
5.6.1.1	Referenzportfolioansatz	216
5.6.1.2	Risikoneutralitätsansatz.....	216
5.6.1.3	Bewertung einer Option anhand des Risikoneutralitätsansatzes.....	217
5.6.2	Bewertung mithilfe der numerischen Verfahren.....	219
5.6.2.1	Darstellung des Binomialbaums.....	220
5.6.2.2	Bewertung der Realloption anhand des Binomialbaums	222
5.6.3	Das Black-Scholes-Modell [BSM].....	224
5.6.4	Unterschiede und Zusammenhang zwischen Binomialverfahren und BSM.....	226
5.7	Bewertung als Prozess im Realloptionsansatz	228
6	Realloptionsbasierte Beeinflussung des Verfahrens	232
6.1	Realloptionsgestützter Sanierungsprozess.....	232
6.2	Identifikation	235
6.2.1	Bestimmung des Optionsrahmens	235
6.2.2	Sammlung realer Optionen.....	240
6.2.3	Analyse der Optionsanalogie	244
6.3	Bewertung	247
6.3.1	Auswahl des Bewertungsmodells.....	247
6.3.2	Analyse der Bewertungsparameter.....	249
6.3.3	Ermittlung der Realloptionswerte	255
6.4	Umsetzung.....	259
6.4.1	Werttreiberanalyse und -gewichtung	259
6.4.2	Priorisierung von Handlungsoptionen.....	266
6.4.3	Bestimmung der Sanierungsstrategie	269
6.5	Reflektion	277
6.5.1	Umsetzungscontrolling der getroffenen Maßnahmen	277

6.5.2 Überwachung des Verfahrens	281
6.5.3 Beziehungsmanagement zu den begleitenden Akteuren	283
7 Fazit und Ausblick	287
LITERATURVERZEICHNIS	292
RECHTSQUELLENVERZEICHNIS	343
RECHTSSPRECHUNGSVERZEICHNIS	345
ANHANG.....	346
Interview Dr. Hammes	346
Interview Prof. Dr. Schmittman	355
Eidesstattliche Erklärung zu § 14 Abs. 1 Nr. 6	362

ABBILDUNGSVERZEICHNIS

Abbildung 1: Aufbau der Arbeit	11
Abbildung 2: Krisenursachen/ -ursprung	21
Abbildung 3: Knotenpunkte der Unternehmenskrise	27
Abbildung 4: Krisenprozess	29
Abbildung 5: Verlaufmodell nach Müller	30
Abbildung 6: Entscheidungssituationen, die eine Bewertung erfordern	111
Abbildung 7: Unternehmensbewertungsverfahren	115
Abbildung 8: Equity- und Entity-Variante des DCF-Verfahrens	143
Abbildung 9: Verschuldungsgrad im Trade-Off-Ansatz	162
Abbildung 10: Exemplarische Cash-Flows in Ausgangslage	166
Abbildung 11: Exemplarische Berücksichtigung der Insolvenzkosten	168
Abbildung 12: Exemplarische Berücksichtigung der Zins- und Tilgungszahlungen	168
Abbildung 13: Exemplarische Berücksichtigung der Fremdkapitalbestände	170
Abbildung 14: Exemplarische Berücksichtigung der Fremdkapitalzinsen nach Steuern.	172
Abbildung 16: Wirkung der Flexibilität auf den Unternehmenswert	187
Abbildung 17: Entscheidungsbaum	191
Abbildung 18: Wertbestimmung bei Flexibilität und Unsicherheit	192
Abbildung 19: Entwicklung des Basiswertes im Binomialbaum zu vier Zeitpunkten	221
Abbildung 20: Binomialverfahren konvergiert mit dem Black-Scholes-Modell	227
Abbildung 21: Realloptionsgestützter Sanierungsprozess	235
Abbildung 22: Shareholder-Value-Netzwerk	265

TABELLENVERZEICHNIS

Tabelle 1: Die wichtigsten Insolvenzursachen.....	22
Tabelle 2: Bedeutung externer Faktoren für Insolvenz und Sanierung.....	24
Tabelle 4: Entwicklungsprozess der Unternehmensbewertung	100
Tabelle 3: Berechnung operativer Free Cashflow	146
Tabelle 5: Wirkungen der Bewertungsparameter.....	212

ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS

μ	erwartete Rendite einer Aktie
APV	Adjusted Present Value-Ansatz
Aufl.	Auflage
b	Verfahrensspezifischer Faktor
BGB	Bürgerliche Gesetzbuch
BGH	Bundesgerichtshof
BSM	Black-Scholes-Modell
bspw.	beispielsweise
B_U	bekannte Bezugsgröße des zu bewertenden Unternehmens
B_V	bekannte Bezugsgröße des Vergleichsobjekts
bzw.	beziehungsweise
C	Call
c	Dividende
C_0	Kapitalwert
Ca.	circa
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CF_{TV}	bewertungsrelevante Cashflows
$Cov(r_i, r_m)$	relative Renditeentwicklung
d	Abwärtsbewegung
DAX	Deutscher Aktienindex
DCF	Discounted-Cashflow
Diss.	Dissertation
$E(S)$	erwarteter Aktienkurs
EBIT	earnings before interest and taxes
EK	Eigenkapital
EK_i	Eigenkapitalzinssatz
EMM	äquivalentes Martingalmaß
ESTG	Einkommensteuergesetz
ESUG	Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen
EU	Europäische Union

EW	Ertragswert/ Erwartungswert
$EW(r_m)$	Erwartungswert der Rendite des Marktportfolios
EZÜ	Einzahlungsüberschüsse
f.	folgende
FAR	Fachausschuss Recht
FCF	Free-Cashflow
ff.	fortfolgende
FGO	Finanzgerichtsordnung
FK_i	Fremdkapitalzinssatz
G	Gewinn
g	Wachstumsrate
GewStG	Gewerbsteuergesetz
GK_i	Gesamtkapitalzinssatz
GmbH & Co. KG	Gesellschaft mit beschränkter Haftung & Compagnie Kommanditgesellschaft
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
HGB	Handelsgesetzbuch
HR	Human Resource
i	Diskontierungszinssatz
i.V.m.	in Verbindung mit
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
InsO	Insolvenzordnung
IT	Informationstechnologie
K	Kaufpreis
KG	Kommanditgesellschaft
KMU	Kleine und mittlere Unternehmen
KStG	Körperschaftsteuergesetz
LG	Landgericht
m	Multiplikator
M&A	Mergers & Acquisitions
MW_{EK}	Marktwert des Eigenkapitals
MW_{FK}	Marktwert des Fremdkapitals
MW_{GK}	Marktwert des Gesamtkapitals

NOPLAT	Net Operating Profit Less Adjusted Taxes
n_t	Prognosezeitraum in Jahren
oFCF	operativer Free Cashflow
OLG	Oberlandesgericht
P	Put
p	Wahrscheinlichkeit
P(U)	gesuchter Preis des zu bewertenden Unternehmens
P(V)	bekannter Preis des Vergleichsobjekts
q	Eintrittswahrscheinlichkeit
r_{EK}	Renditeforderung der Eigenkapitalgeber
r_{EKU}	Renditeforderung der Eigenkapitalgeber eines unverschuldeten Unternehmens
r_f	risikolose Zins
r_{FK}	Renditeforderung der Fremdkapitalgeber
r_{GK}	Renditeforderung des Gesamtkapitals
r_i	Erwartete Rendite einer risikobehafteten Anlage
r_m	Rendite des relevanten Marktportfolios
Rn.	Randnummer
RW	Restwert
s	Steuersatz
S	Underlying
S.	Seite
SanInsFoG	Sanierungs- und Insolvenzrechtsfortentwicklungsgesetz
S-O-R	Stimulus-Organism-Response
S-R	Stimulus-Response
S_T	Unternehmenswert
StaRUG	Gesetz über den Stabilisierungs- und Restrukturierungsrahmen für Unternehmen
SW	Substanzwert
SWOT	Strengths (Stärken), Weaknesses (Schwächen), Opportunities (Chancen) und Threats (Risiken)
T	Anzahl der Planungsjahre
t	Zeitindex
TCF	Total Cashflow-Ansatz

TV	Terminal Value
Tz.	Textziffer
u	Aufwärtsbewegung
UW	Unternehmenswert
UW _E	Unternehmenswert bei vollständiger Eigenfinanzierung
UW _S	Unternehmenswert aus Steuervorteil
V	Verschuldungsgrad
Var(r_m)	Varianz des Marktportfolios
Vgl.	Vergleiche
V _o	Optionspreis
WACC	Weighted Average Cost of Capital
X	Ausübungspreis
z. B.	zum Beispiel
ZN	Zeilennummer
α	direkte Insolvenzkosten
β	Risikomaß für das systematische, marktbezogene Risiko des Unternehmens
γ	indirekte Insolvenzkosten
τ	Gewinnsteuersatz
μ	Driftrate
σ	Volatilität

1 Einleitung

1.1 Problemstellung

Im ersten Halbjahr 2023 zählte die Creditreform Wirtschaftsforschung insgesamt 7.230 Unternehmensinsolvenzen innerhalb der deutschen Wirtschaft. Die realisierten Schäden durch Wertverlust beliefen sich auf 13 Mrd. Euro. Der durchschnittliche Insolvenzfall war somit ursächlich für einen gesamtwirtschaftlichen Schaden von 1.798.063 Euro.¹ Weil es sich nicht um neue Schäden handelt, sondern um bereits eingetretene Schäden, deckt die Insolvenz den Schaden lediglich auf. Ohne die Eröffnung eines Insolvenzverfahrens könnten die Schäden sogar größer werden.

Finanzielle Schäden werden verstärkt durch persönliches Leid der beteiligten Akteure, sowohl der insolventen Unternehmensführer, der Gläubiger, als auch deren Mitarbeiter.

Mit der Insolvenzrechtsreform hin zur Insolvenzordnung (InsO) 1999² und den folgenden Innovationen und Verbesserungen des Gesetzes, besonders mit dem Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen (ESUG) aus dem Jahr 2012³ und dann mit dem Sanierungs- und Insolvenzrechtsfortentwicklungsgesetz (SanInsFoG),⁴ welches in das Gesetz über den Stabilisierungs- und Restrukturierungsrahmen für Unternehmen (StaRUG)⁵ mündete, verfolgt der Gesetzgeber das Ziel, die Zahl von Unternehmensliquidationen als Resultat einer Krise zu reduzieren. Dieses Ziel kann nur erreicht werden, wenn sich die Akteure für den Erhalt der Unternehmung und die damit verbundenen Sanierungen entscheiden. Das bezieht sich sowohl auf interne Akteure in der Unternehmung⁶ als auch externe Akteure aus dem Umfeld der Unternehmung.⁷

Das grundlegende Kalkül des Kaufmanns bei der Entscheidung, ob eine insolvente Unternehmung saniert oder ob sie zerschlagen werden soll, beruht auf der Gegenüberstellung

¹ Vgl. CREDITREFORM, 2023, S. 3.

² Vgl. DEUTSCHER BUNDESTAG (1992), S. 194.

³ Vgl. GEIWITZ, A./ KÄFFERLEIN, S. (2015), S. 686.

⁴ Vgl. RL 2019/1023/EU (2019), Rn. 1 ff.

⁵ Vgl. StaRUG-E (2020), § 1 ff.

⁶ Vgl. SCHAUF, M. (2015), S. 285.

⁷ Vgl. FREEMAN, E. (1984), S. 46.

der hierbei entstehenden Schäden oder der möglichen positiven Folgen.⁸ Während nun die Unternehmensführung als interner Akteur eine eher betriebswirtschaftliche Perspektive einnimmt, nehmen die Gläubiger als externe Akteure eine eher juristische Perspektive ein.⁹ Juristen stellen im Gegensatz zu Betriebswirten eher auf formale Anforderungen ab und denken weniger nicht in Chance-Risiko-Kalkülen.¹⁰

Ein Vergleich der Befriedigung aus dem Liquidationserlös mit den zukünftigen Erlösen der Unternehmung bildet dabei für die Gläubiger nach Groß (1988),¹¹ Trompeter (2003),¹² Leuner/ Hattenbach (2015)¹³, Friedrich (2015)¹⁴, Schüler (2018)¹⁵ oder Schäfer (2020)¹⁶ das wirtschaftliche Spannungsfeld.

Der Erlös aus einer Liquidation wird unmittelbar den Gläubigern zufließen, regelmäßig deren Ansprüche aber nicht befriedigen können. Laufende Erlöse fließen hingegen zunächst den Eigentümern zu. Erwirtschaftet das Unternehmen zukünftig Gewinne, so wird im Vorfeld bereits zur Befriedigung der Gläubiger Kapitaldienst geleistet.

Weil die Entscheidung zum Umgang mit der insolventen Unternehmung der Schadensminimierung dient, wird sie sich unmittelbar auf den Wert der Unternehmung auswirken. Die Entscheidungsfindungsprozesse weisen Analogien zu einer wertorientierten Unternehmensführung auf. Die wertorientierte Unternehmensführung wiederum setzt eine korrekte Bewertung von Unternehmen bzw. eine korrekte Bewertung der Folgen einer Managemententscheidung voraus.

Die gängigen Unternehmensbewertungsverfahren basieren auf neoklassischen Kapitalmarkttheorien. Die Axiome der neoklassischen Kapitalmarkttheorie werden während Extremphasen in Unternehmen nicht mehr unterstellt werden können, speziell gilt dies für das rationale Verhalten oder die vollkommene Information der Entscheider.

⁸ Vgl. KÖHLER-MA, C./ GEISER, G./ STARK, J. (2017), S. 11.

⁹ Vgl. LAMBRECHT, M. (2010), S. 22 ff.

¹⁰ Vgl. Interview SCHMITTMANN, Anhang, ZN 142 ff.

¹¹ Vgl. GROß, P. (1988), S. 26.

¹² Vgl. TROMPETER, F. (2003), S. 1 ff.

¹³ Vgl. LEUNER, R./ HATTENBACH, J. (2015), S. 1303.

¹⁴ Vgl. FRIEDRICH, T. (2015), S. 4.

¹⁵ Vgl. SCHÜLER, A. (2018), S. 1208.

¹⁶ Vgl. SCHÄFER, B. (2020), S. 192.

Für Juristen stellt die Krise einer Unternehmung oder die Insolvenz eine Situation dar, der mit strengen formalen Vorgaben in wohldefinierten Prozessen begegnet wird.¹⁷ Für Betriebswirte hingegen sollte die Frage nach dem Umgang mit einem Unternehmen in der Krise eine unternehmerische Entscheidung sein, die nach Abwägung von Chance und Risiko getroffen wird.¹⁸

Die Entscheidungshoheit verlagert sich während einer Unternehmenskrise zunehmend von den Eigentümern zu den Gläubigern. Gläubiger sollen in Rahmen von Gläubigerversammlungen eine betriebswirtschaftlich geprägte und nicht eine juristisch begrenzte Entscheidung über die Sanierungsfähigkeit der Unternehmung treffen. Dem Gläubigerausschuss in der Eigenverwaltung kommt dabei nach Hammes (2019) eine besondere Verantwortung zu.¹⁹

Weil speziell in der Krise bzw. bei Insolvenzgefahr der Satz von Eugen Schmalenbach gilt, dass der Kaufmann für das Gewesene nichts gibt,²⁰ benötigt die Unternehmensführung analog zu der Gruppe der Gläubiger Informationen zum Wert und zur Wertentwicklung der Unternehmung. Ohne die Fähigkeit, eine Sanierungsentscheidung valide begründen zu können, wird der Versuch einer Sanierung scheitern.

1.2 Stand der Forschung

Auch, wenn sich das IDW im IDW S1²¹ nicht explizit mit dem Insolvenzrisiko befasst, so verlangt der Standard, dass sämtliche Zukunftserwartungen realistisch berücksichtigt werden müssen.²²

Wruck (1990)²³ und Kose (1993)²⁴ haben die Notwendigkeit belegt, Unternehmen in der Krise zu bewerten. Die Krise wurde von Kruschwitz/ Lodowicks/ Löffler (2005), Metz

¹⁷ Vgl. DAMLACHI, H./ HOHBERGER, S. (2019), S. 610.

¹⁸ Vgl. KNIGHT, F. H. (1921), S. 22 ff.

¹⁹ Vgl. HAMMES, D. (2019), S. 1 ff.

²⁰ Vgl. SCHMALENBACH, E. (1918), S. 11.

²¹ Vgl. IDW S1 (2008), die aktuelle Fassung ist vom 04.07.2016.

²² Vgl. FRANKEN, L./ GLEIBNER, W./ SCHULTE, P. (2020), S. 84.

²³ Vgl. WRUCK, K. (1990), S. 419 ff.

²⁴ Vgl. KOSE, J. (1993), S. 60 ff.

(2007), Gleißner (2011), Saha/ Malkiel (2012) oder Jennergren (2014)²⁵ als Insolvenzrisiko mit einem Abschlag gegenüber dem krisenfreien Unternehmen oder als Risikozuschlag berücksichtigt. Fröhlich/ Eckhardt (2015) modifizierten das DCF-Verfahren in eine Variante, die unterschiedlichen zukünftigen Umweltzuständen jeweils einen eigenen Unternehmenswert zuordnet. Drukarczyk/ Schüler (2009)²⁶ zeigten, wie APV-, Equity und WACC-Ansatz neu zu formulieren sind, um situationsabhängig auf das Gläubigerverhalten reagieren zu können und konkretisierten dies 2015.²⁷

Casey (2004)²⁸ behauptet, dass es kein DCF-Verfahren ermöglicht, einen ökonomisch validen Unternehmenswert für ein Unternehmen in der Krise zu bestimmen.²⁹

Drukarczyk/ Schöntag (2009)³⁰ empfehlen eine optionsbasierte Bewertung, wenn die Sanierung scheitert. Drukarczyk/ Schüler (2009)³¹ und (2015)³² empfehlen Binomialbäume nach Cox/ Ross/ Rubinstein³³ allgemein als intuitiv nachvollziehbare und anschauliche Art unterschiedliche zukünftige Zustände bei Unsicherheit abzubilden und speziell zur Darstellung der Bewertung von Ausfallrisiken.

Spremann (2005)³⁴ bzw. (2011)³⁵ empfiehlt für die Bewertung von Unternehmen in der Krise den Rückgriff auf digitale Optionen, die als binäre Option parallel zum Binomialansatz nur zwei Ausprägungen kennt, deren Wertentwicklung pfadabhängig ist.

²⁵ Vgl. JENNERGREN, P. (2014), S. 121 ff.

²⁶ Vgl. DRUKARCZYK, J./ SCHÜLER, A. (2009), S. 332 f.

²⁷ Vgl. DRUKARCZYK, J./ SCHÜLER, A. (2015), S. 329 ff.

²⁸ Vgl. CASEY, C. (2004), S. 27.

²⁹ Vgl. FRÖHLICH, A./ ECKHARDT, J. (2015), S. 936.

³⁰ Vgl. DRUKARCZYK, J./ SCHÖNTAG, S. (2009), S. 649 ff.

³¹ Vgl. DRUKARCZYK, J./ SCHÜLER, A. (2009), S. 41; S. 404.

³² Vgl. DRUKARCZYK, J./ SCHÜLER, A. (2015), S. 44; 377 ff.

³³ Vgl. COX, J./ ROSS, S./ RUBINSTEIN, M. (1979), S 229 ff.

³⁴ Vgl. SPREMANN, K. (2006), S. 165 ff.

³⁵ Vgl. SPREMANN, K. (2011), S. 87 ff.

Kuhner/ Maltry (2006)³⁶ erweitern zur Berücksichtigung von Störungen des vorgegebenen Entwicklungstrends der Unternehmung klassische DCF-Ansätze um einen Realoptionsbasierten Ansatz. Kuhner/ Maltry (2017)³⁷ stellen in der Folge konkret auf einen Konkursfall³⁸ ab.

Knabe (2012)³⁹ und Friedrich (2015)⁴⁰ lösen sich bei der Bewertung von der allgemeinen Krise⁴¹ und untersuchen die Wirkung des Insolvenzrisikos auf die Unternehmensbewertung.⁴²

Drukarczyk/ Schüler (2009),⁴³ Spremann (2011)⁴⁴ und Friedrich (2015)⁴⁵ lösen Probleme der Risikoverteilung, indem sie Zahlungsströme als risikolose, bzw. als risikobehaftete Größen interpretieren und so einzelne Pfade im Binomialansatz entwickeln.

Das Forschungsfeld zusammenfassend, prüft Friedrich (2015) die bisher existierenden Ansätze zur Bewertung insolvenzgefährdeter Unternehmen, verwirft sie und bietet im Ergebnis ein Modell zur Ermittlung eines Fortführungswertes an.⁴⁶

Die im Modellrahmen angebotene Lösung von Friedrich verliert an Validität bei der Überführung in die Realität.⁴⁷

Der Wert einer Unternehmung ist jedoch als entscheidungsunterstützende Information in verschiedenen Phasen für verschiedene Akteure vor und während der Sanierung wichtig.

³⁶ Vgl. KUHNER, C./MALTRY, H. (2006), S. 275 f.

³⁷ Vgl. KUHNER, C./MALTRY, H. (2017), S. 322.

³⁸ Der Begriff Konkurs ist veraltet, richtig ist Insolvenz.

³⁹ Vgl. KNABE, M. (2012), S. 1 ff.

⁴⁰ Vgl. FRIEDRICH, T. (2015), S. 1ff.

⁴¹ KNABE (2012) leitet den Einfluss auf den Unternehmenswert aus dem Insolvenzrisiko ab, FRIEDRICH (2015) zeigte rechnerische Fehler in Knabes Modell auf, so dass im Weiteren das Modell von Friedrich beachtet wird.

⁴² KNABE promovierte 2012 zum Thema: „Die Berücksichtigung von Insolvenzrisiken in der Unternehmensbewertung“ und FRIEDRICH 2015 zum Thema: „Unternehmensbewertung bei Insolvenzrisiko“

⁴³ Vgl. DRUKARCZYK, J./SCHÜLER, A. (2009), S. 398.

⁴⁴ Vgl. SPREMMANN, K. (2010), S. 86 ff.

⁴⁵ Vgl. FRIEDRICH, T. (2015), S. 167 f.

⁴⁶ Vgl. FRIEDRICH, T. (2015), S. 227.

⁴⁷ Vgl. Kapitel 4.5.3

Während sich der Jurist einen Unternehmenswert typischerweise heranzieht, um sich in einem formal vorgegebenen rechtlichen Verfahrensrahmen sicher, also faktenbasiert, zu bewegen, sieht der Kaufmann gerade im unorthodoxen Vorgehen die Möglichkeit, allgemein die Flexibilität und speziell die Sanierungsmaßnahmen im Management über den Unternehmenswert, bzw. über dessen Veränderungen zu evaluieren und so eine Unternehmenskrise zu überwinden.

Weil die Sanierungsentscheidung kollaborativ zu treffen ist, haben Schmidt (1980)⁴⁸, Pilgram (1999)⁴⁹ oder Brealey/ Myers (2020)⁵⁰ das Insolvenzrecht als Prinzipal-Agenten-Problem interpretiert. Die Effizienz des Insolvenzrechts untersuchte Eidenmüller (1999)⁵¹ aus einer wohlfahrtsökonomischen Perspektive und identifizierte u.a. als Problem unflexible Prozesse.

Unflexibilität zu überwinden, sogar weitergehend besonders flexibel auf die sich schnell ändernden Umwelteinflüsse im Rahmen einer Krise zu reagieren, ist eine zentrale Aufgabe für die Unternehmensführung. Die Unternehmensführung reagiert mit der Konstruktion von *worst*, *normal* und *best cases*. Das Verfahren dient der Bündelung möglicher Szenarien und der Antizipation damit verbundener Konsequenzen für das Unternehmen.⁵² Diese Szenarien leiten sich in aller Regel aus unterschiedlichen Umweltkonstellationen ab und ermöglichen es dem Management, flexibel zu reagieren. Ihr Hintergrund ist ein einfaches Reiz-Reaktionsschema (S-R-Paradigma), ohne den vermittelnden Einfluss flexibler Managemententscheidungen (S-O-R-Paradigma). Die Wertveränderung des Unternehmens als Konsequenz der Managementhandlung ermöglicht eine kriterienbasierte Entscheidung.⁵³

Bleiben die Handlungsdispositionen des Managements aus, offenbart die Unternehmensführung einen eher fatalistischen Charakter. Das Ausblenden flexibler Reaktionen auf sich verändernde Umweltzustände mündet in einer eindimensionalen Datengrundlage, entlang einem Zeitstrahl mit einmal festgelegten Werten. Diese Eindimensionalität der

⁴⁸ Vgl. SCHMIDT, R. (1980), S. 1 ff.

⁴⁹ Vgl. PILGRAM, T. (1999), S. 1 ff.

⁵⁰ Vgl. BREALEY, R./ MYERS, S./ FRANKLIN, A. (2020), S. 1 ff.

⁵¹ Vgl. EIDENMÜLLER, H. (1999), S. 32 f.

⁵² Vgl. HOFFMANN, H. (2015), S. 35 f.; S. 143.

⁵³ Vgl. LEWIN, K. (1935), S. 1 ff.

klassischen Bewertungsverfahren führt zum Kriterium einer statischen absoluten Vorteilhaftigkeit bei dem Eigentümer und der Beurteilung nach einer statischen relativen Vorteilhaftigkeit bei den weiteren Akteuren.⁵⁴

An diesem Ansatz knüpften Keeley/ Punjabi/ Turki (1996) an und definierten Anforderungskriterien an Bewertungssysteme, die zum einen das Risiko und zum anderen den komplexen Charakter einer Unternehmenssituation erfassen müssen.⁵⁵

Ein alternativer Bewertungsansatz für Investitionsentscheidungen bei Unsicherheit ist der Realloptionsansatz. Er bezieht die Entscheidungsflexibilität des Managements ein und folgt insoweit dem S-O-R-Paradigma. In der wissenschaftlichen Diskussion wird dieser Ansatz diskutiert von Myers (1977),⁵⁶ Meise (1998),⁵⁷ Amram/ Kulatilaka (1999),⁵⁸ Koch (1999),⁵⁹ Hommel (1999),⁶⁰ Schäfer/ Pfnür (2000),⁶¹ Tomaszewski (2000),⁶² Hahn/ Hungenberg (2001),⁶³ Copeland/ Antikarov (2002),⁶⁴ Glose (2013)⁶⁵ und Mondello (2017).⁶⁶

Trigeorgis 1993,⁶⁷ Copeland/ Antikarov (2001),⁶⁸ McDonald (2013)⁶⁹ und Crasselt/ Tomaszewski (2018)⁷⁰ untersuchten die Vorzüge des Realloptionsansatzes gegenüber den etablierten Bewertungsverfahren, die alle auf extern bestimmten Werteeinflüssen beruhen.

⁵⁴ Vgl. NOOSTEN, D. (2018), S. 7.

⁵⁵ Vgl. KEELEY, R./ PUNJABI, S./ TURKI, L. (1996), S. 115 ff.

⁵⁶ Vgl. MYERS, S. (1984), S. 575 ff.

⁵⁷ Vgl. MEISE, F. (1998), S. 1 ff.

⁵⁸ Vgl. AMRAM, M./ KULATILKA, N. (1999), S. 1 ff.

⁵⁹ Vgl. KOCH, C. (1999), S. 1 ff.

⁶⁰ Vgl. HOMMEL, U. (1999), S. 22 ff.

⁶¹ Vgl. SCHÄFER, C./ PFNÜR, A. (2000), S. 543 ff.

⁶² Vgl. TOMASZEWSKI, C. (2000), S. 1 ff.

⁶³ Vgl. HAHN, D./ HUNGENBERG, H. (2001), S. 1 ff.

⁶⁴ Vgl. COPELAND, T./ ANTIKAROV, V. (2002), S. 1 ff.

⁶⁵ Vgl. GLOSE, M. (2013), S. 97 ff.

⁶⁶ Vgl. MONDELLO, E. (2017), S. 1 ff.

⁶⁷ Vgl. TRIGEORGIS, L. (1993), S. 208 ff.

⁶⁸ Vgl. COPELAND, T./ ANTIKAROV, V. (2001), S. 1 ff.

⁶⁹ Vgl. McDONALD, R. (2013), S. 1 ff.

⁷⁰ Vgl. CRASSETT, N./ TOMASZEWSKI, C. (2018), S. 82 und CRASSETT, N./ TOMASZEWSKI, C. (1999), S. 12 ff.

Fischer/ Hahnenstein/ Heitzer (1999),⁷¹ Nippel (1994),⁷² Ballwieser (2002)⁷³ und Dangel/ Kopel (2003)⁷⁴ argumentieren in ihren Forschungen gegen den Rückgriff auf die Realoptionsmethode. Die Argumentation ist insoweit konsequent, als dass im neoklassischen Rahmen der Realoptionsansatz zu keinen anderen Bewertungen der Zahlungsströme führt. In dieser Modellumgebung, die auf einem Reiz-Reaktionsschema beruht, bei dem die Handlungen der Akteure vordefiniert sind, stiftet der Realoptionsansatz bei der Bewertung einer Unternehmung keinen Mehrwert.

Der Modellrahmen automatisiert die Entscheidungen und macht sie für Außenstehende berechenbar. Entscheidungsträger im Management haben in diesem Modell weder Entscheidungsfreiheit noch Flexibilität. Ein positiver Beitrag durch die Unternehmensführung wird weder wahrgenommen noch berücksichtigt.

Hayes/ Garvin (1982),⁷⁵ Kester (1982),⁷⁶ Myers (1984),⁷⁷ Schäfer/ Schässburger (2001),⁷⁸ Damisch (2002),⁷⁹ Trigeorgis, L. (2009),⁸⁰ Ross/ Westerfield/ Bradford (2009)⁸¹ und Mondello (2015)⁸² sehen Vorteile in der Berücksichtigung von Handlungsflexibilität gegenüber jedem statischen Ansatz und der Beeinflussung von Werttreibern nach Rappaport (1999)⁸³ zur Unternehmenswertsteigerung.

Luehrman (1998a),⁸⁴ (1998b)⁸⁵ beweist die Möglichkeit, den Realoptionsansatz auch dann sinnvoll zu nutzen, wenn die verfügbaren Informationen unvollständig sind. Der

⁷¹ Vgl. FISCHER, T./ HAHNENSTEIN, L./ HEITZER, B. (1999), S. 1208.

⁷² Vgl. NIPPEL, P. (1994), S. 149 f.

⁷³ Vgl. BALLWIESER, W. (2002), S. 188 f.

⁷⁴ Vgl. DANGEL, T./ KOPEL, M. (2003), S. 51 f.

⁷⁵ Vgl. HAYES, R./ GARVIN, D. (1982), S. 71 ff.

⁷⁶ Vgl. HARVARD BUSINESS, C. W. (1984), S. 153 ff.

⁷⁷ Vgl. MYERS, S. (1984), S. 575 ff.

⁷⁸ Vgl. SCHÄFER, H./ SCHÄSSBURGER, B. (2001), S. 85 ff.

⁷⁹ Vgl. DAMISCH, P. (2002), S. 1 ff.

⁸⁰ Vgl. TRIGEORGIS, L. (2009), S. 2 ff.

⁸¹ Vgl. ROSS, S./ WESTERFIELD, R./ BRADFORD, D. (2009), S. 1 ff.

⁸² Vgl. MONDELLO, E. (2017), S. 573 ff.

⁸³ Vgl. RAPPAPORT, A. (1999), S. 39.

⁸⁴ Vgl. LUEHRMAN, T. (1998a), S. 51 ff.

⁸⁵ Vgl. LUEHRMAN, T. (1998b), S. 89 ff.

theoretisch unvollkommene Einsatz des Realloptionsansatzes stiftet bereits Nutzen, weil der klassische Wert um einen Wert der Handlungsflexibilität des Managements erweitert wird.

Die grafische Darstellung von Handlungsflexibilität führt nach Möller (2008)⁸⁶ zu einer weiteren Reduzierung der Komplexität, ermöglicht aber zugleich eine praktische Umsetzung. Götze (2008) betont jedoch, dass, wenn die zusätzlich erzeugten Daten nicht valide seien, wird es auch der Unternehmenswert nicht sein.⁸⁷

Der konkrete Einsatz des Realloptionsansatzes wurde in der Literatur vielfach aufgegriffen und für verschiedene Szenarien analysiert, jedoch nicht als begleitendes Instrument in einem wertorientierten Management während einer Sanierung.

Entspringt der Erkenntnisgewinn der Unternehmensbewertung jedoch nicht dem ermittelten Unternehmenswert selbst, sondern der Wertveränderung der Unternehmung durch eine bestimmte Handlung und damit der Kenntnis über den Wert der Handlung selbst, dann kann das Wissen um die Wertveränderung einer Unternehmung in einer Sanierung zu einem wichtigen Instrument werden.

1.3 Forschungsfragen und Zielsetzung der Arbeit

Diese Arbeit setzt sich mit der Problemstellung auseinander, wie die Unternehmensbewertung einen Beitrag für den Erhalt von Unternehmen in einer Krise leisten kann, indem Kriterien für eine kriterienbasierte Beurteilung gestiftet werden. Dabei steht im Mittelpunkt, die Sanierung als Prozess zu begleiten und Sanierungsentscheidungen im Sinne eines wertorientierten Managements zu objektivieren.

Dabei ergeben sich folgende Thesen:

- These 1 Der Realloptionsansatz ist innerhalb der etablierten Unternehmensbewertungsmethoden angemessen für die Bewertung eines Unternehmens in der Krise.
- These 2 Der Einsatz des Realloptionsansatzes wirkt sich positiv aus, indem er die Sanierungschance des Unternehmens verbessert.

⁸⁶ Vgl. MÖLLER, N. (2008), S. 83.

⁸⁷ Vgl. GÖTZE, U. (2014), S. 433.

These 3 Die Erkenntnisse aus dem Realloptionsansatz sind in der Lage, eine nachhaltige Verhaltensdisposition bei den relevanten Akteuren auszulösen.

Diese Untersuchung zielt nicht darauf ab, eine klassische Bewertungsmethode oder eine Variante von Realoptionen weiterzuentwickeln, sondern vielmehr ihre theoretischen Potenziale in Bezug auf ihre praktische Eignung im Sanierungsmanagement zu untersuchen. Das Ziel besteht darin, die Leistungsfähigkeit der einzelnen Methoden in dem sich verändernden rechtlichen Umfeld der Sanierungsmöglichkeiten zu untersuchen.

1.4 Aufbau der Arbeit

Gegliedert ist die Arbeit in sieben Kapitel und orientiert sich im Design an Neschle.⁸⁸ Kapitel 1 beschreibt als Einleitung die wissenschaftstheoretische Einordnung und den Bezug zur Lebenswirklichkeit. Die Wissenschaft vermag einen Beitrag zur Problemlösung zu geben und so dazu beitragen, einen gesamtgesellschaftlichen Schaden zu reduzieren.

Das zweite Kapitel stiftet mit der Untersuchung der Unternehmenskrise als Ausgangspunkt das Fundament zur weiteren Untersuchung. Neben der Beschreibung des betriebswirtschaftlichen Krisenbegriffes, dessen Wirkungen, werden idealtypische Krisenverläufe eingeführt. Das Kapitel endet mit der Vorstellung außergerichtlicher Sanierungsansätze.

Das dritte Kapitel dient der Beschreibung des wertbestimmenden Ordnungsrahmens, bestehend aus dem Insolvenzrecht, dem IDW S6 und einer ökonomischen Analyse des Rechts.

Die Unternehmensbewertung als Instrument in der Entscheidungsfindung zu einer Sanierung wird im vierten Kapitel behandelt. Nach einer Einführung zu Unternehmensbewertungsverfahren im Allgemeinen werden deren Parameter vorgestellt. Im Speziellen werden DCF-Verfahren als Standardverfahren eingeführt. Das Kapitel leitet in das folgende Kapitel mit einer Beschreibung der Entwicklung der Unternehmensbewertungsgrundsätze ein.

⁸⁸ Vgl. NESCHLE, L. (2008), S. 1 ff.

Der Einführung des Realloptionsansatzes widmet sich Kapitel 5. Vorüberlegungen zu investitionstheoretischen Entscheidungen im Sanierungsmanagement folgt die Darstellung des Wertbeitrages der Flexibilität. Die Erweiterung des Kapitalwertmodells um die Flexibilität ist die Vorüberlegung zum Einsatz von Realoptionen in der Bewertung. Das Kapitel schließt mit der Darstellung von Bewertungstechniken und führt in das folgende Kapitel mit der Darstellung des Realloptionsansatzes in einem Bewertungsprozess.

Die Erkenntnisse werden in Kapitel 6 in einen realoptionsbasierten Sanierungsprozess überführt. Der Wertbeitrag wird in Teilschritten dargestellt und in einen Prozess zur Sanierung eingebettet.

Die Arbeit schließt mit einem Fazit, in dem die zentralen Ergebnisse der Untersuchungen vorgestellt werden. Die Auswirkungen auf Wissenschaft und Praxis werden dargestellt. Das Fazit weist abschließend die innerhalb der Untersuchung aufgeworfenen Fragestellungen auf, aus denen sich Ansätze zur weiteren Forschung ergeben können.

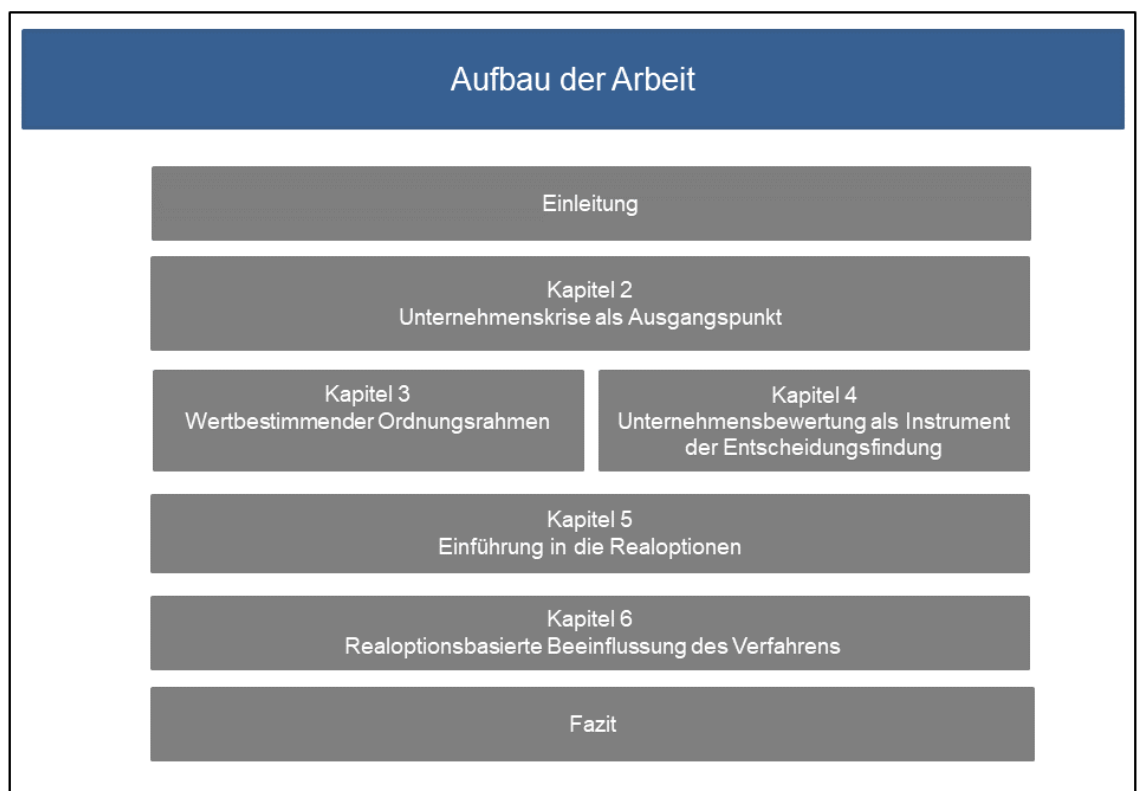


Abbildung 1: Aufbau der Arbeit

2 Unternehmenskrise als Ausgangspunkt

2.1 Krise als betriebswirtschaftliches Phänomen in Unternehmen

Zum besseren Verständnis werden zunächst Krisen in Unternehmen, Sanierung als Instrument zur Krisenbewältigung und der betriebswirtschaftliche Kontext erläutert. Begrifflichkeiten, Prozesse und Inhalte des Krisenmanagements werden vorgestellt. Darüber hinaus werden innerhalb des jungen und dennoch umfangreichen Forschungsfeldes wesentliche Abgrenzungen vorgenommen, um ein grundlegendes Verständnis für den Aufbau der Arbeit zu stiften.

In der wissenschaftlichen Diskussion finden sich eine Vielzahl von Definitionen für die Krise, welche sich in zwei Kategorien einteilen lassen:

1. eine Krise wird regelmäßig aus einer juristischen Perspektive betrachtet, aber
2. zunehmend auch aus einer betriebswirtschaftlichen Perspektive.⁸⁹

Verschiedene Definitionen sind hier kein Zeichen für eine unreife wissenschaftliche Diskussion, sondern spiegeln die vielen denkbaren Sichtweisen wider.⁹⁰ Gegenstand dieser Arbeit ist auch die Verknüpfung juristischer, betriebswirtschaftlicher und verhaltenswissenschaftlicher Elemente.

Die offensichtlichste Beschreibung der Unternehmenskrise ist die Insolvenz. Die Insolvenz beruht aus Sicht der Rechtswissenschaft auf einer Überschuldung oder einem Mangel an Zahlungsmitteln, ist in der Regel nach außen erkennbar und beinhaltet das voraussichtliche dauernde Unvermögen eines Schuldners, seine fälligen Verbindlichkeiten noch im Wesentlichen zu bedienen.⁹¹

Ein Mangel an Zahlungsmitteln vermag allein noch keine Krise zu begründen, da das Unternehmen in der Krise z. B. Fremdkapital aufnehmen könnte oder Eigentümer einen Zuschuss leisten könnten. In der Praxis könnte die Hausbank des Unternehmens auf Zuruf eine Kreditlinie ausdehnen.

⁸⁹ Vgl. MOHAUPT, J. (2017), S. 84.

⁹⁰ Vgl. DUBISLAV, W. (1931), S. 2.

⁹¹ Vgl. DRUKARCZYK, J. (1987), S. 32.

Zahlungsmittelmangel wird somit zu einem Symptom einer Krise, dessen Ursache die Rechtswissenschaft nicht untersucht.

Die Betriebswirtschaftslehre sieht im Gegensatz zu den Rechtswissenschaften in der Insolvenz den Entzug von Vertrauen unter Kaufleuten, denn solange die Akteure dem Krisenunternehmen noch vertrauen, wird keine Insolvenz ausgelöst werden.⁹²

Zur Überwindung der Krise ist der Vertrauensverlust in die Unternehmung zu untersuchen. Es finden sich zwei Pole, in deren Spannungsfeld die Ursache zu finden ist:

1. Vertrauen in die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit des Unternehmens,
2. Vertrauen in die moralische Integrität der Unternehmensführung.

Gibt es kein Vertrauen mehr in die moralische Integrität der Unternehmensführung, scheiden weitergehende Sanierungsansätze aus, weil Schutzschirmverfahren, Moratorien oder Sanierungsdarlehen auf Vertrauen basieren.

Die Frage nach dem Vertrauen gegenüber der Unternehmensführung dominiert die Frage nach dem Vertrauen in die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit. Hat sich die Unternehmensführung strafbar gemacht, zieht dies die Insolvenz der Unternehmen regelmäßig nach sich.

Die verhaltenswissenschaftliche Perspektive stellt dann den Rückzugsprozess von dem gewöhnlichen, vertrauensvollen wirtschaftlichen Umgang miteinander in den eher fremdbestimmten und strengen ordnungspolitischen Rahmen des Insolvenzverfahrens in den Mittelpunkt der Forschung.⁹³

2.2 Der betriebswirtschaftliche Krisenbegriff

Der Begriff „Krise“ stammt von dem griechischen Wort „krisis“ ab, welches unter anderem mit „Wendepunkt“, „Höhepunkt einer gefährlichen Entwicklung“ oder „Entscheidung“ übersetzt werden kann. Dieser Begriff ist durch eine hohe Bedeutungsvielfalt geprägt und wird tagtäglich in nahezu allen Bereichen des Lebens genutzt, sei es beispielsweise in der Politik, der Medizin oder den Wirtschaftswissenschaften. Mit dem beginnenden 18. Jahrhundert wurde der Begriff zunächst nur für gesellschaftliche und erst später

⁹² Vgl. BIGUS, J. (1999), S. 3.

⁹³ Vgl. BLATZ, M./ HAGHANI, S. (2018), S. 270.

für ökonomische Zustandsbeschreibungen benutzt.⁹⁴ Ein betont ökonomischer Krisenbegriff etablierte sich endgültig im 19. Jahrhundert mit der Weiterentwicklung der Volkswirtschaftslehre und der Nationalökonomie.⁹⁵

Im klassischen griechischen Drama gilt der plötzliche Umschlag, der unerwartete Umschwung vom Glück in das Unglück als entscheidender Wendepunkt. Hier wird Krisis mit der Peripetie gleichgesetzt. Die Krise im Sinne der ursprünglichen griechischen Bedeutung beschreibt eine Krise als noch veränderbar.⁹⁶

Krisen gibt es seit jeher und jedes Unternehmen durchläuft in seinem Lebenszyklus immer wieder solcher Phasen. Diskontinuitäten sind in Unternehmen fast tagtäglich zu beobachten, doch ein Abweichen von den Unternehmenszielen oder dem Normverhalten begründet nicht zwangsläufig eine Krise.⁹⁷ Erst wenn der Zustand des Unternehmens nicht mehr durch Standardprozesse änderbar ist und Handlungsdruck besteht, liegt eine Ausnahmesituation in Form einer Krise vor.⁹⁸ Ist das negative Ergebnis jedoch unabwendbar, so gibt es auch keine Krise mehr.⁹⁹

Das Verständnis einer Unternehmenskrise wird durch das jeweilige Zeitgeschehen und die politische Perspektive interpretiert.¹⁰⁰ Eine umfassende und regelmäßig bemühte Konkretisierung des Krisenbegriffs für Unternehmenskrisen von Krystek beschreibt Krisen „als ungeplante und ungewollte Prozesse von begrenzter Dauer und Beeinflussbarkeit mit ambivalentem Ausgang.“¹⁰¹

Eine Unternehmenskrise ist in der Lage, den Fortbestand der gesamten Unternehmung substantiell und nachhaltig zu gefährden oder sogar unmöglich zu machen. Daraus ergeben sich drei Merkmale, die bei gemeinsamem Vorhandensein eine Unternehmenskrise definieren und sie von Diskontinuitäten abgrenzen:

⁹⁴ Vgl. KRISTEK, U. (1987), S. 3.

⁹⁵ Vgl. SCHMIDT-GOTHAN, H. (2007), S. 7.

⁹⁶ Vgl. BRINKMANN, U./NACHTWEY, O./HUNGERLAND, B./POLLAK, R. (2016), S. 182.

⁹⁷ Vgl. MÜLLER, R. (1986), S. 19.

⁹⁸ Vgl. KRISTEK, U. (1987), S. 6.

⁹⁹ Vgl. KÖHLER, T. (2006), S. 21.

¹⁰⁰ Vgl. KERKHOF VAN DE, S. (2006), S. 9.

¹⁰¹ KRISTEK, U. (1987), S. 6.

1. die Bedrohung dominanter Unternehmensziele,
2. die Existenzgefährdung und
3. die Prozessualität mit ambivalenter Entwicklung.¹⁰²

In dieser Arbeit ist die Definition einer Unternehmung weit zu fassen und schließt jede mikroökonomische Einheit ein, sobald sie rechtlich selbständig wirtschaftet und keine öffentlich-rechtliche Anstalt ist.¹⁰³

2.2.1 Bedrohung dominanter Unternehmensziele

Dominierende Unternehmensziele zu bestimmen, ist nicht allgemeingültig möglich, da jedes Unternehmen individuelle Ziele verfolgt. Regelmäßig sind Unternehmensziele nicht näher konkretisiert, da es an realistischen und nachprüfbaren Zeitplänen mangelt oder die Erfordernisse zur Realisierung nicht bestimmt sind. Ersatzweise treten Vorgaben für die operativen Ziele an die Stelle allgemeiner Unternehmensziele.¹⁰⁴

Ein allgemein passender Zielrahmen kann aus der Anlehnung an das magische Dreieck der Unternehmensführung abgeleitet werden. Die Bedrohung dieser Unternehmensziele ist ein beachtliches Merkmal der Unternehmenskrise. In der Unternehmensführung und der Finanzwirtschaft werden drei Ziele aufgeführt:

1. Liquidität,
2. Rentabilität und
3. Sicherheit/ Unabhängigkeit.

2.2.1.1 Liquidität

Das erste Ziel ist die Liquidität der Unternehmung. Die Liquidität entspricht in ihrer Bedeutung dem Blutkreislauf der Lebewesen. Wird im lebenden Organismus kein Blut mehr transportiert, so stirbt er. Der sonstige Gesundheitszustand ist für diese Folge bedeutungslos.¹⁰⁵ In der Unternehmung dient die Liquidität der Vermeidung von juristischen Insolvenztatbeständen, denn diese beziehen ebenfalls keine weiteren Aspekte ein.¹⁰⁶

¹⁰² Vgl. KRYSZEK, U. (1987), S. 6.

¹⁰³ Vgl. WITTE, E. (1981), S. 10.

¹⁰⁴ Vgl. GRUNOW, H./ FIGGENER, S. (2006), S. 106.

¹⁰⁵ Vgl. HÜTHMAIR, J. (2020), S. 65.

¹⁰⁶ Vgl. BINDER, C./ HÖGSDAL, N. (2016), S. 46.

Ist ein Unternehmen zahlungsunfähig oder überschuldet, so dass Zahlungsverpflichtungen nicht mehr eingehalten werden oder Verbindlichkeiten nicht mehr durch Eigenkapital gedeckt sind, liegt eine Existenzgefährdung des Unternehmens vor.¹⁰⁷ Überschuldet sein kann nur eine Kapitalgesellschaft, weil hier kein Haftungsdurchgriff möglich ist. Muss ein Insolvenzverfahren eingeleitet werden,¹⁰⁸ wird in diesem Verfahren über die Fortführung oder Zerschlagung des Unternehmens entschieden.

2.2.1.2 Rentabilität

Das zweite Ziel ist das Erwirtschaften einer dauerhaften Rendite. Die kontinuierliche Erreichung dieses Zieles ist wichtig, um Anforderungen von Kapitalgebern gerecht zu werden, so dass beispielsweise das Eigenkapital angemessen verzinst wird und somit die Finanzierungs- und Wettbewerbsfähigkeit gewährleistet werden. Die Höhe einer angemessenen Rendite für die Eigenkapitalgeber orientiert sich dabei an der branchenüblichen Rendite.¹⁰⁹

Die Literatur springt an dieser Stelle zu kurz, da das Ziel des Erwirtschaftens einer dauerhaften Rendite in zwei Szenarien anders interpretiert werden muss:

- a) im Fall eines Positivsummenspiels oder
- b) bei abweichendem Renditeverständnis.

In Szenario a ist die Lösung vom Ansatz des Nullsummenspiels notwendig. In einem Nullsummenspiel existiert eine fixe Menge an Vermögen, Arbeitsplätzen oder Einkommen, welche unter den Marktteilnehmern aufzuteilen ist. Das Recht beschäftigt sich hier mit den Verteilmechanismen unter den Marktteilnehmern und dem Schutz vermeintlich schwacher gegenüber vermeintlich starken Akteuren. Unterschlagen wird die Möglichkeit des Positivsummenspiels. Im Positivsummenspiel führt die Kooperation von Marktteilnehmern zu Mehrwert, zu einer Steigerung der Menge von Vermögen, Arbeitsplätzen oder Einkommen. Das Recht könnte den Prozess unterstützen, indem es Kooperationsmöglichkeiten innerhalb des Marktes vereinfacht.¹¹⁰

¹⁰⁷ Vgl. HOHBERGER, S./DAMLACHI, H. (2019a), S. 71.

¹⁰⁸ Vgl. INSO §17-19.

¹⁰⁹ Vgl. FRIEDMAN, M. (1970), o.S.

¹¹⁰ Vgl. NOHLEN, D./SCHULTZE, R.-O. (2005), S. 939 f.

Soziologisch gesehen könnte dann jeder freiwillige Akteur im Markt eine positive Rendite erwirtschaften, da Marktteilnehmer nicht gegeneinander oder voneinander, sondern miteinander gewinnen. Weit verbreitet ist dieser Ansatz im Supplychainmanagement oder in Joint Ventures.¹¹¹

Szenario b stellt die Interpretation der Rendite als Geldwert grundsätzlich in Frage. Rendite wird in der Literatur definiert als Verzinsung von Renditeobjekten. Renditeobjekte sind exemplarisch Unternehmen, Kapitalanlagen oder Immobilien. Die Verzinsung beschreibt das Wachstum des eingesetzten Kapitals.

Neben monetären Anreizen existieren nichtmonetäre Anreize, exemplarisch Prestige der Eigentümer einer Unternehmung oder altruistisches Handeln. Die Investition in einen Spielplatz für Kinder wird keine positive finanzielle Rendite erwirtschaften, aber eine positive „Rendite“ im Kindeswohl. An die Stelle der Maßeinheit der Geldeinheit rückt hier die Einheit Kindeswohl. Ähnliche Erklärungen lassen sich z. B. für die Pflege und Erhaltung von Immobilien unter Denkmalschutz herleiten.

Zusammenfassend ist das Ziel der Rentabilität stets vorhanden, jedoch muss die Rentabilität nicht zwangsläufig in Geldeinheiten gemessen werden können.¹¹²

2.2.1.3 Sicherheit/ Unabhängigkeit

Typisch für Unternehmer ist zuerst die Wahrnehmung von Chancen und die Risikoübernahme, wenn diese gut bezahlt wird. Danach folgt die Risikobeherrschung.

Das dritte Ziel aus dem Dreieck der Unternehmensführung ist die Herstellung einer weitgehenden Sicherheit. Sicherheit ist eine Voraussetzung, um dauerhaft angemessene Renditen erzielen zu können. Dabei beschreibt Sicherheit das Ergebnis aus dem Chance Risiko-Kalkül der Unternehmensführung. Operativ reduziert sich das Ziel der weitgehenden unternehmerischen Sicherheit hin zur Vermeidung existenzbedrohender Unsicherheiten. Die Fähigkeit, derlei Entscheidungen unabhängig treffen zu können, wird durch das Ziel der Unabhängigkeit beschrieben.¹¹³

¹¹¹ Vgl. SENNHEISER, A./ SCHNETZLER, M. (2008), S. 287 ff.

¹¹² Vgl. MAYR, A. (2017), S. 74.

¹¹³ Vgl. SCHUSTER, T./ USKOVA, M. (2015), S. 5.

Die Möglichkeit, Entscheidungen unabhängig zu treffen, hängt auch von der Finanzierungsstruktur des Unternehmens ab. Durch den Einsatz von Fremdkapital gewinnt die Unternehmensführung an finanzieller Flexibilität, insbesondere wenn Projekte nur durch Fremdkapital finanziert werden können. Gleichzeitig werden jedoch die Entscheidungsmöglichkeiten eingeschränkt, da Fremdkapitalgeber Einfluss auf die Entscheidungen nehmen können. Dieser Einfluss ist begrenzt, solange der Kapitaldienst funktioniert. Anstelle von weiteren Eigenkapitalgebern, die unmittelbar Einfluss auf die Unternehmensführung nehmen würden, kann Fremdkapital somit die Dispositionsfreiheit sichern.¹¹⁴

2.2.2 Bedrohung der Existenz der Unternehmung

Aus diesem Zieldreieck kann ein Zielkorridor gebildet werden, in dem das Unternehmensziel gefunden werden kann. Die Erreichung dieses Zielkorridors entspricht dem Grundgedanken des Shareholder Value nach Rappaport.¹¹⁵ In der Übertragung auf die strategische Unternehmensführung bildet der Shareholder Value Ansatz ein übergeordnetes Ziel in der Unternehmensführung. Eine Krise würde die Zielerreichung aus dem Shareholder Value Ansatz gefährden und auch ohne Beeinträchtigung eines operativen Zieles eine negative Wirkung entfalten.¹¹⁶

Operative Ziele würden erst mit der Wirkung auf Erfolgspotenziale messbar gefährdet. Beispiele für Erfolgspotenziale sind eine im Vergleich zur Konkurrenz erhöhte Kundenbindung, ein hoher Marktanteil oder eine überlegene Produktqualität. Bei Gefährdung dieser Potenziale erfolgt ein Verlust der maßgeblichen Wettbewerbsvorteile, womit die Basis des Erfolgs eines Unternehmens wegfällt.

In unterschiedlicher Geschwindigkeit würden Auswirkungen in der Finanzwirtschaft der Unternehmung erkennbar. Als Folge können Zahlungsunfähigkeit oder Überschuldung resultieren, sodass die Existenz des Unternehmens gefährdet wird. Unter diesen Aspekten kann als zentrales Merkmal von Unternehmenskrisen zudem die Existenzgefährdung bestätigt werden.¹¹⁷

¹¹⁴ Vgl. SCHUSTER, T./USKOVA, M. (2015), S. 5.

¹¹⁵ Vgl. RAPPAPORT, A. (1986), S. 11.

¹¹⁶ Vgl. GROSS, S. (2007), S. 101.

¹¹⁷ Vgl. KRYSTEK, U./LENTZ, M. (2014), S. 33.

2.2.3 Prozess mit ambivalentem Ausgang

Unternehmenskrisen sind Prozesse mit ambivalentem Ausgang. Obgleich der Krisenbegriff negativ konnotiert ist, birgt eine Krise neben einer Bedrohung auch eine Chance.¹¹⁸ Befindet sich ein Unternehmen in einer Krise, bedeutet dies nicht, dass zwangsweise die Zerschlagung erfolgt. Durch richtige Entscheidungen zum passenden Zeitpunkt kann aus der vermeintlichen Bedrohung Gutes hervorgehen. Dabei ist die Wahrscheinlichkeit, die Krise erfolgreich zu überwinden höher, je eher diese erkannt wird und je eher Anweisungen und Handlungen zu deren Überwindung erfolgen. Eine Krise ist zudem häufig ein schleichender Prozess und seltener eine Zeitpunkterscheinung, d.h. sie entwickelt sich meist über mehrere Jahre.¹¹⁹ Zunächst bleiben Ursachen und Symptome häufig unerkannt, sodass die Krise mehrere Stadien durchläuft, bevor sie schließlich wahrgenommen wird.¹²⁰

Die Krise hat in der Praxis entgegen der Literatur zur Krise auch eine subjektive Komponente. Erst durch die Erkenntnis wird die Krise gegenwärtig. Latente Krisen können Organisationen in der Entwicklung hemmen, ohne dass die Organisation selbst die Krise wahrnimmt.

Analog dazu vermag innerhalb einer Partnerschaft ein Teil eine Krise wahrzunehmen, während für den anderen Teil alles bestens scheint. Die Krise innerhalb einer Partnerschaft unterliegt einer subjektiven Bewertung der Beteiligten, die sich nur unzulänglich anhand Kriterien bestimmen lässt. Dem externen Akteur ist die Feststellung einer Krise in einem frühen Stadium nur selten möglich. Diese Möglichkeit nimmt jedoch mit dem Verlauf der Krise zu.

2.3 Die Ursachen für Unternehmenskrisen

Die Forschung hat sich im Bereich der Krisenursachen die Aufgabe gestellt, mittels Unternehmensanalyse die Ursachen einer Krise frühzeitig zu erkennen. Durch die Früherkennung soll die Entstehung der Krise vermieden werden. Aber auch nach Eintritt einer Krise ist es

¹¹⁸ Vgl. RÜSEN, T. A. (2017), S. 152.

¹¹⁹ Vgl. SANDHU, S. (2014), S. 95.

¹²⁰ Vgl. MOLDENHAUER, R. (2017), S. 109.

bedeutend, ihre Ursachen zu identifizieren, um das Unternehmen nachhaltig erhalten zu können.¹²¹

Es gibt zahlreiche Ursachen und Ursachenarten für Unternehmenskrisen. Sinnvoll ist es, die Krisensymptome von den Krisenursachen abzugrenzen, damit die ursachenadäquate Bewältigung der speziellen unternehmensbezogenen Krisenauslöser erfolgen und daran folgend der Turnaround-Prozess umgesetzt werden kann. Symptome können schon früh auf eine Krise hinweisen, müssen aber nicht Auslöser der Krise sein. Exemplarisch kann Bilanzkosmetik auf wirtschaftliche Probleme hindeuten und wird als Symptom einer Krise wahrgenommen, wird jedoch nicht die Ursache einer Krise sein. Symptome einer Krise bilden mit weiteren Erkenntnissen zusammen den Befund der Unternehmenskrise. Aus dem Zusammenwirken vieler Variablen in den Funktionen und Abläufen in einer Unternehmung folgt, dass das frühzeitige Erkennen einer Krise weitgehend unmöglich scheint. Möglich hingegen scheinen Indikatoren als Fingerzeig auf potenzielle Schwächen.¹²²

Die Beachtung einzelner Informationen als Entscheidungsgrundlage hängt von der Art der Kommunikation ebendieser ab.¹²³

Typische Symptome werden als Finanzkennzahlen erfasst. Speziell Erwartungswerte und Varianzen sind geeignet, um zukünftige Entwicklungen zu prognostizieren und somit Leitplanken für die gewünschte wirtschaftliche Entwicklung der Unternehmung darzustellen. Diese Verfahren sind in der Lage, Entwicklungstendenzen aufzuzeigen. Eine Überwachung der positiven oder negativen Tendenzen ist dabei gleichermaßen denkbar.¹²⁴

Je schneller die Führung der Unternehmung die Auslöser einer Krise bewusst wahrnimmt, desto eher kann sie Symptome und Anzeichen einer Krise auch als solche erkennen.¹²⁵

Im Verlauf der Krise können sich Symptome jedoch intensivieren und verändern, was beschleunigende negative Wirkungen für die Krise mit sich bringt. Sind die Symptome erkannt und in Erscheinung getreten, so wird im nächsten Schritt nach den Ursachen geforscht. Ge-

¹²¹ Vgl. BLUM, A. (2018), S. 169.

¹²² Vgl. APPELT, D. (2016), S. 12.

¹²³ Vgl. KAHNEMAN, D. (2011), S. 120.

¹²⁴ Vgl. FAATZ, A./HOLST, H-U. (2018), S. 37.

¹²⁵ Vgl. ASCHENBRÜCKER, A./HORVÁTH, P./MICHEL, U. (2014), S. 6.

folgt wird dem Unterschied zwischen Ursache und Symptom, bei der die Ursachen regelmäßig die Faktoren darstellen, welche tatsächlich zu der Auslösung der Krise führen und Symptome die Existenz einer Krise anzeigen.¹²⁶

Aus dem Zusammenspiel der Krisenursachen und der hohen Komplexität werden zudem drei zentrale Begriffe genannt:

1. Multikausalität,
2. Mehrstufigkeit,
3. Multilokalität.

Sie bezeichnen Eigenschaften der Krisenursachen. Multikausalität bedeutet, dass mehrere Ursachen zusammenwirken, ehe sie eine Krise auslösen. Im Verlauf der Krise können sich die Ursachen zu Wirkungen späterer Stufen wandeln, dies wird als Mehrstufigkeit bezeichnet.¹²⁷ Drittens stellt die Multilokalität auf den Entstehungsort ab. Dieser kann endogen oder exogen sein. Die beiden Bereiche können noch in den innerbetrieblichen, zwischen- und überbetrieblichen Bereich aufgespalten werden, wobei ersterer dem endogenen und letzterer dem exogenen Bereich zuzuordnen sind.¹²⁸

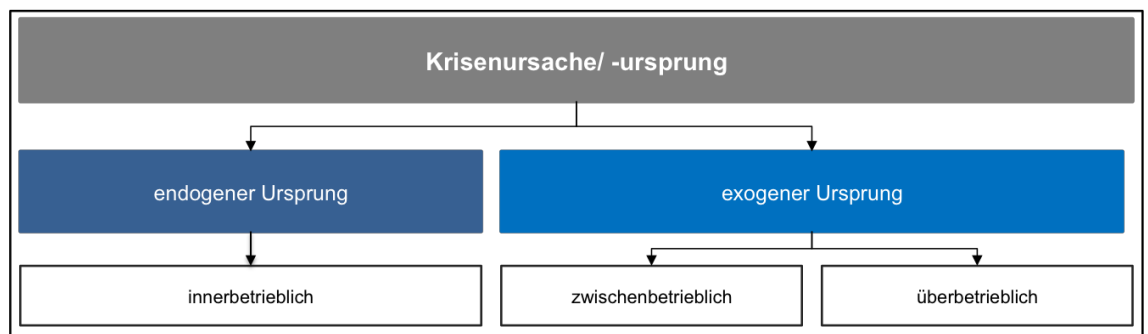


Abbildung 2: Krisenursachen/ -ursprung¹²⁹

Endogene Krisenursachen entwickeln sich aus dem Inneren der Unternehmung. Sie entfalten sich hauptsächlich aus Mängeln im Management oder unter Umständen aus unzureichendem Eigenkapital. Weitere Beispiele sind fehlerhafte Investitionsplanungen, die verfehlte Kapazitätsausweitung, frustriertes Personal oder ein überhöhter Beschäftigungsstand.¹³⁰

¹²⁶ Vgl. ZIRENER, J. (2005), S. 21.

¹²⁷ Vgl. HOLZHAUSER, L. (2015), S. 56.

¹²⁸ Vgl. FIEDERER, S./ TERNÉS, A. (2017), S. 15.

¹²⁹ Eigene Darstellung in Anlehnung an STAATZ, S. (2016), S. 94.

¹³⁰ Vgl. CRONE, A. (2017a), S. 11.

Ursachen und verstärkende Aspekte in der Auslösung der Krise sind vielfältig. Eine Klassifizierung suchte Euler Hermes, indem insolvente Unternehmen auf die jeweiligen Krisenursachen hin untersucht wurden. Zur Auswertung wurden 14 Kategorien gebildet¹³¹ und die Antworten entsprechend eingeteilt. Die Ergebnisse dieser Forschung werden in der folgenden Tabelle dargestellt.¹³²

Die wichtigsten Insolvenzursachen	
Fehlendes Controlling	79 %
Finanzierungslücken	76 %
Unzureichendes Debitorenmanagement	64 %
Autoritäre, rigide Führung	57 %
Ungenügende Transparenz und Kommunikation	44 %
Investitionsfehler	42 %
Falsche Produktionsplanung	41 %
Dominanz persönlicher und sachlicher Motivation	33 %
Ungenügende Marktanpassung	29 %
Egozentrik, fehlende Außenorientierung	28 %
Mangel an strategischer Reflexion	27 %
Personalprobleme	25 %
Unkontrollierte Investition und Expansion	21 %
Zu viel Wechsel	21 %

Tabelle 1: Die wichtigsten Insolvenzursachen¹³³

Euler Hermes setzt die Untersuchung der insolvenzauslösenden Aspekte fort und stellt als Misserfolgskriterien abnehmende Profitabilität, zu hohe Fixkosten und eine unsichere Zinsdeckung als Indikatoren in den Mittelpunkt.¹³⁴ Weil abnehmende Profitabilität sowohl Ursache als auch Symptom einer Krise sein kann, ist die Kategorisierung herausfordernd.

Exogene Krisenursachen lassen sich aus Änderungen des Marktes oder des Verhaltens der Wettbewerber ableiten. Überbetriebliche Ursachen können hierbei z. B. konjunkturelle Fehlentwicklungen sein. Ausgangspunkt ist dann die Makro-Ebene. Die makropolitische Ebene

¹³¹ Aktuellere Auswertungen legt CREDITREFORM regelmäßig vor, bestätigt die Erkenntnisse von EULER HERMES, bleibt insgesamt jedoch größer in der Aufschlüsselung der Ursachen.

¹³² Vgl. EULER HERMES, (2006), S. 7.

¹³³ Eigene Darstellung nach EULER HERMES, (2006), S. 20.

¹³⁴ Vgl. EULER HERMES, (2020), S. 4.

beschreibt in der Wirtschaftswissenschaft die Marktebene. Aus der Marktebene heraus können Ursachen für Unternehmenskrisen erwachsen. Exemplarisch vorgestellt werden können die Veränderungen des ordnungspolitischen Rahmens einer Wirtschaft durch den Staat, externe Einflussfaktoren, wie die Corona-Pandemie oder diesbezügliche Regelungen oder die Insolvenz verbundener Unternehmen.¹³⁵

Exogene Krisenursachen gelten als gegeben und können nur in beschränktem Maße oder überhaupt nicht beeinflusst werden.¹³⁶

Zwischenbetriebliche Ursachen umfassen beispielsweise einen Wandel in der Struktur des Geschäftszweiges, in dem das Unternehmen tätig ist, z. B. durch Digitalisierung. Auch Veränderungen der Kreditbedingungen oder der Wechselkurse zählen als Beispiele für exogene Ursachen.¹³⁷

Die folgende Tabelle führt eine Sammlung der Antworten von Insolvenzverwaltern nach einer Rangfolge von Ursachen an, die Insolvenzen oder Sanierungsprozesse auslösten.

¹³⁵ Vgl. AVERBECK, D. (2018), S. 56.

¹³⁶ Vgl. STAATZ, S. (2016), S. 10.

¹³⁷ Vgl. GRUNWALD, E./GRUNWALD, S. (2008), S. 10.

Auslöser von Insolvenzen oder Sanierungsprozessen	
Die Zahlungsmoral der Kunden ist teilweise extrem schlecht	82 %
Arbeits- und Sozialrecht werden oft zu bürokratisch angewendet	81 %
Arbeitsgerichte verhindern notwendige personelle Umstrukturierungen im Unternehmen	73 %
Basel II hat einen ungünstigen Einfluss auf die Finanzierungsmöglichkeiten der Unternehmen	60 %
Kunden, die erst anfangen, international zu arbeiten, unterschätzen die teilweise sehr viel ausgedehnteren Zahlungsziele im Ausland	57 %
Bei der Abwicklung von Projekten im Ausland kommt es zu unerwarteten Problemen	57 %
In Deutschland fehlt ein Kaitalmarkt für GmbHs, über den Wachstumsideen finanziert werden können	53 %
Ein insolventes Unternehmen gilt in Deutschland als anrühig; viele meiden den Kontakt	48 %
Folgeinsolvenzen bzw. Dominoinsolvenzen treffen gleich mehrere Unternehmen	37 %
In vielen Bereichen des Insolvenzrechts gibt es keine Rechtssicherheit	10 %

Tabelle 2: Bedeutung externer Faktoren für Insolvenz und Sanierung¹³⁸

Die Insolvenzverwalter antworteten auf der Grundlage ihrer Erfahrungen. Die schlechte Zahlungsmoral der Kunden wird z. B. als häufigste Ursache für die Auslösung einer Insolvenz genannt.¹³⁹ Dies ist jedoch eine Sicht auf das rein Faktische und damit eine formaljuristische Betrachtung. Alternativ könnte die Insolvenzursache betriebswirtschaftlich auch so interpretiert werden, dass die Unternehmensführung keine Vorsorge gegen die schwache Zahlungsmoral der anderen Marktteilnehmer getroffen hat.¹⁴⁰

Dieser Ansatz lässt sich auch auf die beiden folgenden Punkte anwenden, so könnten das zu bürokratische Arbeits- oder Sozialrecht oder hemmende Arbeitsgerichte auch nur als Symptom einer verpassten Personalpolitik in den Unternehmen interpretiert werden.¹⁴¹ Der ordnungspolitische Rahmen wurde durch Einführung des ESUG dahingehend angepasst, dass Arbeitsverhältnisse zur Disposition gestellt werden können.¹⁴² Die Kapazitäts-

¹³⁸ Eigene Darstellung nach EULER HERMES (2006), S. 23.

¹³⁹ Vgl. EULER HERMES (2006), S. 23.

¹⁴⁰ Vgl. THÖNISSEN, S. T. (2018), S. 91.

¹⁴¹ Vgl. BAG (2019).

¹⁴² Vgl. GAUL, B./HARTMANN, N. (2017), S. 10.

anpassungen werden in vielen Unternehmen erst mit Verzögerung durchgeführt. Langfristig könnte die Personal- und Kapazitätspolitik der Unternehmung so durchgeführt werden, dass Arbeitsgerichte keine Rolle in diesen Anpassungsprozessen spielen würden.¹⁴³

Bei vielen der aufgezählten Punkte mag es sich um Ursachen für Unternehmenskrisen im engeren Sinne handeln, die Unternehmung wird sie aber nicht insgesamt abstellen können. Die Unternehmung ist nur in der Lage, die Ursachen teilweise zu umgehen, z. B. durch Factoring-Lösungen,¹⁴⁴ um der schlechten Zahlungsmoral entgegenzuwirken oder mit Blick auf die Personalpolitik durch kluge Unternehmensführung gar nicht erst auftreten zu lassen.¹⁴⁵

Die Krise wird vielfach und falsch als ein Vorgang wahrgenommen, welcher außerhalb des Machtbereiches des Unternehmens liegt und sich typischerweise auflösen wird.¹⁴⁶ Diese Annahme basiert auf der Überzeugung, dass sich der gegenwärtig schlechten Situation eine bessere Situation anschließen wird. Besonders in inhabergeführten Unternehmen wird in solchen Momenten unterstellt, dass die vorherigen Unternehmer innerhalb der Familie bereits ähnliche Krisen bewältigt haben und in der ex post Analyse ein tapferes Standhalten der entscheidende Beitrag zur Bewältigung der Krise war.¹⁴⁷

Erst das Zusammenspiel exogener und endogener Faktoren führt schließlich zu Unternehmenskrisen. Die Verknüpfung äußerer Einflüsse und eigener Schwächen lässt Krisen entstehen oder verstärkt diese und zeigt, dass die beiden Bereiche untrennbar miteinander verbunden sind.¹⁴⁸

Die Analyse der Faktoren teilt sich in zwei Bereiche:

1. in eine Umweltanalyse zu externer Analyse und
2. in die Analyse der internen Faktoren als Unternehmensanalyse.¹⁴⁹

¹⁴³ Vgl. ANLAUFT, W. (2018), S. 66.

¹⁴⁴ Vgl. WAGNER, A. (2014), S. 35.

¹⁴⁵ Vgl. TOKARSKI, K.O./ SCHELLINGER, J./ BERCHTOLD, P. (2015), S. 82.

¹⁴⁶ Vgl. KÖHLER-MA, C./ GEISER, G./ STARK, J. (2017), S. 43.

¹⁴⁷ Vgl. RÜSEN, T. (2017), S. 68.

¹⁴⁸ Vgl. ZIRENER, J. (2005), S. 24 f.

¹⁴⁹ Vgl. MINTZBERG, H. (1994), S. 107 ff.

Die Umweltanalyse fokussiert sich auf die Erforschung der Chancen (opportunities) und der Risiken (threats). Die Verteilung auf Chancen und Risiken ergibt sich aus sich verändernden Märkten, sozialen oder ökologischen Faktoren und dem technologischen Fortschritt.¹⁵⁰

Die Unternehmensanalyse stellt das Unternehmen in den Blickpunkt. Stärken (strengths) und Schwächen (weaknesses) ergeben sich aus dem Unternehmen heraus. Die Unternehmenseigenschaften sind das Ergebnis von definierten Geschäftsprozessen und den Eigenschaften der Organisation.¹⁵¹

Die Positionsbestimmung anhand der eingeführten Kriterien ist in der SWOT-Analyse zusammengeführt worden und wird in der Strategieentwicklung eingesetzt. SWOT steht für eine ganzheitliche Analyse der Strengths (Stärken), Weaknesses (Schwächen), Opportunities (Chancen) und Threats (Risiken).

Es besteht die Gefahr, dass die SWOT-Analyse missbraucht wird, um getroffene Entscheidungen ex post zu rechtfertigen. Die SWOT-Analyse wird in diesen Fällen ihrer Potentiale beraubt und auf ein Rechtfertigungsinstrument reduziert.¹⁵²

Die Aufteilung in die externen und internen Rahmenbedingungen ist eng mit der Diskussion in der Krisenforschung verknüpft und ist dadurch theoretisch begründet. Fritz Fleege-Althoff¹⁵³/ Gerhard Hahn¹⁵⁴/ Theo Hansjörg Rinklin,¹⁵⁵ sowie Rainer Müller¹⁵⁶ und Björn Böckenförde¹⁵⁷ haben seit Beginn des 19. Jahrhunderts vergleichbare Klassifikationen entwickelt.

2.4 Verläufe idealtypischer Unternehmenskrisen

Ein erstes Modell zum idealtypischen Krisenverlauf wurde von Herbert Pohl 1977 entwickelt und geht davon aus, dass eine Krise einen Beginn, einen Wendepunkt und ein Ende

¹⁵⁰ Vgl. LANG-KOETZ, C./ REISCHL, A./ FISCHER, S./ WEBER, S./ KUSCH, A. (2023), S. 34.

¹⁵¹ Vgl. MEFFERT, H./ BURMANN, C./ KIRCHGEORG, M. (2015), S. 217 ff.

¹⁵² Vgl. STARBUCK, W. (1983), S. 91 ff.

¹⁵³ Vgl. FLEEGE-ALTHOFF, F. (1930), S. 85.

¹⁵⁴ Vgl. HAHN, G. (1958), S. 110.

¹⁵⁵ Vgl. RINKLIN, T. H. (1960), S. 13.

¹⁵⁶ Vgl. MÜLLER, R. (1986), S. 344.

¹⁵⁷ Vgl. BÖCKENFÖRDE, B. (1996), S. 24.

hat.¹⁵⁸ Der Wendepunkt bezieht sich auf das Charakteristikum der Ambivalenz von Unternehmenskrisen. An diesem Punkt entscheidet sich, ob das Unternehmen in Zukunft weiter existieren wird oder nicht. Dieser Aspekt wurde angelehnt an die Peripetie des bereits beschriebenen griechischen Dramas.¹⁵⁹ Zudem sind hier zwei weitere Faktoren zu nennen, um den Verlauf einer Krise nach Pohl darzustellen. Der Krisenverlauf kann durch Krisenbewältigung oder rechtliche Maßnahmen wesentlich beeinflusst werden und Krisen können sowohl positive als auch negative Verstärkungen erfahren.¹⁶⁰

Ein Aufwiegen positiver und negativer Effekte ist schwierig und von der Perspektive des Betrachters abhängig. Der Digitalisierungsschub deutscher Unternehmen im Rahmen der Covid-19 Krise mag positiv und als wichtiger Effekt für die Zukunftsfähigkeit deutscher Unternehmen gewertet werden, der Verlust von Arbeitsplätzen wiegt für die betroffenen Menschen hingegen schwer.¹⁶¹

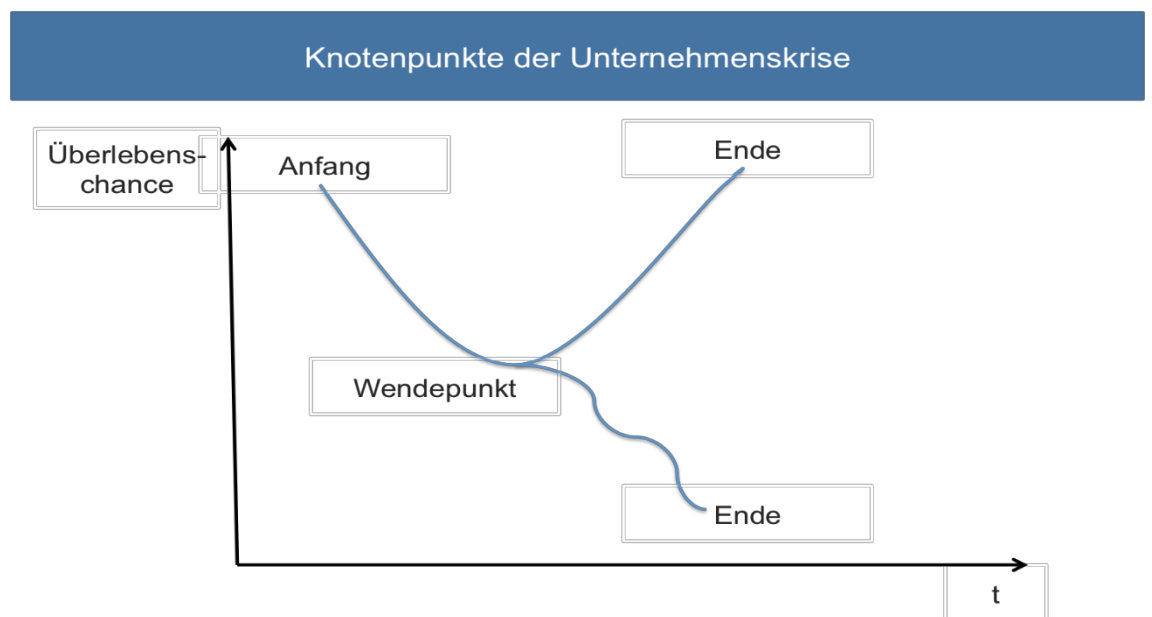


Abbildung 3: Knotenpunkte der Unternehmenskrise¹⁶²

¹⁵⁸ Vgl. POHL, H. (1977), S. 33; S. 77.

¹⁵⁹ Vgl. STEINBERG, S. (2006), S. 154.

¹⁶⁰ Vgl. POHL, H. (1977), S. 100.

¹⁶¹ Vgl. KRAUS, S./ CLAUß, T./ BREIER, M. (2020), S. 85.

¹⁶² Eigene Darstellung in Anlehnung an KRYSTEK, U. (1987), S. 11.

Je weiter eine Krise zeitlich fortgeschritten ist, desto weniger Handlungsspielraum besitzt das Management der Unternehmung.¹⁶³ Dies ist insofern kritisch, da gerade in einer fortgeschrittenen Krisensituation erhöhter Handlungsaufwand und -bedarf besteht, die Ressourcen und Möglichkeiten des Managements jedoch beschränkt sind. Steigt der Handlungsaufwand und -bedarf mit der Zeit, so wird gleichzeitig die Überlebenswahrscheinlichkeit des Unternehmens sinken.¹⁶⁴ Über die Zeitachse nehmen die Optionen zur Überwindung der Unternehmenskrise ab. Die Abnahme der Optionen ist üblicherweise eng verbunden mit einem Ansteigen der Schäden bei den Gläubigern.¹⁶⁵

Aus der wissenschaftlichen Diskussion, ergänzt um Best-Practice-Lösungen, wurden weitere Krisenverlaufsmodelle auf der Grundlage von Herbert Pohls Modell entwickelt. Durchgesetzt haben sich jedoch die Krisenverlaufsmodelle nach Rainer Müller und nach Ulrich Krystek.¹⁶⁶

Als praxistauglich behaupteten sich diese Modelle deshalb, weil bei diesen Entwürfen eine Unternehmenskrise nicht unbedingt nach einer vorgegebenen Reihenfolge verlaufen muss. Sie kann ebenso in einer späteren Phase beginnen, in einer der Phasen aufgehalten werden oder in eine frühere Phase zurückfallen, wenn Maßnahmen zur Krisenbewältigung durchgeführt wurden.¹⁶⁷

Beide Modelle sind miteinander vereinbar.¹⁶⁸ Die folgende Abbildung stellt die Phasen der Unternehmenskrise nach Müller und nach Krystek in einer Gesamtübersicht dar.

¹⁶³ Vgl. TREIBER, T. (2018), S. 83.

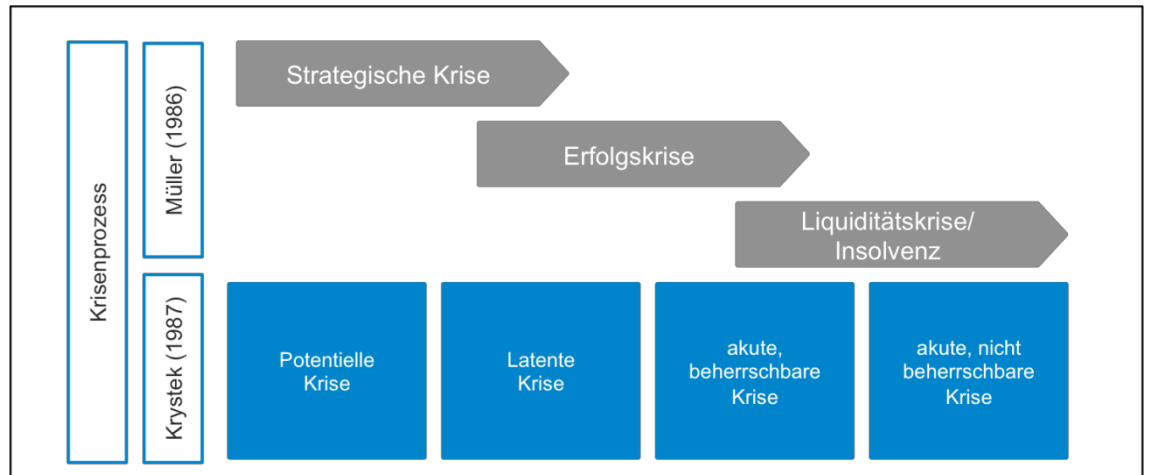
¹⁶⁴ Vgl. SCHULENBERG, N. (2008), S. 33.

¹⁶⁵ Vgl. DIPPEL, T. (2013), S. 170.

¹⁶⁶ Vgl. ROLAND BERGER STRATEGY CONSULTANTS (2001), S. 15.

¹⁶⁷ Vgl. CRONE, A. (2017a), S. 14.

¹⁶⁸ Vgl. EVERTZ, D./ KRYSTEK, U. (2010), S. 25.

Abbildung 4: Krisenprozess¹⁶⁹

2.4.1 Das Krisenverlaufsmodell nach Rainer Müller

Von Rainer Müller wurde 1986 eine Typologie entwickelt, welche die Krisenstadien sowie deren zeitliche Verknüpfung darstellt. Diese Darstellung der Phasen hat sich in der allgemeinen Betriebswirtschaftslehre weitgehend durchgesetzt. Rainer Müller gliedert die Stadien anhand der Art der durch die Krise bedrohten, dominanten Unternehmensziele. Dieser Prozess lässt sich der Definition des Krisenbegriffs folgend in drei Teilschritte unterteilen, die Strategiekrisis, die Erfolgskrisis und die Liquiditätskrisis.¹⁷⁰ In der Verknüpfung zwischen der betriebswirtschaftlichen Perspektive und der rechtswissenschaftlichen Betrachtung ergänzt sich das Modell um die Phase der Insolvenz. Dadurch entwickelt sich aus dem betriebswirtschaftlichen Dreiphasenmodell ein ganzheitliches Vierphasenmodell.¹⁷¹

In 60 % aller Fälle beginnen Unternehmenskrisen als Strategiekrisis. In 30 % beginnen sie als Erfolgskrisis und nur in 10 % treten sie direkt als Liquiditätskrisis in Erscheinung. Problematisch ist, dass sich laut dem Vierphasenmodell bereits früh Anzeichen einer Krise abzeichnen, Gegenmaßnahmen aber meist zu spät eingeleitet werden.¹⁷²

¹⁶⁹ Eigene Darstellung zur Verbindung der Modelle von KRYPEK und MÜLLER (1987).

¹⁷⁰ Vgl. MÜLLER, R. (1986), S. 25.

¹⁷¹ Vgl. FEDEROWSKI, R. (2009), S. 56.

¹⁷² Vgl. KLEIN, J. (2008), S. 20 f.

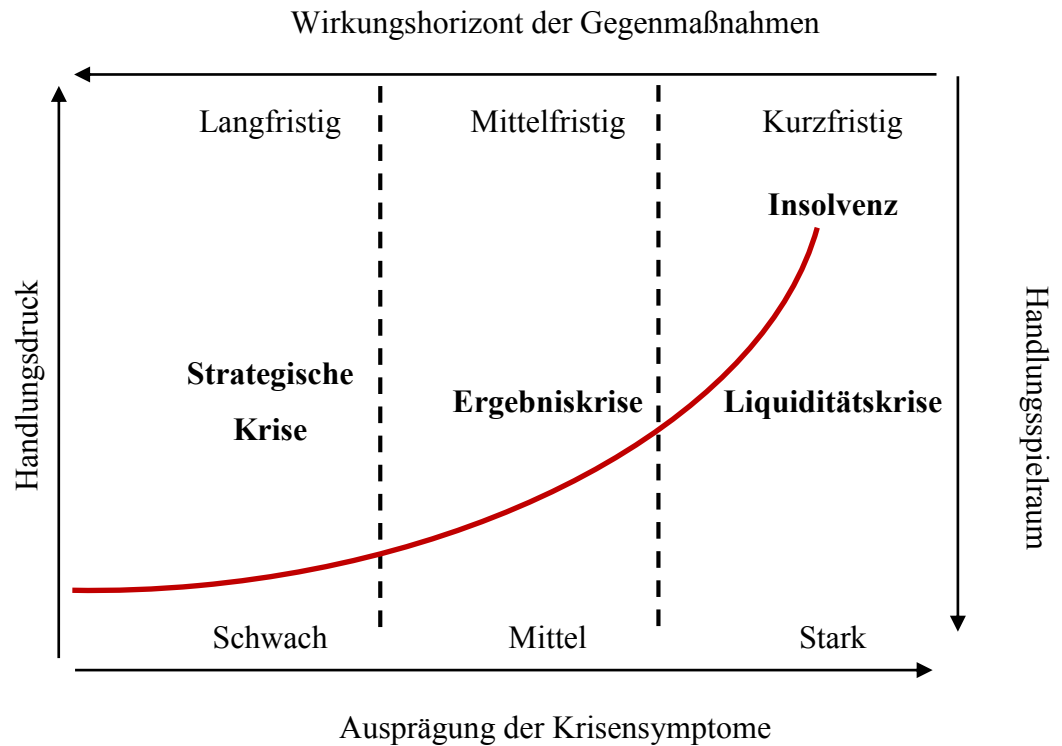


Abbildung 5: Verlaufmodell nach Müller¹⁷³

Im idealtypischen Krisenverlauf steht zu Beginn die strategische Krise. In dieser Phase sind in erster Linie die strategischen Erfolgspotenziale betroffen. Erfolgspotenziale, welche die Basis für die Erzielung von Gewinnen bilden, sind in dieser Situation bereits aufgebraucht und können nur schwer oder gar nicht mehr wiedererlangt werden. Damit geht der Verlust an Wettbewerbsfähigkeit einher. Zudem resultieren aus der Überwindung des Verlustes der Erfolgspotenziale weitere Kosten, die in Bereichen wie Forschung, Entwicklung oder Optimierung der Fertigung neu entstehen.¹⁷⁴ Die Gründe für diese Situation liegen z. B. bei der Unternehmensleitung, in falschen Strategieentscheidungen oder in verpassten Produktentwicklungen.¹⁷⁵

Kritisch ist, dass ein Unternehmen in der strategischen Krise meist noch keine offensichtlichen Probleme mit Umsatz oder Marge aufweist und deshalb die Krisensymptome nicht erkannt werden. Die Ursachen der Krise werden also nicht beseitigt, was im weiteren

¹⁷³ Eigene Darstellung in Anlehnung an RÜSEN, T. (2016), S. 62.

¹⁷⁴ Vgl. POSTLER, E./ SCHELLINGER, J. (2017), S. 159.

¹⁷⁵ Vgl. OTT, W./ GÖPFERT, B. (2015), S. 38.

Verlauf der Krise gravierende Folgen hat und eine Beseitigung der Krisenursachen mühsam und langwierig, zum Teil auch unmöglich macht.¹⁷⁶ Wird die Krise jedoch erkannt, so hat ein Unternehmen in dieser ersten Krisenphase die meisten Möglichkeiten, Gegenmaßnahmen zu ergreifen.¹⁷⁷

Das strategische Krisenmanagement beschäftigt sich mit der Überwindung strategischer Defizite, um künftige Strategiekrisen zu verhindern.¹⁷⁸

An die Strategiekrise schließt sich die Erfolgskrise an. Ein Unternehmen befindet sich in einer Erfolgskrise, wenn wesentliche Unternehmensziele unterschritten werden. Zu diesen Zielen gehören Gewinn-, Rentabilitäts- und Umsatzziele, welche im Zuge von z. B. Kostensteigerungen oder einer rückläufigen Nachfrage nicht mehr erreicht werden. Dies hat geminderte Gewinne oder sogar Verluste und eine Aufzehrung des Eigenkapitals zur Folge.¹⁷⁹ Über die Zeit kann dies in einer Überschuldung münden. In diesem Stadium verfügen die Unternehmen meist noch über genug Eigenkapital und Liquidität, doch eine wirksame Sanierung ohne die Hilfe Externer liegt finanziell nicht mehr im Rahmen des Möglichen. Ursachen für die Erfolgskrise finden sich bspw. in Fehlinvestitionen oder Managementfehlern.¹⁸⁰

Das Charakteristikum der Liquiditätskrise ist die drohende, bzw. die bereits eingetretene Zahlungsunfähigkeit. Sie ist meist Folge der Strategie- oder Erfolgskrise und stellt eine elementare Bedrohung dar. Weitere Merkmale sind die drohende Überschuldung oder auch eine ungünstige Finanzarchitektur.¹⁸¹ Beispiele sind der Verlust der Erfolgspotenziale aber auch unerwartete Umsatzeinbrüche oder Forderungsausfälle.¹⁸²

Die Insolvenz als letzte Phase zeichnet sich durch ein überschuldetes, bzw. illiquides Unternehmen aus. Dies impliziert, dass Sanierungsziele nicht nur bedroht sind, sondern dass sie aktuell nicht erreicht werden können.¹⁸³ Ungeachtet dessen ist über die Zukunft des

¹⁷⁶ Vgl. WINNENBROCK, F. (2019), S. 357.

¹⁷⁷ Vgl. SCHREYÖGG, G./OSTERMANN, S. M. (2012), S. 129.

¹⁷⁸ Vgl. CRANDALL, W./PARNELL, J.A./SPILLAN, J. E. (2020), S. 2.

¹⁷⁹ Vgl. CRONE, A. (2017a), S. 8.

¹⁸⁰ Vgl. MAURENBRECHER, P. (2008), S. 23.

¹⁸¹ Vgl. WOHLBERG, H. (2018), S. 573.

¹⁸² Vgl. GEBHARDT, G./MANSCH, H. (2019), S. 51 f.

¹⁸³ Vgl. NIERING, C./HILLEBRAND, C. (2020), S. 125.

Unternehmens noch nicht entschieden. Unter bestimmten Bedingungen besteht die Möglichkeit, das Unternehmen als Ganzes, bzw. substanzielle Teile mit der bisherigen Ziel- und Zwecksetzung zu erhalten. Die Insolvenz ist als Option zur Überwindung einer Krise bei Erhalt der Unternehmung zu verstehen.¹⁸⁴

Krisenmanagement reduziert sich in diesem Ansatz auf die Bewältigung der Krise nach erfolgtem Eintritt in den Krisenverlauf.¹⁸⁵

2.4.2 Das Krisenverlaufsmodell nach Stuart Slatter und David Lovett

In dieser Arbeit finden sich im weiteren Verlauf auch verhaltenswissenschaftliche Perspektiven, deshalb wird zur Erweiterung der Ausgangslage das Krisenmodell von Stuart Slatter und David Lovett betrachtet. Im Kern steht hier eine Erläuterung zu der Eskalation der Krise. Das Krisenverlaufsmodell nach Stuart Slatter und David Lovett gliedert sich in vier Phasen:

1. Crisis Denial,
2. Hidden Crisis,
3. Disintegration of Organization und
4. Organizational Collapse.¹⁸⁶

Eine Eskalation findet immer dann statt, wenn Mediation oder Gegenmaßnahmen ausbleiben.¹⁸⁷ Typischerweise werden erste Anzeichen verdrängt, auch weil Entscheider negative Konsequenzen fürchten.¹⁸⁸ Die Crisis Denial, die Krisenverleugnung, bildet in diesem Modell die erste Phase. Erklärt wird dies durch ungenügende Systeme zur Überwachung der eigenen Unternehmung oder durch Ignoranz gegenüber etwaig offenbarten Ergebnissen. In einigen Fällen neigt ein etabliertes Management dazu, die eigenen Leistungen nicht mehr zu evaluieren und erkannte Schwächen zu ignorieren. Treten die Symptome der Krise offen zu Tage, so versucht das Management dies mit unbeherrschbaren Effekten zu erklären. Gewöhnlich erfolgt ein Rückgriff auf Sondereffekte, wie z. B. saisonale Effekte, übergeordnete volkswirtschaftliche Ursachen oder einmalige Maßnahmen

¹⁸⁴ Vgl. BUCHALIK, R./BRÖMMEKAMP, U. (2015), S. 7.

¹⁸⁵ Vgl. MÜLLER, R. (1982), S. 5.

¹⁸⁶ Vgl. SLATTER, S./LOVETT, D. (1999), S. 1 ff.

¹⁸⁷ Vgl. KASSING, U. (2010), S. 119.

¹⁸⁸ Vgl. ZAYER, E. (2007), S. 191.

im eigenen Unternehmen. In dieser Folgephase der Hidden Crisis hoffen die Beteiligten, teilweise auch unbewusst, auf eine Selbstheilung.¹⁸⁹ Das Krisenmanagement ist deshalb bewusst zu gestalten, um erfolgreich zu sein. Da eine laufende Evaluierung der Maßnahmen erforderlich ist, ist das Sanierungsmanagement als Kreislauf zu betrachten.¹⁹⁰

Die neuere Forschung sieht leicht überwiegend interne Ursachen für Unternehmenskrisen, aber auch diese Ursachen nur in Ausnahmen als isolierte Events an.¹⁹¹ Früher überwogen in der Wahrnehmung unternehmensinterne Krisenauslöser gegenüber externen Krisenursachen.¹⁹²

Die Disintegration of Organization bildet eine dritte Phase. In dieser Phase verliert das Management die Fähigkeit die Krise zu ignorieren. Die zunächst eingeleiteten Maßnahmen des Managements bleiben häufig halbherzig und sind zur Überwindung der Krise ungeeignet. Der Krisenverlauf wird dann im Modell verzögert.¹⁹³ Das Management vertraut darauf, dass halbherzige Maßnahmen ausreichen, das Unternehmen erfolgreich durch die Krise zu führen und im Idealfall ebendiese gestärkt zu verlassen, solange die Maßnahmen früh erfolgen.¹⁹⁴

Losgelöst von der verzögernden Wirkung tritt die vierte Krisenphase, der Organizational Collapse, mit der endgültigen Offenbarung der Managementfehler ein. Diese Phase ist geprägt durch einen weitreichenden Vertrauensverlust der Stakeholder gegenüber der Unternehmensführung.¹⁹⁵ Zur vollumfänglichen Krisenüberwindung ist das Wiederherstellen von Vertrauen zwischen Unternehmen und Stakeholdern ein wichtiger Erfolgsfaktor.¹⁹⁶

¹⁸⁹ Vgl. SLATTER, S./LOVETT, D. (1999), S. 64.

¹⁹⁰ Vgl. KOLB, S./WELTER, F. (2006), S. 11.

¹⁹¹ Vgl. KEHREL, U./OLLMANN, M. (2016), S.144.

¹⁹² Vgl. SLATTER, S. (1984), S. 53.

¹⁹³ Vgl. SLATTER, S./LOVETT, D. (1999), S. 66.

¹⁹⁴ Vgl. JOSSE, G./ZIEGELMEYER, A-C. (2013), S. 80.

¹⁹⁵ Vgl. SLATTER, S./LOVETT, D. (1999), S. 62.

¹⁹⁶ Vgl. PIELKEN, A./KRYSTEK, U. (2016), S. 118 f.

2.4.3 Die Krise als Prozess nach Jan Clasen

Unternehmenskrisen treten als Prozesse auf. In der Krisenverlaufstheorie nach Clasen wird nun weiter versucht, eine Krise in Stadien aufzuteilen und diese Stadien zeitlich zu verknüpfen.¹⁹⁷ Die Verknüpfung einzelner Krisenphasen stellt die Unternehmenskrise als fließenden Prozess dar und nimmt dem Modell das Statische anderer Ansätze.¹⁹⁸

Clasen betrachtet die Bewältigung von Krisenprozessen insgesamt, er fokussiert dabei auf kleine und mittlere Unternehmen. Dazu wurde eine Hilfestellung für aktive Unternehmer konstruiert. Dementsprechend betont der hier entwickelte Turnaround-Management-Ansatz neben klassischen Inhalten eines Krisenmanagements auch Besonderheiten dieser Unternehmen, die durch die Verbindung von Eigentum und Geschäftsführung im Krisenfall entstehen.¹⁹⁹

Im Verlauf wird auf die negative Verknüpfung einer persönlichen Krise des Unternehmers und der Krise seines Unternehmens an verschiedenen Stellen abgestellt, da sich diese Aspekte gegenseitig verstärken.²⁰⁰

Zentrales Element des Sanierungsansatzes ist dabei die Einbeziehung des Unternehmers als zentraler Akteur im Krisenmanagement.²⁰¹ Möglichkeiten für eine Durchsetzung von Verhaltensdispositionen in den Wahrnehmungs- und Handlungsmustern des Unternehmers werden im Modell jedoch nicht dargestellt.²⁰²

In diesem Kontext ist der Rückgriff auf Interim Manager ein zielführender Ansatz, da dann die unternehmerische von der persönlichen Krise getrennt wird.²⁰³

2.4.4 Der Krisenverlauf nach dem IDW S6

Das Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW) hat in dem Standard IDW S6 Mindestanforderungen an Sanierungskonzepte zusammengefasst. Aufgegangen

¹⁹⁷ Vgl. CLASEN, J. (1992), S. 91 ff.

¹⁹⁸ Vgl. MOLDENHAUER, R. (2009), S. 335.

¹⁹⁹ Vgl. CLASEN, J. (1992), S. 123.

²⁰⁰ Vgl. CLASEN, J. (1992), S. 9.

²⁰¹ Vgl. PUMA, J. U. (2019), S. 62.

²⁰² Vgl. CLASEN, J. (1992), S. 111.

²⁰³ Vgl. KABST, R./ THOST, W./ ISIDOR, R. (2009), S. 22.

in diesem Standard sind die Erfahrungen aus bald 30 Jahren. Begonnen hat die Bearbeitung des Themas mit der Einführung der FAR 1/ 1991 bis zur Fassung des IDW S6 aus 2012, die gemeinsam mit dem ESUG die Sanierungsaussichten erhöhen soll.²⁰⁴ Der Standard wird stetig weiterentwickelt.²⁰⁵ Er wurde vom IDW mit dem Ziel erstellt, eine Prüfung der Sanierungsfähigkeit eines Unternehmens einheitlich, wiederholbar und belastbar durchführen zu können.²⁰⁶

Der IDW S6 gilt als anerkannter Mindeststandard für Sanierungskonzepte.²⁰⁷ Nach den dort beschriebenen Vorgaben erstellte Gutachten werden von allen beteiligten Akteuren akzeptiert, wie Banken, Beratern oder Finanzbehörden. Der Standard ist fest im deutschen Wirtschaftsleben etabliert und sieht sich keinem konkurrierenden Ansatz gegenüber.²⁰⁸

Die Krisenstadien werden im IDW S6 in sechs Stadien unterteilt, beginnend mit der Stakeholderkrise, gefolgt von der Strategiekrisis, der Absatzkrise, der Erfolgskrise, der Liquiditätskrise und endet mit der Insolvenzgefahr, bzw. der Insolvenzreife. Idealtypisch läuft die Krise zeitlich in der dargestellten Reihenfolge ab, an diesem Fall orientiert sich der IDW S 6.

Ausgangspunkt der potenziellen Unternehmenskrise ist die Stakeholderkrise. Die Stakeholder umfassen insgesamt die Anspruchsgruppen, die ein Interesse an der Entwicklung des Unternehmens haben. Diese Interessensgruppe umfasst neben der Unternehmensleitung auch Mitarbeiter, Fremdkapitalgeber, Kunden, Lieferanten und den Staat in ihren jeweiligen Rollen.²⁰⁹

Stakeholder nehmen bei der Überwindung der Krise eine zentrale Rolle ein und erleben eine Machtverschiebung zu ihren Gunsten. Konflikte zwischen der Unternehmensleitung und den Gesellschaftern mit den Stakeholdern sind auch deshalb unbedingt zu vermeiden,

²⁰⁴ Vgl. ESUG (2012).

²⁰⁵ Aktueller Stand am 30.05.2022 ist die Version von 16.05.2018.

²⁰⁶ Vgl. IDW S6, 2018a, S. 1, Rz. 1.

²⁰⁷ Vgl. dazu grundlegend Interview HAMMES, ANHANG, ZN 186 ff.

²⁰⁸ Vgl. HÄGER, M./ HILTNER, E. (2018), S. 290.

²⁰⁹ Vgl. SCHIERENBECK, H./ WÖHLE, C. (2016), S. 76.

denn sie können Entscheidungen verzögern, verhindern oder sich allgemein negativ auf das Sanierungsmanagement auswirken.²¹⁰

Die Stakeholderkrise wird sich im Weiteren hin zur Strategiekrise entwickeln. Kennzeichnend ist, dass sowohl die Kundenorientierung als auch die Wettbewerbsfähigkeit abnehmen. Ein Ausbleiben von Produktinnovationen und eine damit verbundene Schwächung der jeweiligen Wettbewerbsposition sind typische Anzeichen für die strategische Fehlentwicklung. In der Folge wird das Produktportfolio nicht mehr marktgerecht sein. Dem Ausbleiben von Innovationen stehen Fehleinschätzungen zu Marktentwicklungen und Marktanforderungen in Bezug auf technologische Entwicklungen gleich.²¹¹ Die Wiederherstellung einer angemessenen Marktpositionierung wäre dann Voraussetzung zur Überwindung der Strategiekrise.²¹²

Die Basis für den Konflikt während der Stakeholderkrise ist die sich lösende Bindung der Stakeholder gegenüber dem Unternehmen. Die auslösenden Motive sind noch schwach ausgeprägt, z. B. kaufen Akteure noch Güter bei dem Unternehmen, aber mehr aus Gewohnheit als aus Überzeugung, und beginnen mit der Suche nach Alternativen. Diese Suche muss kein aktiver, nicht einmal ein bewusster Prozess sein.

Die Fehlentwicklungen der Strategiekrise konkretisieren sich in der Absatzkrise. In Absatzkrisen verzeichnen bisher umsatzstarke Produkte einen Umsatzrückgang, in dessen Folge Gewinne sinken.²¹³ Weitere und verstärkende negative Effekte entstehen exemplarisch durch eine steigende Kapitalbindung als Folge zunehmender Lagerhaltung oder sinkender Deckungsbeiträge, da Reduzierungen im Produktionsbereich bei kurzfristig konstanten Fixkosten den relativen Fixkostenanteil erhöhen.

Analog zu klassischen Krisenverlaufsmodellen mündet auch dieser Verlauf in einer Erfolgskrise. Schwindende finanzielle Reserven verhindern eine in der Regel kostenintensive Sanierung der Unternehmung aus Eigenmitteln, während die sinkende Bonität der Unternehmung eine externe Liquiditätszufuhr erschwert.²¹⁴

²¹⁰ Vgl. SONIUS, D. (2016), S. 60.

²¹¹ Vgl. SÄMISCH, H. (2019), S. 123.

²¹² Vgl. IDW S6 (2018), Tz. 62 ff.

²¹³ Vgl. SITUM, M. (2017), S. 61.

²¹⁴ Vgl. IDW S6 (2018), Tz. 74 ff.

Wird die Erfolgskrise nicht erfolgreich überwunden, mündet sie in einer Liquiditätskrise. Der IDW folgt auch hier in der Beschreibung den Ausführungen, die aus klassischen Krisenverlaufmodellen bereits bewährt sind. Die Liquiditätskrise gilt auch hier als Phase, in der die Gefahr besteht, dass eine juristische Faktenlage entsteht, die der Unternehmung betriebswirtschaftliche Handlungsmöglichkeiten nimmt.²¹⁵ Das ist nach regelmäßig kurzer Frist mit der zwingenden Auslösung eines Insolvenzverfahrens der Fall.²¹⁶

Der Krisenverlauf kennt im IDW S6 zeitliche Begrenzungen. Einem Unternehmen in der Krise steht ein Zeitraum von drei Wochen zur Verfügung, um im Rahmen außergerichtlicher Sanierungsmaßnahmen den Insolvenztatbestand zu überwinden und eine Fortführungsprognose positiv bejahen zu können. Wird das Ziel einer positiven Fortführungsprognose nicht erreicht, ist ein Eröffnungsantrag zur Auslösung eines Insolvenzverfahrens zu stellen.²¹⁷

2.5 Die Wirkung von Unternehmenskrisen

Jede Insolvenz ist Folge einer Unternehmenskrise, aber nicht jede Unternehmenskrise führt zu einer Insolvenz. Diese triviale Abgrenzung gewinnt an Bedeutung, sobald die betriebswirtschaftliche und rechtliche Krise von der insolvenzrechtlichen Krise getrennt wird.²¹⁸ Die insolvenzrechtliche Krise hat weitergehende Bedeutung für die Unternehmensführung, da hier weitergehende Handlungspflichten für die Geschäftsführung begründet werden.²¹⁹

Der Begriff „Krise“ ist negativ belegt. Folglich liegt es nahe, dass die Krisenwirkungen allgemein als bedrohlich eingestuft werden.

Da Unternehmenskrisen ambivalent sind, können Krisen durchaus auch positiv enden, z. B. in einem Neuanfang nach der Insolvenz mit neuer strategischer Ausrichtung und Erfolgspotenzialen. Die Wirkungen der Krisenursachen dürfen dementsprechend nicht

²¹⁵ Vgl. IDW S6 (2018), Tz. 77.

²¹⁶ Vgl. IDW S6 (2018), Tz. 79 ff.

²¹⁷ Vgl. RIEGEL, R. (2019), S. 93.

²¹⁸ Vgl. KÜHL, S. (2020), S. 32.

²¹⁹ Vgl. LIESER, J./ JÜCHSER, A. (2019), S. 167 f.

nur einseitig betrachtet werden, sondern es muss auch die damit verbundene Innovationskraft berücksichtigt werden.²²⁰

Enden Krisen mit dem Ausscheiden des Marktteilnehmers, dann gilt die Ambivalenz der Krise auch für den Umfang des verursachten Schadens. Ein Engagement der Stakeholder zum Erhalt der Unternehmung kann im Falle des Scheiterns den wirtschaftlichen Schaden noch vergrößern.

Im Vorfeld wurden die Auswirkungen in endogene und exogene Krisenursachen unterteilt. Eine weitere Unterteilung stellt nun auf die Wirkungen der Krisen ab. Endogene Wirkungen betreffen das krisenbelastete Unternehmen selbst. Exogene Wirkungen beeinflussen Stakeholder und möglicherweise auch die gesamte Wirtschaft bzw. den Staat. Zusätzlich können die Wirkungen nun in destruktive²²¹ und konstruktive Wirkungen gegliedert werden.²²²

Destruktive Wirkungen betreffen im Zuge der Krisenphasen nahezu alle innerbetrieblichen Stakeholder des Unternehmens. Dies kann sich im Wegfall von Arbeitsplätzen äußern. Schädliche exogene Wirkungen erfassen in erster Linie die Gesamtwirtschaft, den Staat und in zweiter Linie die unternehmensexternen Stakeholder, wie z. B. Kunden oder Lieferanten. Weiterhin zeigen sie sich in Folgeinsolvenzen der Stakeholder, Nichterreichung von wirtschaftspolitischen Zielen des Staates und in volkswirtschaftlichen Schäden.²²³

Differenziert wird in drei Krisenwirkungen. Diese sind zunächst die nachlassende Unterstützung durch Stakeholder, weiterhin ein zunehmender Effizienzverlust und ein damit verbundener Verlust der Wettbewerbsfähigkeit, verstärkt wird dieser Effekt durch Veränderungen des Unternehmensklimas und von Entscheidungsprozessen.²²⁴

Während einer Unternehmenskrise ist die Beziehung zwischen Stakeholder und Unternehmen angespannt. Gerade in dieser Phase ist ein Unternehmen auf die Versorgung mit

²²⁰ Vgl. KUTTNER, M./ MAYR, S./ MITTER, C. (2019), S. 70.

²²¹ Vgl. BIRKER, K. (2015), S. 38 ff.

²²² Vgl. BIRKER, K. (2015), S. 43 ff.

²²³ Vgl. IMGRUND, M. (2018), S. 1.

²²⁴ Vgl. FEDEROWSKI, R. (2009), S. 59 f.

Produktionsfaktoren durch die Stakeholder angewiesen. Auf deren Seite herrscht nun allerdings größere Unsicherheit bezüglich der Zukunft des krisenbetroffenen Unternehmens.²²⁵ Es findet eine Verschiebung von einer Innen- zu einer Außenkontrolle der Unternehmung statt.

Zur Reduktion der Unsicherheiten orientieren sich die Kunden der Unternehmung nach neuen Quellen zur Befriedigung ihrer Nachfrage. Sie wenden sich aktiv teilweise vom Unternehmen ab oder substituieren die Beziehung gänzlich. Diese Erosion der Stakeholder beschleunigt den Krisenverlauf. Eine Einstellung der wirtschaftlichen Beziehung, abnehmende Unterstützung oder die Neuverhandlung der Leistungsbeziehung ist existenzbedrohend.²²⁶ Dieser Effekt bleibt nicht nur auf Kunden begrenzt, da sich auch qualifizierte und wichtige Mitarbeiter in neue Unternehmen orientieren können.²²⁷

Sinkende Erträge als Krisenfolge schränken die Handlungsoptionen der Unternehmung zunehmend ein. Die sinkenden Erträge sind ein Symptom der Krise, können jedoch Ursache für unterlassene Gegenmaßnahmen sein. Diese Wirkungskette mündet in einen sich selbst beschleunigenden Prozess.²²⁸ In der Folge reduziert sich der Handlungsspielraum und die Existenzbedrohung des Unternehmens nimmt zu. Im Verlauf einer Krise wandeln sich die Entscheidungsfindungsprozesse im Unternehmen, denn auf der Managementebene besteht ein großer Handlungs- und Zeitdruck bei gleichzeitig eingeschränkten Handlungsmöglichkeiten. Die Handlungsmöglichkeiten des Managements nehmen weiter ab, je intensiver die externe Kontrolle einsetzt. Die Unternehmensführung greift auf vorhandene und eingeübte Vorgehensweisen zurück und der Entscheidungsprozess wird weiter automatisiert. Mitarbeiter verlieren in der Krise ihre Motivation und sind zunehmend gestresst. Die Veränderungen und die Situation selbst lassen ihren Widerstand und gleichermaßen ihre Konfliktbereitschaft ansteigen. Dies zusammen hat eine eingeschränkte und abnehmende Anpassungsfähigkeit des Unternehmens zur Folge, adäquat auf Krisenursachen zu reagieren wird schwieriger.²²⁹

²²⁵ Vgl. BUSCHMANN, H. (2013), S. 208.

²²⁶ Vgl. TÖPFER, A./LEHR, D. (2013), S. 250.

²²⁷ Vgl. RICHTER, F. (2019), S. 152.

²²⁸ Vgl. LINTEMEIER, K. (2014), S. 62.

²²⁹ Vgl. BUSCHMANN, H. (2006), S. 19 f.

Auch konstruktive Wirkungen können aus der Krise resultieren und in dem Unternehmen tiefgreifend wirken. Sie bieten die Chance, an Stärke zu gewinnen und dem Unternehmen wieder eine nachhaltige Existenz zu gewähren. In einer extern bekannten Krisenphase besteht die größte Chance für einen Wandel oder Veränderungen.²³⁰ Sämtliche Interessengruppen können geneigt sein, ihre gewohnten Strukturen und Abläufe zu überdenken und zu verändern. Dabei sehen sie auch Möglichkeiten, persönlich von den Veränderungen und Innovationen zu profitieren, z. B. in Form von Karrierechancen oder Steuermehreinnahmen.²³¹

Die Verhaltensmuster des Top-Managements durchlaufen stabile Muster und ähneln typisch menschlichem Verhalten in persönlichen Krisen.²³² Das Erkennen einer Krise löst zunächst einen Schock aus und lähmt die Unternehmensführung. In der weiteren Reaktion wird versucht durch geeignet scheinende Gegenmaßnahmen die Krise abzuwenden. Die Aktivitäten konzentrieren sich allerdings zum Schutz der eigenen Stellung parallel auch auf die Vertuschung der Krise.²³³

Dieses Defensivverhalten basiert zunächst auf dem Ziel, Zeit zu gewinnen, und der Bewahrung einer vermeintlichen Ordnung. Erst wenn mit dem Einsetzen einer Liquiditätskrise die Krise selbst nicht mehr verheimlicht werden kann, beginnen die Akteure mit offenen Gegenmaßnahmen und stellen in den meisten Fällen den Versuch der Geheimhaltung ein. Häufig wird erst in dieser Phase eine Anpassungs- und Wandelbereitschaft geäußert und dies zeigt sich dann durch Maßnahmen zur Krisenbekämpfung, oft verbunden mit einer Anpassung der gesamten Unternehmenskultur.²³⁴

In der Phase der Unternehmenskrise belasten zusätzliche Kosten das Unternehmen. Diese zusätzlichen Kosten lassen sich in unmittelbare und mittelbare Kosten unterteilen.²³⁵

²³⁰ Vgl. GESSERT, S./ STEINER, M./ ZAPOLSKI, J. (2016), S. 247.

²³¹ Vgl. ZIRENER, J. (2005), S. 27.

²³² Vgl. ENZLER DENZLER, R./ SCHULER, E. (2017), S. 24.

²³³ Vgl. DILMANN, T. (2019), o.S.

²³⁴ Vgl. REISYAN, G. (2013), S. 84.

²³⁵ Vgl. KNECHT, T./ HOMMEL, U./ WOHLBERG, H. (2018b), S. 38.

Zu den unmittelbaren Kosten werden all jene gerechnet, die in einer unmittelbaren Beziehung zu den Sanierungsmaßnahmen oder dem Insolvenzverfahren selbst stehen. Typische Kostenverursacher sind hier Aufwendungen für Steuer- oder Rechtsberatung, Wirtschaftsprüfung, Sanierungsmanagement oder Unternehmensberaterleistungen.²³⁶

Mittelbare Kosten hingegen ergeben sich aus der mangelhaften Allokation der Produktionsfaktoren und der daraus resultierenden Wirtschaftlichkeitsschwächen innerhalb der Unternehmen. In Folge dieser Fehlallokationen entstehen entgangene Umsätze und damit nicht realisierte Gewinne.²³⁷ Im Verlauf der Krise werden die mittelbaren Kosten regelmäßig noch zunehmen. Gemehrt werden die mittelbaren Kosten durch die kalkulatorischen Kosten, welche durch den Zeiteinsatz der Unternehmensführung und deren Mitarbeitern zur Überwindung der Krise innerhalb der Unternehmung selbst entstehen.²³⁸

Die unmittelbaren Kosten können nach typischen Erfahrungen mit weniger als 10 % des Unternehmenswertes pro Jahr kalkuliert werden.²³⁹

Zusätzliche Kosten entstehen bei den Geschäftspartnern der betroffenen Unternehmung, da auch dort der Umgang mit der Krise bei dem Unternehmen Aufwand verursacht.²⁴⁰ Im weiteren Verlauf, spätestens in der Insolvenz der Unternehmung, werden die Kosten zunehmen.²⁴¹

2.6 Sanierungsbedürftigkeit, Sanierungsfähigkeit und Sanierungswürdigkeit von Unternehmen

Das dreigliedrige Schema aus:

1. Sanierungsbedürftigkeit,
2. Sanierungsfähigkeit und
3. Sanierungswürdigkeit

²³⁶ Vgl. BIGUS, J./SCHACHNER, L. (2008), S. 581.

²³⁷ Vgl. GIESSLER, J.W. (2018), S. 120.

²³⁸ Vgl. WIEGAND, P. (2014), S. 170.

²³⁹ Vgl. ANDRADE, G./KAPLAN, S. N. (1997), S. 24.

²⁴⁰ Vgl. KÜHL, S. (2020), S. 41.

²⁴¹ Vgl. CREDITREFORM (2020), S. 2.

von Unternehmen beschreibt zu prüfende Zustände, um weitere Entscheidungen zu begründen bzw. zu rechtfertigen.²⁴²

2.6.1 Sanierungsbedürftigkeit

Als erstes bestätigt die Sanierungsbedürftigkeit das Vorhandensein einer Krise. Reagiert das Unternehmen nicht auf die Sanierungsbedürftigkeit, führt nach dem Bundesfinanzhof der Verzicht auf eine Sanierung automatisch zur Insolvenz.²⁴³ Aus der Einschätzung des Bundesfinanzhofes kann abgeleitet werden, dass die Unternehmung die Krise nicht ohne aktive Hilfe wird überwinden können. So wird die Notwendigkeit von externen Sanierungsbeiträgen ein Element der Sanierungsbedürftigkeit.²⁴⁴

Ist die Sanierungsbedürftigkeit festgestellt, schließt sich zweitens die Prüfung der Sanierungsfähigkeit nahtlos an, bevor externe Sanierungsbeiträge geleistet werden.²⁴⁵

2.6.2 Sanierungsfähigkeit

Ein Unternehmen in der Krise ist immer dann sanierungsfähig, wenn die Unternehmensfortführung zeitnah zu positiven Einzahlungsüberschüssen und einer angemessenen Verzinsung des eingesetzten Kapitals führt.²⁴⁶ Die geforderten Gewinne dürfen dabei nicht einfach nur positiv sein, sondern müssen einer branchenüblichen Rendite entsprechen, wobei sich in der Praxis Probleme bei der Zuordnung zu einer Branche oder bei einem Nichtvorliegen der Branchenkennzahlen ergeben.²⁴⁷ Weil die gesamte Branche in eine Krise geraten kann, hat die Bewertung unter Berücksichtigung des systemischen Risikos zu erfolgen.

Voraussetzung für die Realisierung der geforderten Mindestrendite ist die Wiederherstellung der Wettbewerbsfähigkeit, um wieder wirtschaftlich sinnvoll am Markt teilnehmen zu können. Dies kann durch die Möglichkeit, neue Erfolgspotenziale zu heben und zu

²⁴² Vgl. BRANDSTÄTTER, J. (1993), S. 153.

²⁴³ Vgl. BFH-Urteil vom 25.10.1963 - I 359/60 S, BFHE 78, S. 308; BFH-Urteil vom 16.05.2002 - IV R 11/01, BStBl. II 2002, S. 854; BFH-Urteil vom 12.10.2005 - X R 20/03, BFH/NV 2006, S. 713.

²⁴⁴ Vgl. GRAPE, C. (2007), S. 15.

²⁴⁵ Vgl. MOHAUPT, J. (2017), S. 163.

²⁴⁶ Vgl. WP HANDBUCH (2019), Rn. 57 ff.

²⁴⁷ Vgl. BÖTTCHER, J./ WIEBUSCH, A. (2016), S. 161.

verwerten, sowie durch die Neuordnung bestehender Produktionsfaktoren erreicht werden. Wesentlich ist weiterhin die Zusicherung einer positiven Begleitung der Sanierung durch die die Unternehmung umgebenden Akteure.

Das Unternehmen ist sanierungsfähig, wenn die im Sanierungsplan geplanten Kapitalmarktmaßnahmen von allen Beteiligten getragen werden.²⁴⁸ Die Erfolgsaussichten sind bei älteren und größeren Unternehmen eher gegeben als bei jungen und kleinen Unternehmen, auch wenn dies nicht generell gilt.²⁴⁹

Bei größeren Unternehmen ist die Erfolgsaussicht für eine Sanierung höher, da den fixen Sanierungskosten der Gläubiger je Fall regelmäßig größere Forderungen gegenüberstehen. Die unterschiedlichen Erfolgsaussichten basieren weiterhin darauf, dass große Unternehmen in der Regel über mehr Vermögenssubstanz verfügen als kleinere Unternehmen.

Die Shareholder haben durch ihre Eigenschaft als Anteilseigner eine unmittelbare Beziehung zur Krisenunternehmung.²⁵⁰ Die Stakeholder hingegen haben zunächst eine vermeintlich indirekte Beziehung zu der Krisenunternehmung, wobei für etwaige Fremdkapitalgeber die Folgen der Insolvenz direkte Schäden verursachen werden. Der Kreis der Gläubiger nimmt im Verlauf der Krise zu, da Steuergläubiger, Lohngläubiger und solche, die Vorauszahlungen auf Güter oder Dienstleistungen geleistet haben, den Kreis der Kapitalgläubiger ergänzen. Die geschädigten Akteure können natürliche Personen aber auch beliebige Organisationen sein. Die Organisationen umfassen dabei Unternehmen, Gewerkschaften oder Verbände und auch den Staat. Die Bedingung der gegenseitigen Beeinflussungsmöglichkeit im Rahmen eines Stakeholder-Relationship-Managements erfüllt sich dabei fast immer.²⁵¹

Die Forderung einer marktüblichen Rendite gilt nicht grundsätzlich für die Eigenkapitalgeber. Bei der Prüfung der Sanierungsbedürftigkeit genügt ihnen als Beleg der Sanierungsfähigkeit zunächst die Wiederherstellung einer nachhaltigen Kapitaldienstfähigkeit

²⁴⁸ Vgl. REINER, K.M. (2010), S. 276 ff.

²⁴⁹ Vgl. KRANZUSCH, P./ICKS, A. (2018), S. 12.

²⁵⁰ Vgl. RAPPAPORT, A. (1986), S. 2 ff.

²⁵¹ Vgl. LINGNAU, V./BEHAM, F. (2018), S. 41.

und eine Rendite aus der Unternehmung selbst, die größer ist als jene bei der Zerschlagung der Unternehmung. Da die Liquidation der Unternehmung faktisch nie Vermögen zur Verteilung an die Eigenkapitalgeber erzeugt, ist die Sanierungsfähigkeit aus Sicht der Eigenkapitalgeber viel häufiger gegeben als dies für Gläubiger der Fall sein wird. Bei Familienunternehmen können monetäre Interessen sogar insgesamt nachrangig sein.²⁵²

Für Gläubiger stellt sich das Problem komplexer dar, weil sie eine heterogene und nicht institutionell organisierte Gemeinschaft sind. Friktionen treten in erster Linie durch den Grad der Besicherung der eigenen Forderung auf. Eine Bank als Profigläubiger wird die Krise eines Unternehmens anders bewerten, wenn die eigene Forderung besichert ist. Die Besicherung einer Immobilienfinanzierung erfolgt durch die Immobilie selbst, welche durch die Bank verwertet werden könnte. Der wirtschaftliche Schaden für die Bank wird gering sein. Schaden entsteht hingegen bei all jenen Gläubigern, die über keine Besicherung verfügen. Die Zustimmung zu einer Sanierung wird für die Forderungsinhaber zu unterschiedlichen Risiken führen.²⁵³

Die Inhaber besicherter, teilweise besicherter oder unbesicherter Forderungen werden die Entscheidungsfindung daran ausrichten, ob sie im Ergebnis der Sanierung mit der Begleichung der eigenen Forderungen rechnen können oder mindestens mit einer gegenüber den Liquidationserlösen höheren Befriedigung rechnen. Die Befriedigung aus der Sanierung heraus muss mindestens um eine risikoadäquate Verzinsung höher sein als der Liquidationserlös. Gleichzeitig darf sich die Befriedigungschance der Inhaber besicherter Forderungen nicht reduzieren. Die Sanierung könnte darüber hinaus gerechtfertigt sein, wenn soziale oder zwingende betriebliche Gründe vorliegen.²⁵⁴

Die Spekulation auf zukünftige Befriedigungen wird zum wesentlichen Entscheidungskriterium zur Bestätigung der Sanierungsfähigkeit aus Sicht der Fremdkapitalgeber. Der Faktor Zeit ist im Entscheidungsfindungsprozess von zusätzlicher Bedeutung, da die Sanierungschancen über den Zeitverlauf stetig abnehmen.²⁵⁵

²⁵² Vgl. ZIRENER, J./HAUTKAPPE, A. (2015), S. 20.

²⁵³ Vgl. GIESSLER, J.W. (2018), S. 118.

²⁵⁴ Vgl. BIEG, H./KUBMAUL, H./WASCHBUSCH, G. (2016), S. 128.

²⁵⁵ Vgl. GEULEN, M./MAHLENDORF, M. (2018), S. 63.

Das Ergebnis basiert auf der Bereitschaft der Gläubiger, die Sanierung positiv zu begleiten. Die Bereitschaft wird gesteigert, wenn es qualitativ gut durchdachte Maßnahmen gibt, um die Unternehmung zu sanieren und den Turnaround zu bewältigen. Objektivität gewinnen diese Planungen durch ein von einem erfahrenen Turnaround Manager erstelltes, unabhängiges Sanierungsgutachten.²⁵⁶

Die Bereitschaft der Gläubiger *pro* Sanierung und *contra* Liquidation wird leichter erreicht werden, wenn den Entscheidern valide Informationen vorliegen. Diese Daten können mit Hilfe von Managementtechniken ermittelt werden, wie z. B. mittels der Prognose zu zukünftigen Einzahlungsüberschüsse oder den denkbaren zukünftigen Zuständen auf Grundlage einer Szenarioanalyse.²⁵⁷

Größere Unternehmen verfügen eher über definierte kaufmännische Organisationen als kleinere Unternehmen. Weil auch größere Unternehmen nicht stets über eine valide Datenlage verfügen, muss der Insolvenzverwalter diese Daten selbst generieren. Bei KMU ist dies eine eher typische Aufgabe des Insolvenzverwalters.²⁵⁸

Führen die Daten beim Gläubiger zu der Überzeugung, im höheren Fortführungswert die bessere Befriedigung zu finden als im geringeren Liquidationswert, so wird auch die Entscheidung für den Sanierungsversuch fallen. Die Nebenbedingung der erfolgreichen Sanierungswürdigkeitsprüfung muss positiv erfüllt sein.²⁵⁹

2.6.3 Sanierungswürdigkeit

Die Sanierungswürdigkeit kann kaum in einem objektiven Prüfungsablauf ermittelt werden. Die noch als objektiv anzusehende Prüfung zukünftiger Einzahlungsüberschüsse, bzw. der Wettbewerbsfähigkeit am Markt und der damit verbundenen Rentabilität wird ersetzt durch eine Vertrauensprüfung.²⁶⁰

Die Insolvenzordnung greift, sobald das Vertrauen der Gläubiger gegenüber dem Unternehmen verloren ist. Die Prüfung der Sanierungswürdigkeit ist somit regelmäßig die

²⁵⁶ Vgl. SCHIMMELFEDER, K. (2019), S. 528 f.

²⁵⁷ Vgl. LOY, T. (2015), S. 2885 ff.

²⁵⁸ Vgl. Interview HAMMES, Anhang, ZN 31 ff.

²⁵⁹ Vgl. FISCHER, T. (2013), S. 6.

²⁶⁰ Vgl. LANG, S. (2017), S. 127.

letzte betriebswirtschaftliche Vertrauensprüfung. Vertrauen ist dabei eine subjektive Größe. Geprüft wird speziell das Vertrauen der Gläubiger in das verschuldete Unternehmen, bzw. in die dortige Geschäftsführung und - sofern vorhanden - das Vertrauen in den Insolvenzverwalter und die jeweils anderen Gläubiger.²⁶¹ Die Wahrscheinlichkeit, eine harmonische Entscheidung zu finden, nimmt mit der zunehmenden Anzahl der beteiligten Akteure stark ab.²⁶²

Weil es nicht „den“ Gläubiger gibt, ist die Notwendigkeit von Vertrauen in die Unternehmung bei den Gläubigern nicht gleichverteilt. Mit der Entscheidung eines Kapitalgläubigers zu einer Sanierung fällt regelmäßig die Entscheidung zur Sanierung insgesamt. Eine Sanierung gegen den Willen der Kapitalgläubiger wird in der Praxis nicht vorkommen. In abgeschwächter Form, aber mit vergleichbarem Ausgang, wird die Entscheidung des Steuergläubigers wirken. Abgeschwächt ist die Position des Steuergläubigers gegenüber dem Kapitalgläubiger, da umfangreichere rechtliche Möglichkeiten bestehen, die Zustimmung zur Sanierung von Finanzämtern zu erzwingen. Diese Möglichkeiten reduzieren sich, sobald der Steuergläubiger als Kommune auftritt. Gerichte stellen darauf ab, dass eine Sanierung nur dann sinnvoll ist, wenn das Unternehmen einen relevanten Faktor im Wirtschaftsleben darstellt.²⁶³

Der Grad des Vertrauens bei Lohngläubigern, Gläubigern aus Lieferbeziehungen oder den Kunden, die Gläubiger sind, weil sie Anzahlungen geleistet haben, ist weniger bedeutend. Der Bedeutungsverlust begründet sich dadurch, dass diese Gruppe der Gläubiger weniger in Entscheidungsprozesse zur Sanierung eingebunden sein wird.

Aus der Anzahl und der Heterogenität der Gläubiger ergeben sich Probleme. Die hieraus resultierenden Probleme lassen sich als Principal-Agent-Problem und spieltheoretisch analysieren.²⁶⁴

In erster Linie müssen die Gläubiger die Bereitschaft zur Sanierung aus dem Vertrauen in einen positiven Ausgang des Prozesses schöpfen. Es entstehen offenkundige Zielkon-

²⁶¹ Vgl. IMGRUND, M. (2009), S. 177.

²⁶² Vgl. GIMBEL, M. (2014), S. 57.

²⁶³ Vgl. SCHMITTMANN, J. (2021b), S. 439.

²⁶⁴ Vgl. NUISSL, H./ SCHWARZ, A./ THOMAS, M. (2002), S. 59.

flikte, da die Forderungsinhaber auf eine ihren Forderungen entsprechende Kapitaldienstfähigkeit als Ziel der Sanierung abstellen.²⁶⁵ Eine nachhaltige Lösung der Probleme und eine wirtschaftliche Gesundung der Unternehmung mag ein Gläubiger begrüßen, als Ziel wird jedoch die eigene finanzielle Befriedigung, respektive die eigene Schadensminimierung zentral sein.²⁶⁶ Speziell Banken befinden sich in einer ständigen Gefahr, als Gläubiger Schaden zu nehmen.²⁶⁷

Es wäre nur natürlich, wenn das Vertrauen weniger in die Unternehmung selbst als vielmehr in das Management der Unternehmung aufgebaut werden muss. Dieser Gedanke findet Parallelen in der Bewertung von Start-up-Unternehmen durch Private Equity-Gesellschaften, die zentral den Gründer, bzw. die Gründerin bewerten.²⁶⁸

Wird als Grund für die Krise ein Fehlverhalten oder Fehlentscheidungen des Managements identifiziert oder auch nur vermutet, so wird der Verbleib des bisherigen Managements in der Unternehmung den Aufbau einer vertrauensvollen Beziehung erschweren. Die Gläubiger müssen einerseits der ökonomischen Fähigkeit, andererseits der moralischen Integrität des Managements vertrauen. Erschwerend wirkt sich jede Form von Zurückhaltung der Eigentümer der Unternehmung selbst aus, z. B. immer dann, wenn diese noch aus eigener Kraft Sanierungsmaßnahmen finanzieren könnten, diesen Einsatz jedoch scheuen.²⁶⁹

Ein risikoscheues Verhalten der Eigentümer kann dabei rational sein, wenn er privates Vermögen schützen will, bereits viel geleistet hat oder andere zukünftige Risiken sieht. Manager hingegen zeigen oft zunehmende Risikofreude, je schlechter die Entwicklung verläuft.²⁷⁰ Die Gläubiger neigen regelmäßig dazu, ein zusätzliches finanzielles Engagement zu verweigern und das bestehende zu reduzieren.²⁷¹

²⁶⁵ Vgl. BIGUS, J. (2007), S. 570.

²⁶⁶ Vgl. SCHEIFELE, J. (2017), S. 14.

²⁶⁷ Vgl. KREMSER, C. (2014), S. 309.

²⁶⁸ Vgl. RITTER, F. (2019), S. 21.

²⁶⁹ Vgl. MORITZ, S. (2020), S. 10.

²⁷⁰ Vgl. GÜNTHER, T./ DETZNER, M. (2012), S. 247.

²⁷¹ Vgl. GIESSLER, J.W. (2018), S. 118.

Schwierig ist der Aufbau von Vertrauensbeziehungen immer dann, wenn dies nicht die erste schwere Krise der Unternehmung ist. Frühere erfolgreiche Sanierungsprozesse können den Gläubigern Sicherheit stiften, dass die Sanierung erneut gelingen wird. Sie können aber auch gegenteilig abschreckend wirken, da die neue Krise als ein Scheitern des letzten Sanierungsprozesses und damit des Managements erklärt werden kann. Vertrauen ist auch deshalb zentral, weil es für die beteiligten Akteure die hochkomplexen Kooperationsbeziehungen vereinfacht. Diese Vereinfachung findet besonders auf einer sozialen Ebene statt.²⁷²

Der Prozess wird problematisch, sobald Gläubiger an dem Sanierungsansatz der Unternehmen zu zweifeln beginnen oder ohne ihre Zustimmung unterschiedliche Behandlungen erfahren.²⁷³

Ist die Reputation der Geschäftsleitungsorgane nachhaltig beeinträchtigt, so bleibt nur deren Austausch. Da Geschäftsleitungsorgane vielfach auch Gesellschafter sind, ist das nicht immer möglich. Der Austausch stellt Vertrauen in die Unternehmung nicht zwingend wieder her, weil der Reputationsverlust auch dem Unternehmen und der Geschäftsidee selbst anhaftet.²⁷⁴

2.7 Außergerichtliche Sanierung als ideale Sanierungsoption

Sanierung ist als Begriff auf das lateinische „sanare“ zurückzuführen, was Heilung bedeutet. Sanierungsaktivitäten zielen allgemein auf die Heilung der wirtschaftlichen Probleme einer Unternehmung ab.²⁷⁵ Die Sanierung im engeren Sinne stellt auf Szenarien ab, in denen die Krise wirksam ist, also der Fortbestand der Unternehmung gefährdet ist.²⁷⁶

Sanierung verlangt Geschwindigkeit. Die Eröffnung eines Insolvenzverfahrens ist drei Wochen nach Eintritt der Zahlungsunfähigkeit²⁷⁷ zwingend zu stellen.²⁷⁸ Fristverlängerungen oder Aufschübe sind nicht vorgesehen. Die Auslösung eines Insolvenzverfahrens

²⁷² Vgl. TANNER, J. (2014), S. 86.

²⁷³ Vgl. NIERING, C./ HILLEBRAND, C. (2020), S. 29.

²⁷⁴ Vgl. Interview HAMMES, ANHANG, ZN 107 ff.

²⁷⁵ Vgl. HEIDECKE, B./ SCHMIDTKE, R./ WILMANN, J. (2017), S. 21.

²⁷⁶ Vgl. SEEFELDER, G. (2012), S. 28.

²⁷⁷ dazu Kapitel 4.1.1.2

²⁷⁸ Vgl. § 15 a Abs. 1 InsO.

schließt außergerichtliche Sanierungsbemühungen weitgehend aus. Der Faktor Zeit ist neben dem Faktor Liquidität ein dominierendes Kriterium für den Sanierungserfolg.²⁷⁹ Sanierungsoptionen sind nach dem Wirkungsgrad abnehmend zu sortieren und umzusetzen.²⁸⁰

Die Sanierung kann auf zwei Wegen stattfinden:

1. im Rahmen eines gerichtlichen Verfahrens, oder
2. als außergerichtliches Verfahren.

Erstens bietet sich ein gerichtliches Verfahren an, in dem die beteiligten Akteure sich einem stark formalistisch geprägten ordnungspolitischen Rahmen unterwerfen.²⁸¹

Wesentliche Entscheidungsträger sind hierbei Juristen. Die Dominanz der Juristen in diesem Verfahrensabschnitt führt dazu, dass die Mehrzahl der Unternehmen ohne beachtliche Sanierungsbemühungen abgewickelt werden.²⁸² Weil sich Juristen der Entscheidung formal nähern, folgen sie der Logik des Nullsummenansatzes. In der Realität bedeutete das Anstoßen eines formalen juristischen Verfahrens oft die Einstellung der Sanierung zugunsten der Verwertung und Verteilung im Insolvenzverfahren. Das trifft umso häufiger zu, je kleiner die Unternehmen sind, weil die fixen Sanierungskosten ein Engagement wirtschaftlich nicht sinnvoll erscheinen lassen - eine Praxis, welcher der Gesetzgeber mit den Insolvenzrechtsreformen entgegenwirken wollte.²⁸³ Auch wenn Verbesserungen erkennbar sind, steht ein optimaler rechtlicher Rahmen für den Erhalt von Unternehmen noch aus.²⁸⁴

Ein „optimales“ Insolvenzrecht muss einen Ausgleich finden zwischen dem Ziel der Erhaltung von Unternehmen und speziell den damit verbundenen Arbeitsplätzen auf der einen Seite und den berechtigten Interessen der Gläubiger auf der anderen Seite. Unberechtigte Interessen der Gläubiger könnten Bestrafungsabsichten gegenüber dem Schuldner sein. Den gesetzgebenden Organen ist die mögliche Benachteiligung der Gläubiger

²⁷⁹ Vgl. NIERING, C./ HILLEBRAND, C. (2020), S. 23.

²⁸⁰ Vgl. DIPPEL, T. (2013), S. 170.

²⁸¹ Vgl. MAYR, S. (2018), S. 120.

²⁸² Vgl. LAMBRECHT, M. (2010), S. 24.

²⁸³ Vgl. DRUKARCZYK, J. (2015), S. 110.

²⁸⁴ Vgl. MOLDENHAUER, R. (2016), S. 48.

bei einer Machtverschiebung hin zu den Schuldnern klar, da speziell im Rahmen der Eigenverwaltung die Gefahr einer Gläubigerbenachteiligung vorhanden ist. Die Begleitung der Eigenverwaltung durch einen Sachwalter vermag die Gefahr vielleicht verringern, aber nicht zu bannen.²⁸⁵

Eigenverwaltung beschreibt einen Sanierungsansatz, bei dem die bisherigen Geschäftsleitungsorgane weiterhin die Unternehmung führen.²⁸⁶

Der Insolvenzverwalter ist ein zentraler Akteur in dem Verfahren, von dessen Fähigkeiten das Gelingen der Sanierung wesentlich abhängig ist. Ein größerer Anteil von Betriebswirten in diesem Bereich könnte die gegenwärtige Verteilung zugunsten echter Sanierungsversuche verändern, weil sie in Kategorien eines Positivsummenspiels denken.²⁸⁷

Positivsummenspiel bedeutet in diesem Zusammenhang, dass die Unternehmung nach der Überwindung der Krise wieder Gewinne erwirtschaftet, es eine Win-Win-Situation für alle Beteiligten gibt. Positivsummendenken sieht die Steigerung von Einkommen oder Vermögen durch genutzte Kooperationsmöglichkeiten.

Analog zur Betrachtung einer Unternehmenskrise gilt, dass eine erfolgreiche Sanierung wahrscheinlicher wird, je früher die Sanierungsmaßnahmen einsetzen. Eine verzögerte Sanierung scheitert in den überwiegenden Fällen.²⁸⁸ Findet die Sanierung im Rahmen eines Insolvenzverfahrens statt, so wird ein Erfolg wahrscheinlicher, je intensiver im Vorfeld der Verfahrenseröffnung bereits außergerichtlich für den Erfolg der Sanierung gearbeitet wurde. Das gilt intern für den Aufbau der Sanierungskompetenz ebenso wie für die Einbeziehung der zentralen Gläubiger, solange noch keine Pflicht für eine Insolvenzeröffnung besteht. Die Sanierung beginnt konsequenterweise regelmäßig als außergerichtlicher Prozess.²⁸⁹

Zweitens ist eine außergerichtliche Sanierung als Alternative zu einer gerichtlichen Sanierung eine Option. Kernidee der außergerichtlichen Sanierung, auch außergerichtlicher Vergleich genannt, ist der Vertragsabschluss zwischen

²⁸⁵ Vgl. Regierungsentwurf zur Insolvenzordnung (1992), S. 224.

²⁸⁶ Vgl. SCHULZ, B. (2017), S. 78 f.

²⁸⁷ Vgl. GLESS, S-E./ UNDRITZ, S-H./ LAMBRECHT, M. (2014), S. 263.

²⁸⁸ Vgl. Interview HAMMES, ANHANG, ZN 69 ff.

²⁸⁹ Vgl. SEEFELDER, G. (2018), S. 3.

Krisenunternehmen und Gläubigern. Es handelt sich dabei um freie Vereinbarungen nach bürgerlichem Recht, die individuell ausgehandelt werden und deshalb ohne gesonderte gesetzliche Regelungen auskommen. Obgleich die Verträge einzeln verhandelt werden, gehören sie zum Konzept einer eindeutigen Sanierungsstrategie und bieten dem Management der Unternehmung die Möglichkeit, die Unternehmenskrise imageschonend zu überwinden.²⁹⁰

Ein Stab qualifizierter und guter Berater bildet die Grundlage einer erfolgreichen außergerichtlichen Sanierung. Zwingend muss der Beraterstab auf Geschäftsleitungsorgane treffen, welche einsichtsfähig sind und über eine positive Fehlerkultur verfügen.²⁹¹

In der Phase des Abschlusses einer Vielzahl von Einzelvereinbarungen setzt sich ein Management und ggf. ein Sanierungsberater Haftungsrisiken aus. In Haftung genommen werden können sie durch einen Insolvenzverwalter, wenn das Sanierungsvorhaben scheitert.²⁹²

Mit den ersten Symptomen einer Unternehmenskrise sollte die Unternehmensführung idealerweise unverzüglich handeln. Zunächst müssen die momentane Situation sowie die voraussichtliche Entwicklung analysiert werden, damit ein Leitbild der sanierten Unternehmung entwickelt werden kann.²⁹³ Zusätzlich sind die exogenen und endogenen Ursachen für die Krisensituation zu identifizieren. Diese Schritte sind eine unabdingbare Voraussetzung für die geeignete Auswahl von Maßnahmen zur Rettung der Unternehmung in der Krise.²⁹⁴

Die erste Phase dient der Erhaltung der Unternehmung und findet sich in der Literatur als Sanierung, idealerweise mit einem ganzheitlichen Sanierungskonzept.²⁹⁵ An die Sanierungsphase schließt sich eine Restrukturierungsphase an. Anders als die Restrukturierung ist die Sanierung eher kurzfristig angelegt. Die Fristigkeiten sind nicht scharf abgrenzbar,

²⁹⁰ Vgl. LIESER, J./ JÜCHSER, A. (2019), S. 167.

²⁹¹ Vgl. Interview HAMMES, ANHANG, ZN 180 ff.

²⁹² Vgl. SPAHLINGER, A./ GLEISS, L. (2017), S. 106.

²⁹³ Vgl. IDW S6, (2018), Tz. 90.

²⁹⁴ Vgl. KNECHT, T./ HOMMEL, U./ WOHLBERG, H. (2018b), S. 33.

²⁹⁵ Vgl. BRUNKE, B./ KLEIN, J. (2012), S. 47.

so beschreibt Sanierung eher operatives und Restrukturierung eher strategisches Management.²⁹⁶ Die Sanierung beschäftigt sich also mit dem Einsatz der vorhandenen Ressourcen, die Restrukturierung mit dem Aufbau neuer Ressourcen. Mit den neu entwickelten Ressourcen soll die Unternehmung im veränderten Marktumfeld bestehen können.²⁹⁷

2.7.1 Die Vorbereitung der außergerichtlichen Sanierung

Es existieren zahlreiche Vergleichsformen, die im Vorfeld der außergerichtlichen Sanierung eingesetzt werden können. Die Besonderheit ist die Vertragsfreiheit, es kann eine Differenzierung zwischen Stundungs-, Raten-, Erlass-, Liquidations- und Beteiligungsvergleich vorgenommen werden. Durch die außergerichtliche Sanierung entstehen im Vergleich zum Insolvenzverfahren geringere direkte Kosten, da kein Insolvenzverwalter benötigt wird.²⁹⁸

Der Liquidationsvergleich bleibt im Weiteren unbeachtet, da er zum Ziel die Unternehmenserschlagung hat und nicht zu der Gruppe der Sanierungsmaßnahmen gehört.²⁹⁹

Ein Stundungsvergleich oder auch Moratorium ist zielführend, wenn sich das Krisenunternehmen in einer nur zeitlich begrenzten Illiquidität befindet.³⁰⁰ Hierbei gewährt der Gläubiger dem Schuldner einen zeitweisen Zahlungsaufschub.³⁰¹

Das Unternehmen hat in dieser Zeit der Stundung z. B. die Möglichkeit, Vermögensteile zu liquidieren. Während des Moratoriums bleibt die Schuld in voller Höhe bestehen. Eine Ergänzung zur Stundung ist ein Ratenvergleich. In diesem Fall werden die Forderungen umgelegt in Raten bzw. Teilforderungen mit weiter in der Zukunft liegenden Fälligkeitsterminen.³⁰²

²⁹⁶ Vgl. JOHNSON, G./ WHITTINGTON, R./ SCHOLLES, K./ ANGWIN, D. (2018), S. 610.

²⁹⁷ Vgl. EVERTZ, D./ KRYSTEK, U. (2010), S. 9 f.

²⁹⁸ Vgl. KRAUSE, N. (2016), S. 122.

²⁹⁹ Vgl. DEPRÉ, P. (2012), S. 47.

³⁰⁰ Vgl. SÄMISCH, H. (2018), S. 145.

³⁰¹ Vgl. SCHÄFLER, F./ LÄGLER, U. (2018), S. 15.

³⁰² Vgl. FAULHABER, P./ LANDWEHR, N./ GRABOW, H-P. (2009), S. 53.

Der Beteiligungsvergleich, der Debt-Equity-Swap, konzentriert sich meist auf Großgläubiger. Diese werden mittels Umwandlung der Forderungen in Eigenkapital der Gesellschaft zu Mitgesellschaftern.³⁰³

Bei einem Erlassvergleich verzichten Gläubiger mindestens auf Teile ihrer Forderungen. Die übrige Schuld kann mittels Sofortzahlung, Raten- oder Stundungsvergleich beglichen werden. Im Ergebnis wird die Unternehmung bilanziell entschuldet.³⁰⁴ Die bilanzielle Entschuldung kann zu Sanierungserträgen führen, welche steuerfrei bleiben.³⁰⁵

Der Erlass der gesamten Schuld ist in Sanierungen nur selten und bleibt ein theoretischer Ansatz. Voneinander abgegrenzt werden bedingter und unbedingter Schuldverlass. Bei dem bedingten Schuldverlass wird die Forderung nur zunächst erlassen. Sie kann unter bestimmten Voraussetzungen in einem neuen Schuldverhältnis wiederaufleben. Bei einem unbedingten Erlass löst sich die Schuld gänzlich auf. Im Falle einer erfolgreichen Sanierung muss sie auch nicht mehr nachgezahlt werden.³⁰⁶

Welche Vergleichsform innerhalb eines Sanierungsprozesses zu wählen ist, ist abhängig von der wirtschaftlichen Gesamtsituation des krisenbetroffenen Unternehmens und den Interessen der Gläubiger. Sollte die Sanierung an einer Sanierungsunfähigkeit scheitern, wird eine ordentliche Liquidation die Insolvenz schadensminimierend ersetzen.³⁰⁷

Wenngleich die Gegenmaßnahmen ohne Verzögerung eingeleitet werden sollen, so gibt es vor dem Schritt in die Öffentlichkeit der Gläubiger interne Optionen, mit der Krise umzugehen. Die Sanierungsoptionen sind:

1. leistungswirtschaftlicher und
2. finanzwirtschaftlicher Natur.³⁰⁸

³⁰³ Vgl. SCHÜLER, A./DIRSCHEDL, C. (2016), S. 354.

³⁰⁴ Vgl. HAISCH, M./LECHNER, F. (2017), S. 792.

³⁰⁵ Vgl. HASBACH, A./OESTERWINTER, P./FAHJE, L. (2020), S. 1249.

³⁰⁶ Vgl. LICHTENTHÄLER, R. (2018), S. 1447.

³⁰⁷ Vgl. GRIESS-NEGA, T. (2006), S. 288.

³⁰⁸ Vgl. DIRSCHEDL, C. (2015), S. 48.

2.7.1.1 Leistungswirtschaftliche Sanierungsmaßnahmen

Zur leistungswirtschaftlichen Sanierung können Maßnahmen ergriffen werden, mit denen die Struktur der Unternehmung und deren Wertschöpfungsprozesse angepasst werden können. Es ergeben sich in erster Linie operative Bezüge und diese umfassen die Bereiche Forschung und Entwicklung, Beschaffung, Produktion, Absatz, Finanzen, Controlling, IT und HR.³⁰⁹

Bei dem Ansatz, wirtschaftlich vorrangige von nachrangigen Maßnahmen zu trennen, unterstützt eine Analyse der Betriebskosten. Regelmäßig wird der Personalbereich dabei besonders kostenintensiv sein. Eine Reduzierung der Mitarbeiterzahl hat unmittelbare Effekte auf die Kostenstruktur und verbessert die Liquiditätslage der Unternehmung. Die betriebsbedingte Kündigung stellt hierbei neben der Kurzarbeit oder einem freiwilligen Verzicht der Mitarbeiter eine schnell wirkende Möglichkeit dar.³¹⁰

Vielfach existiert in mittelständischen Unternehmen und besonders in inhabergeführten Familienunternehmen jedoch eine Abneigung, Mitarbeitern zu kündigen.³¹¹ Unternehmensführungen versuchen einen Ausgleich dahingehend, dass zunächst nicht betriebsnotwendiges Vermögen verkauft wird, bevor betriebsbedingte Kündigungen ausgesprochen werden. Naheliegend sind Immobilien aus dem Anlagevermögen.³¹²

Weil sich Unternehmensführungen so verhalten, werden nachrangige und konfliktfreiere Maßnahmen den vorrangigen und konfliktbeladenen Maßnahmen vorgezogen.

Die Verwertung von Anlagen oder Maschinen wird zunehmend schwieriger, weil der technische Fortschritt den Wertverlust beschleunigt. Ein Verkauf in Zeitnot wird zudem den Kaufpreis gegenüber dem Verkauf in einer nicht dominierten Situation reduzieren.³¹³

³⁰⁹ Vgl. WERNER, H./BALZER, H. (2017), S. 129.

³¹⁰ Vgl. BROSE, W. (2019), S. 326 f.

³¹¹ Vgl. SEEFELDER, G. (2012), S. 190 f.

³¹² Vgl. LÖSER, A. (2019), S. 52.

³¹³ Vgl. VOLLMER, S. (2016), S. 16.

Bei der Allokation der eigenen Produktionsfaktoren müssen schon deshalb alle Möglichkeiten genutzt worden sein, weil die Gläubiger sonst ungleich schwerer zu einem Moratorium, einem Debt-Equity-Swap oder vergleichbaren harten Einschnitten bereit sein werden.³¹⁴

2.7.1.2 Finanzwirtschaftliche Sanierungsmaßnahmen

Der zweite Punkt beschreibt finanzwirtschaftliche Sanierungsmaßnahmen. Jede Investition dient dem Zwecke der Leistungssteigerung, der Leistungsverbesserung oder mindestens des Leistungserhalts. Diese Kosten, bzw. im M&A Rahmen eine Zuführung von Ressourcen zur Reallokation der Produktionsfaktoren sind in der Prüfung der Sanierungsfähigkeit zu ermitteln und zu beachten.³¹⁵

Finanzwirtschaftliche Sanierungsbemühungen stellen zunächst auf die Sicherung der Liquidität der Unternehmung ab. Gelingt die Sicherung, entfällt die Zahlungsunfähigkeit als Insolvenzgrund.³¹⁶ Wird die Liquidität nicht wiederhergestellt, so endet die Krise aufgrund der Zahlungsunfähigkeit in der Insolvenz der Unternehmung.³¹⁷ Die internen Maßnahmen der Unternehmung zielen auf die kurzfristigen Einnahmen und die kurzfristigen Kosten ab. Ist das Unternehmen in der Lage, eine Eskalation der Liquiditätskrise zu verhindern und eine Insolvenz zu vermeiden, eröffnen sich weitere Handlungsspielräume.

Voraussetzung für den Angang der Maßnahmen ist eine finanzielle Restpotenz der Unternehmung, die entweder auf eigenen finanziellen Mitteln basiert oder durch die Gläubiger oder die Eigner der Unternehmung gestiftet wird. Wenn das Unternehmen über keinerlei finanzielle Spielräume mehr verfügt, beschränken sich die Maßnahmen auf die Optimierung der bestehenden Ein- und Auszahlungen.³¹⁸

Zur Sicherung der Liquidität wird die Einnahmeseite der Unternehmung zu untersuchen und ein effizienteres Forderungsmanagement zu etablieren sein. Kurzfristig umsetzbare Instrumente sind ein optimiertes Mahn- und Inkassowesen, Prüfung bestehender Zahlungsvereinbarungen und Zahlungsziele. Mittelfristig kann ein Factoringsystem etabliert

³¹⁴ Vgl. HELMS, N. (2020), S. 85.

³¹⁵ Vgl. BACHMANN, C. (2019), S. 116.

³¹⁶ Vgl. PEPELS, W. (2015), S. 153.

³¹⁷ Vgl. PARZINGER, J./ LAPPE, J./ MEYER-LÖWY, B. (2019), S. 2144.

³¹⁸ Vgl. MÜLLER, F. (2010), S. 35.

werden und langfristig kommt Sale-and-Lease-Back in Frage, falls das Unternehmen über bis dahin nur mäßig belastete Immobilien³¹⁹ oder sonstiges Anlagevermögen verfügt.³²⁰

Verfügt die Unternehmung über Forderungen gegenüber den eigenen Kunden, so kann der Verkauf von Forderungen, das Factoring die finanziellen Sofortmaßnahmen ergänzen. Der positive Effekt wird dadurch erreicht, dass 80 % bis 90 % der Forderungsbeträge dem Unternehmen sofort zur Verfügung stehen und das Unternehmen selbst wiederum die eigenen Lieferanten schneller bezahlen kann, in der Regel bei Ausnutzung der Skonti.³²¹

Als eine weitere Sofortmaßnahme gilt der Abverkauf der Lagerbestände.³²² Durchschnittlich entsprechen die Lagerbestände 14 % des Umsatzes und sind so wesentlich für die Liquidität der Unternehmung, wie aus der Analyse des Working Capitals ermittelt werden kann.³²³ Die Preise der Waren sollten so niedrig gewählt werden, dass eine unmittelbare Liquiditätswirkung eintritt. In der Sanierungsphase dienen die Aktivitäten zum Erhalt der Unternehmung und ein zunächst irrational wirkendes Verhalten wird in diesem Licht zu einem rationalen Verhalten. Irrational, aber in einer Krise rational, könnte es demnach sein, die Lagerbestände auch unterhalb der Herstellungskosten zu verkaufen. Umzusetzen wäre dies imageschonend als Werbe- oder Rabattmaßnahme.³²⁴

Weitere klassische Instrumente zur Beschaffung von Fremdkapital stellen regelmäßig keine Option für die Unternehmung dar. Die Bonität einer Unternehmung in einer Krise ist per Definition schwach und wird stärker zukunftsorientiert ausgerichtet.³²⁵ Eine Ausnahme bilden eingeforderte, aber noch ausstehende Einlagen im gezeichneten Kapitel.

Der Ersatz des klassischen Bankdarlehens kann ein Darlehen durch einen Gesellschafter sein. Der Vorteil besteht in der unmittelbaren positiven Wirkung auf die Liquidität der

³¹⁹ Vgl. HOHBERGER, S./ DAMLACHI, H. (2019b), S. 872.

³²⁰ Vgl. VINNEN, T. (2016), S. 60.

³²¹ Vgl. GRUNDMANN, W. (2019), S. 121.

³²² Vgl. WITT, P. (2019), S. 110.

³²³ Vgl. LOCKER, A./ GROSSE-RUYKEN, P. T. (2018), S. 137.

³²⁴ Vgl. TOBIES, M. (2019), S. 396.

³²⁵ Vgl. HOLTKÖTTER, D. (2013), S. 74.

Unternehmung und in dem optimistischen Signal, welches der Gesellschafter an die Gläubiger sendet. Technisch ist ein Gesellschafterdarlehen ein gewöhnliches Darlehen, welches nach der Überwindung der Krise an den Gesellschafter zurückzuzahlen ist. Der wesentliche Unterschied besteht im Risiko, welches der Darlehensgeber eingeht.³²⁶ Bei Kapitalgesellschaften besteht zusätzlich die Gefahr einer Überschuldung im insolvenzrechtlichen Sinn.

Die Maßnahmen sind gleichberechtigt zu verfolgen, da es für das Ergebnis der Wiederherstellung der Liquidität nachrangig bleibt, ob das Ziel durch eine Kürzung auf der Ausgabenseite³²⁷ oder durch eine Erhöhung auf der Einnahmeseite erreicht wird.³²⁸

Finanzwirtschaftlichen Maßnahmen kommt eine Schlüsselrolle zu, da die Liquiditätssituation die Handlungsoptionen der Unternehmensführung bestimmt. Die Handlungsoptionen der Unternehmensführung wiederum bestimmen die Wahrscheinlichkeit einer erfolgreichen Sanierung.³²⁹

Scheitert der Sanierungsversuch und der Prozess wechselt von der außergerichtlichen Sanierung in eine gerichtliche Sanierung, so wird aus dem Gesellschafterdarlehen ein nachrangiges Darlehen. Regelmäßig können nachrangige Darlehen nicht mehr aus der Insolvenzmasse bedient werden.³³⁰ Wäre die Insolvenzmasse noch so groß, dass auch nachrangige Darlehen noch befriedigt werden könnten, so dürfte die Bonität der Unternehmung regelmäßig noch ausreichend für eine weitere klassische Bankfinanzierung sein. Zur Prüfung verlangen Banken exemplarisch Informationen zur Liquiditätsplanung und Protokolle von Gesellschafterversammlungen.³³¹

³²⁶ Vgl. BEA, S. M. (2015), S. 266 f.

³²⁷ Vgl. BOZICEVIC, F. (2020), S. 3.

³²⁸ Vgl. BROCKMANN, B. (2020), S. 44.

³²⁹ Vgl. LINGEL, M. (2020), S. 22.

³³⁰ Vgl. SCHMID-BURGK, K. (2017), S. 3057.

³³¹ Vgl. BOCK, S. (2019), S. 511.

2.7.2 Gesellschafterdarlehen als Self-Selection Instrument

Die Haftungsbegrenzung verpufft als Schutzfunktion für die Eigentümer, sobald die Gesellschafter ihr persönliches Vermögen der Gesellschaft zuführen. Ein Engagement mit Privatvermögen lässt sich vielfach beobachten.

Dies ist ein Beleg für die enge Beziehung der Unternehmer mit ihren Unternehmen. An dieser engen Beziehung ändert auch eine Rechtsformwahl mit Haftungsbeschränkung oder ein späterer Wechsel der Rechtsform nichts.³³² Die Haftungsbegrenzung entsprechend der Rechtsform greift in all jenen Fällen nicht, in denen der Unternehmer privat haftendes Kapital einbringt, z. B. als Bürgschaften für Darlehen an die Gesellschaft. Verstärkt wird dieser Effekt auch als Folge des Self-Selection, indem die Banken als ergänzende Financiers ein eigenes Engagement vom Engagement des Unternehmers abhängig machen.³³³

Das Ziel der Self-Selection liegt in der Überwindung von Entscheidungsunsicherheiten der Bank. Diese Entscheidungsunsicherheiten resultieren aus der schwer zu bewertenden Faktenlage der Sanierungspläne und der unsicheren Qualität der Prognosen. Entsprechende Self-Selection-Instrumente werden als Ansatz zur Risikoabsicherung und Risikoreduzierung bei den Entscheidern eingesetzt. Self-Selection-Strategien stellen darauf ab, dass die Bank aus dem Verhalten der Gesellschafter Rückschlüsse auf deren Einschätzung der Sanierungschance ableiten kann.³³⁴ Vertraut der Unternehmer, bzw. vertrauen die Gesellschafter nicht auf die positive Zukunft der Unternehmung, warum sollte die Bank darauf vertrauen.³³⁵

Unterschiede zwischen Kapital- und Personengesellschaften können nicht automatisch erwartet werden, da vielfach die Geschäftsführung einer Kapitalgesellschaft gleichzeitig Gesellschafter ist und in Krisen ebenso mit Privatvermögen einspringt, wie es in der Pri-

³³² Vgl. HABERLAND, F. (2017), S. 325 ff.

³³³ Vgl. GROBER, B. (2016), S. 441.

³³⁴ Vgl. GRETHE, C. (2010), S. 62.

³³⁵ Vgl. HANSMANN, M. (2020), S. 303.

vatgesellschaft beobachtbar ist. Wird das Institut eines Geschäftsführers nur vorgeschoben, so tritt der tatsächlich Entscheidende als faktischer Geschäftsführer in die Haftung eines ordentlich bestellten Geschäftsführers ein.³³⁶

Ein Self-Selection Effekt kann in einer erweiterten Perspektive auch durch die Handlung Dritter erzeugt werden. Exemplarisch würde die Entscheidung eines bisher unbeteiligten Akteurs so interpretiert werden, wenn dieser als neuer Gesellschafter Kapital für den Turnaround in die Gesellschaft einbringt. Im weitesten Sinne könnte das ein Bürgschaftseffekt sein oder eine Patronatserklärung, welche in der Realität aber nur selten beobachtbar sein werden.³³⁷

Da die Liquiditätskrise auch eine Vertrauenskrise darstellt, fällt den Banken oder sonstigen Kreditgebern eine zentrale Rolle zu. Haben sie weiterhin Vertrauen in die Unternehmung im Allgemeinen und die Unternehmensführung im Speziellen, so können sie schnell Liquidität zur Verfügung stellen und so die Liquiditätskrise beenden. Das gilt sowohl für die Makro- als auch für die Mikroebene.³³⁸ Das Vertrauen der Banken wird so zu einem dominierenden Erfolgsfaktor auf dem Weg, die Unternehmung zu konsolidieren. Das Instrumentarium der Banken ist breit gefächert. Durch stetig zunehmende Regulierungen der Banken findet eine Objektivierung des Vertrauens statt. Die Insolvenz der Unternehmung auszulösen, liegt ebenso in der Hand der Bank, wie die Wiederherstellung der Zahlungsfähigkeit der Unternehmung.³³⁹

Die Bank könnte im positiven Sinne weitere Kredite gewähren, bestehende Kredite stunden oder das Unternehmen durch Beratungsleistungen unterstützen. Die Bank könnte weiterhin bei der Beantragung von Fördermitteln helfen, Gespräche mit der öffentlichen Hand, inklusive der Steuerbehörden positiv begleiten und Informationsvereinbarungen zwischen den betroffenen Unternehmen und Gläubigern vermitteln.³⁴⁰

In der Praxis tritt an die Stelle einer Bank häufig ein Bankenpool. In einem Bankenpool ist es komplizierter, eine Entscheidung herbeizuführen. Konstruiert werden kann das

³³⁶ Vgl. DAMLACHI, H./HAHN, U. et al. (2019), S. 478.

³³⁷ Vgl. GRIMM, G. (2019), S. 78.

³³⁸ Vgl. JASCHINSKI, S. (2009), S. 874.

³³⁹ Vgl. PIELKEN, A. (2017), S. 87.

³⁴⁰ Vgl. HETTICH, C./KREIDE, R./CRONE, A. (2014), S. 168.

Problem spieltheoretisch in einem Gefangenendilemma. Ein Dilemma ist es, weil Banken nicht beurteilen können, ob sie den anderen Banken im Pool vertrauen können.³⁴¹

Eine Bank könnte versuchen, durch unkooperatives Verhalten den eigenen Schaden zu Lasten der anderen Banken zu reduzieren. Zu negativen Verstärkern einer Krise werden Banken im Bankenpool dann, wenn sie z. B. bestehende Kredite kündigen.³⁴²

2.7.3 Vorteile und Nachteile der außergerichtlichen Sanierung

Die Nachteile der außergerichtlichen Sanierung sind nicht zu ignorieren, auch wenn die positiven Aspekte überwiegen werden, besonders wenn es aktive Gläubiger gibt.³⁴³

Ein Vorteil ist, dass die Sanierung ohne Einbezug eines Gerichts durchgeführt werden kann. Das heißt weder Gerichtskosten, Verwaltungskosten, noch Honorare für den Insolvenzverwalter mehren die Kosten.³⁴⁴

Ein zusätzlich positiver Aspekt ist der Ausschluss der Öffentlichkeit. Nur das krisenbetroffene Unternehmen und die weiteren Beteiligten, wie z. B. Gläubiger oder Lieferanten, haben Kenntnis von der Notlage, sodass die Sanierung diskreter ablaufen kann.³⁴⁵

Dies schützt das Unternehmen vor Reputationsverlusten und dem Verlust der eigenen Wettbewerbsposition. Für Gläubiger ist die diskrete Sanierung insofern vorteilhaft, als dass niemand von eventuellen Forderungserlassen oder -stundungen erfährt. Dadurch wird verhindert, dass zukünftige Fälle vorverurteilt werden. Zusammenfassend gilt die freie Sanierung als relativ günstiges und schnelles Verfahren als Folge einer gründlichen Planung und der Zustimmung der Gläubiger.³⁴⁶

Die Zustimmung der Gläubiger stellt analog zu den Problemen innerhalb eines Bankenpools ein Gefangenendilemma da. Die Gruppe der Gläubiger wird größer sein als jene im Bankenpool. Mit der zunehmenden Größe der Gläubigergruppe wird die Wahrscheinlichkeit geringer, dass sich die Gläubiger kooperativ verhalten. Negativ verstärkend wirkt

³⁴¹ Vgl. BOLAND, T. (2012), S. 1 ff.

³⁴² Vgl. HERMANN, M. (2018), S. 362.

³⁴³ Vgl. JUNG, B./ WIENBERG, R. (2011), S. 613.

³⁴⁴ Vgl. METOJA, E. (2016), S. 1612.

³⁴⁵ Vgl. MAYR, S. (2015), S. 9.

³⁴⁶ Vgl. PAFFENHOLZ, G./ KRANZUSCH, P. (2007), S. 21.

sich weiterhin aus, dass die Gläubiger nicht wissen können, wie viele aufeinander folgende Entscheidungen zu treffen sein werden. Aus den Erkenntnissen des Gefangenendilemmas lässt sich eine latente Bedrohung außergerichtlicher Sanierungsverfahren ableiten.³⁴⁷

Nachteilig sind die Kosten für einen Sanierungsberater im außergerichtlichen Verfahren, da sie die Kosten eines Insolvenzverfahrens in den meisten Fällen übersteigen. Aus Sicht der Gläubiger handelt es sich dennoch um sinnvoll investiertes Geld, da sich in der außergerichtlichen Sanierung durch einen erfahrenen Sanierungsberater die Quotenerwartung erhöhen kann.³⁴⁸

Die Sanierungsberatung führt zu einer Nebeninsolvenzverwaltung, die allerdings nicht mehr dem Gläubiger, sondern dem Schuldner dient. Ziel der Sanierungsberater muss es sein, dem Schuldner Wege aufzuzeigen, auf denen er das Insolvenzverfahren bzw. die Unternehmenskrise unbeschadeter übersteht, als es in einem Regelverfahren der Fall wäre. Ohne dieses Angebot der Sanierungsberater an die Schuldner blieben dem Schuldner nur altruistische Motive.³⁴⁹

Die Gläubiger können eine unüberwindliche Hürde einziehen, sobald sie das vorgeschlagene Sanierungskonzept ablehnen. Eine Durchführung der außergerichtlichen Sanierung kann nur bei Zustimmung aller Gläubiger stattfinden. Bewertet auch *nur ein* Gläubiger das Unternehmen als nicht sanierungsfähig, so scheidet faktisch das gesamte außergerichtliche Verfahren. Eine solche Ablehnung ist jedoch keinesfalls rechtsmissbräuchlich, sondern liegt im Ermessen des Gläubigers.³⁵⁰

Ein Insolvenzplan kann eine außergerichtliche Sanierung nicht ersetzen, da der Insolvenzplan nicht zwingend eine Sanierungsabsicht voraussetzt.³⁵¹ Ist die Unternehmung noch zahlungsfähig, ist die Durchführung des Schutzschirmverfahrens eine weitere Option.³⁵² Eine Zustimmung der Gläubiger ist zu diesem gerichtlichen Verfahren nicht nötig.

³⁴⁷ Vgl. BOLAND, T. (2012), S. 1 ff.

³⁴⁸ Vgl. ANDRES, D. (2020), S. 45.

³⁴⁹ Vgl. HAMMES, D. (2019), S. 73.

³⁵⁰ Vgl. SCHEIFELE, J. (2017), S. 93.

³⁵¹ Vgl. Regierungsentwurf zur Insolvenzordnung (1992), S. 91.

³⁵² Vgl. WUNDER, P. (2019), S. 33.

Das Schutzschirmverfahren stellt im Gegensatz zu Insolvenzverfahren betont auf eine Sanierung der Unternehmung ab und schützt das Unternehmen vor dem Zugriff der Gläubiger.³⁵³

Die außergerichtliche Sanierung besteht zu einem Drittel aus Recht, ein weiteres Drittel Betriebswirtschaft und der Rest ist Psychologie. Ob das Verfahren erfolgreich verläuft oder nicht, hängt in erster Linie von den Akteuren ab und erst in zweiter Linie von den Instrumenten.³⁵⁴

Insgesamt bieten sich aufgrund der Formfreiheit mehr Optionen für die zukünftige Entwicklung der Unternehmung als in einem gerichtlichen Verfahren.

2.8 Zwischenfazit zur Krise als Ausgangspunkt

Eine Krise beschreibt eine Phase, zu deren Beherrschung in Unternehmen üblicherweise die Kompetenz und Erfahrung fehlt. Außerhalb des Unternehmens mangelt es regelmäßig an einer konkreten Informationsbasis, um valide Entscheidungen treffen zu können. Valide ist eine Entscheidung, wenn sie ökonomisch sinnvoll ist.

Während Unternehmen gut daran täten, frühzeitig die Gläubiger in den Sanierungsprozess zu integrieren, halten sie die Krise geheim. Diese Geheimhaltung beschädigt die Geschäftsbeziehung zwischen Gläubiger und Schuldner im Allgemeinen und speziell das Vertrauensverhältnis.

Weil das betriebswirtschaftliche Scheitern eines Sanierungsvorhabens stets mit dem Ende des Vertrauensverhältnisses einhergeht, ist Vertrauen ein Erfolgsfaktor für die Überwindung der Krise und den Erfolg der Sanierung. Solange die Gläubiger noch Vertrauen in das Unternehmen haben, ist die Sanierung noch nicht gescheitert. Mit dem Erfolg der Sanierung kann das Vertrauen vielleicht sogar wiederhergestellt werden.

Eine vertrauensvolle Zusammenarbeit mündet in einem außergerichtlichen Verfahren, an dessen Ende das Unternehmen und seine Gläubiger die Möglichkeit suchen, relativ unbeschädigt die Krise zu überwinden.

³⁵³ Vgl. BGH-URTEIL vom 22.11.2018 - IX ZR 167/16.

³⁵⁴ Vgl. Interview HAMMES, ANHANG, ZN 180 ff.

Für ein erfolgreiches außergerichtliches Verfahren muss das Unternehmen den Gläubigern das Sanierungsvorhaben erläutern können. Damit das Sanierungsvorhaben belastbar dargestellt wird, sind die Auswirkungen der Sanierungsmaßnahmen auf den Wert der Unternehmung darzustellen. Jedes Tun wird ebenso wie jedes Unterlassen der Unternehmensführung den Wert der Unternehmung verändern.

Weil die Gläubiger ihre eigenen Verluste zu minimieren suchen, werden idealerweise sämtliche Handlungsoptionen betrachtet. Die Bewältigung einer betriebswirtschaftlichen Krise kann nicht in jedem Fall durch ein außergerichtliches Verfahren gelöst werden. Deshalb hat der Gesetzgeber einen ordnungspolitischen Rahmen sowohl für gerichtliche als auch für außergerichtliche Verfahren geschaffen.

3 Wertbestimmender Ordnungsrahmen

3.1 Deutsche Insolvenzordnung

3.1.1 Der ordnungspolitische Rahmen der gerichtlichen Sanierung

Neben der außergerichtlichen Sanierung existiert alternativ die gerichtliche Sanierung im Insolvenzverfahren. Rechtshistorisch wirkt das befremdlich, da eine Insolvenz in der Vergangenheit einer Zerschlagung des Unternehmens gleichkam. Sanierung und Insolvenz stellten also einen Widerspruch dar und auch gegenwärtig ist die Sanierung nicht das Ziel der Insolvenzordnung.³⁵⁵

Generell ist aber der Ruf des Begriffes „Insolvenz“ in der deutschen Gesellschaft negativ behaftet. Insolvenzverfahren und damit verbundene Sanierungsüberlegungen werden von Gläubigern und teilweise auch von den Krisenunternehmen selbst als Gefahr gesehen. Historisch entwickelte sich so eine ablehnende Haltung gegenüber diesem Verfahren, ohne dass Vorteilen und Möglichkeiten Beachtung geschenkt wird.³⁵⁶

Als 1877 die Konkursordnung verabschiedet wurde, verzichtete der Gesetzgeber auf die Implementierung eines konkursabwendenden Sanierungsverfahrens. Dem Konkurs wurde eine Auslesefunktion zugesprochen. Die Neuordnung und Verbesserung der Wirtschaft bedingen eine Zerstörung bisheriger Strukturen, um Produktionsfaktoren in der Folge optimaler kombinieren zu können. Weil Unternehmen am Markt bestehenbleiben wollen, streben sie nach Innovationen. Das Innovationsstreben der Gesamtwirtschaft ist wohlfahrtssteigernd. Staatliche Eingriffe in diesen Kreislauf würden wirtschaftliche Entwicklungen hemmen und Innovationen verhindern.³⁵⁷

Mit der Reflektion der Wirtschaftskrise nach dem ersten Weltkrieg wurde offenbar, dass mit dem Konkurs Werte vernichtet und nur unter erheblichen Kosten Schulden getilgt werden konnten. Einen ersten, allerdings weitgehend misslungenen Versuch bildete die

³⁵⁵ Vgl. BETH, S. (2019), S. 840.

³⁵⁶ Vgl. HOHBERGER, S./ PECHER, S./ HEIDRICH, M./ DAMLACHI, H. (2019), S. 1150.

³⁵⁷ Vgl. SCHUMPETER, J. (1912), S. 157.

Einführung der Vergleichsordnung 1935. Die zunehmende praktische Bedeutungslosigkeit der Vergleichs- und Konkursordnung veranlasste eine weitgehende Reform des Insolvenzrechts nach amerikanischem Vorbild.³⁵⁸

Der Bedeutungsverlust zeigt sich im relativen Anteil der durchgeführten Verfahren. In der Nachkriegszeit wurden noch etwa 25 % der Unternehmen in einem Vergleichsverfahren saniert, kurz vor der Jahrtausendwende waren es noch 0,1 %.³⁵⁹

Die Insolvenzordnung trat am 1. Januar 1999 in Kraft und verlieh der Bundesrepublik Deutschland erstmals ein modernes Insolvenzrecht, das nicht mehr auf die Bestrafung des Schuldners abzielte. Mit der Insolvenzrechtsreform wird der Erhalt einer Unternehmung in den Mittelpunkt der gesetzgeberischen Bemühungen gestellt.³⁶⁰

3.1.1.1 Deutsche Insolvenzordnung als ordnungspolitischer Rahmen

Moderne Wirtschaftsordnungen, in denen die Interaktion der beteiligten Unternehmen über die unmittelbare Tauschwirtschaft hinausgeht, benötigen zur Überbrückung zeitlicher Zahlungsverzögerungen Kredite.³⁶¹ Das Kreditwesen beruht auf dem Vertrauen eines Gläubigers gegenüber einem Schuldner, dass dieser zum vereinbarten Zeitpunkt auch Zins und Tilgung leistet.³⁶² Damit vertraut der Gläubiger auf wirtschaftliche, rechtliche und moralische Mindeststandards für die Durchsetzung seiner Ansprüche, denen sich alle Akteure unterwerfen.³⁶³ Diese Notwendigkeit rechtlicher Regelungen wird unterstrichen durch den grundgesetzlich zugesicherten Schutz des Eigentums der Gläubiger aus dem Grundgesetz der Bundesrepublik Deutschland.³⁶⁴ Ohne Vertrauen wäre ein Kreditmarkt nicht möglich.³⁶⁵

³⁵⁸ Vgl. RINDFLEISCH, H. (2010), S. 16 f.

³⁵⁹ Vgl. ANGELE, J./KARMAINSKY, S. (2006), S. 351 ff.

³⁶⁰ Vgl. UHLENBRUCK, W. (2007), S. 1 ff.

³⁶¹ Vgl. JÄGGI, C. (2018), S. 180 f.

³⁶² Vgl. WASCHBUSCH, G./SCHUSTER, H./BERG, S. (2018), S. 52.

³⁶³ Vgl. PAPE, G./UHLENBRUCK, W. (2002), S. 1.

³⁶⁴ Vgl. STAMM, J. (2007), S. 186; Art. 14 GG.

³⁶⁵ Vgl. KATER, U. (2011), S. 96.

Juristen betrachten das Insolvenzrecht als ein gebündeltes Zwangsvollstreckungsrecht, soweit das Verfahren der Durchsetzung von Gläubigeransprüchen dient. Einzelvollstreckungen erscheinen im Insolvenzfall weder zielführend noch gerecht, und so konstruierte der Gesetzgeber ein Gesamtvollstreckungsrecht. Durch die gesetzliche Normierung des Insolvenzrechts wird aus der Fülle der Einzelforderungen ein geordnetes Gesamtvollstreckungsrecht.³⁶⁶ Somit wird aus dem „bellum omnium contra omnes“ das „par condicio creditorum“, sprich der Kampf aller gegen alle wird ersetzt durch die Gleichbehandlung der Gläubiger.³⁶⁷

Das gesetzliche Zwangsrecht steht den Marktteilnehmern nicht kostenfrei zur Verfügung, sondern ist als Zwangsentgelt Bestandteil des Verfahrens, z. B. als Honorar für Insolvenzverwalter.

Mit den Regelungen des Insolvenzrechts bezweckt der Gesetzgeber den Schutz der Gläubiger bzw. deren Forderungen gegenüber den Schuldern. Das Insolvenzrisiko bei privatwirtschaftlichen Verträgen tragen die Gesellschafter bzw. die Schuldner.³⁶⁸ Mittels einer kollektiven Verwertung des verbliebenen Schuldnervermögens werden Schäden für die Gläubiger gleichmäßig verteilt.³⁶⁹ Ein über den anderen Aspekten schwebendes Ziel ist die erlösmaximierende Verwertung der Insolvenzmasse.³⁷⁰ Die Zielerreichung ist fraglich, da die Verwertung innerhalb eines Insolvenzverfahrens nicht der Verwertung im Rahmen der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit entsprechen wird.³⁷¹

Erlöse zu maximieren ist in der Praxis allerdings immer dann schwierig, wenn niemand das Maximum, also die höchstmögliche Befriedigungsquote der Ansprüche, kennt.³⁷²

³⁶⁶ Vgl. ARTS, R. (2017), S. 2.

³⁶⁷ Vgl. PAPE, G./ UHLENBRUCK, W. (2002), S. 1.

³⁶⁸ Vgl. SMID, S. (2018), S. 154.

³⁶⁹ Vgl. STÜRNER, R. (2019), Rn. 1.

³⁷⁰ Vgl. PFAFFENHOLZ, G./ KRANZUSCH, P. (2007), S. 5.

³⁷¹ Vgl. ZIMMER, D./ FUCHS, F. (2010), S. 597 ff.

³⁷² Vgl. DECKERS, M. (2019), S. 143.

§ 1 InsO legt die Ziele und Aufgaben des Insolvenzverfahrens fest. Als Normzweck sollen Leitlinien für das Verfahren abgeleitet werden, an die Einzelfallentscheidungen angelehnt werden können.³⁷³

Die erste Teilaufgabe des Insolvenzverfahrens ist es, einen gerechten Interessenausgleich zwischen forderungsberechtigten Gläubigern und ihren zahlungsunfähigen Schuldern zu schaffen. Diese gemeinschaftliche Befriedigung der Gläubiger ist in § 1 Satz 1 InsO festgeschrieben und entspricht dem Geist der juristischen Normen.³⁷⁴

Die zweite Teilaufgabe der Insolvenzordnung gem. § 1 Satz 2 InsO besagt, dass dem redlichen Schuldner die Gelegenheit gegeben werden soll, sich von seinen restlichen Verbindlichkeiten mittels einer Restschuldbefreiung vollumfänglich zu befreien.³⁷⁵

Der Schuldner muss kein Insolvenzverfahren durchlaufen, wenn er kein verteilbares Vermögen mehr besitzt, durch welches die Gläubiger eine monetäre Befriedigung finden könnten. Ist der Schuldner nicht in der Lage, die Verfahrenskosten für sein Insolvenzverfahren zu tragen, kann er darüberhinausgehende Forderungen ebenfalls nicht befriedigen. Regelmäßig muss an dieser Stelle also unterstellt werden, dass das Verfahren dann auch nicht mehr den Gläubigern dient.³⁷⁶ In diesen Fällen liegt theoretisch ein Unternehmenswert ≤ 0 vor und bildet eine natürliche Untergrenze für die Analyse des Unternehmenswertes.

Das Ziel der Insolvenzordnung gem. §1 Satz 1, 1. Halbsatz InsO, stellt die Gläubiger in den Blickpunkt des Rechts und schafft die Grundlage dafür, die Gläubiger eines Schuldners gemeinschaftlich zu befriedigen, indem das Vermögen des Schuldners verwertet und der Erlös verteilt wird. Der zweite Halbsatz §1 Satz 1 InsO fügt eine für diese Untersuchung wichtige Erweiterung ein, nämlich die Möglichkeit, in einem Insolvenzplan eine abweichende Regelung insbesondere zum Erhalt der Unternehmung durch eine Sanierung zu treffen.³⁷⁷

³⁷³ Vgl. GANTER, H./BRUNS, A. (2019), Rn. 1 - 5.

³⁷⁴ Vgl. HEESE, M. (2017), S. 167.

³⁷⁵ Vgl. GANTER, H./BRUNS, A. (2019), Rn. 3.

³⁷⁶ Vgl. GOGGER, M./FUHST, C. (2020), Rn. 288.

³⁷⁷ Vgl. GANTER, H./BRUNS, A. (2019), Rn. 2.

Der Sinn des Insolvenzrechts bleibt auch während der Sanierung die Haftungsverwirklichung und nicht der Schutz des Schuldners vor seinen Gläubigern. Diese Sichtweise deutet eine übertragende Sanierung an, mit der die Sanierung regelungstypisch wird. Diese übertragende Sanierung, also die Eigentumsübertragung der Unternehmung, stellt keinen Vergleich zwischen Schuldner und Gläubiger dar.³⁷⁸ Der Unternehmenswert weicht typischerweise vom am Markt ermittelten Preis ab, aufgrund der Gesamtsituation, in der die Gläubiger gegenüber den Schuldnern dominieren.³⁷⁹

Aufgrund der Unterschiedlichkeit der Gläubiger ist es wichtig, einen einheitlichen Rahmen zur Bewertung zu finden.³⁸⁰ Dieser Rahmen muss nicht für jeden Beteiligten ein monetärer sein. Es ist eine Vielzahl von Umweltkonstellationen denkbar, in denen eine Sanierung der Unternehmung aus Sicht der Gläubiger sinnvoll erscheint.³⁸¹ Die Beurteilung seitens der Gläubiger ist eng mit dem eigenen Verlustrisiko verbunden. Je geringer die erwartete Befriedigungsquote sein wird, desto geneigter ist der rational handelnde Gläubiger, eine Sanierung zu versuchen.³⁸²

In der Grundüberlegung stellt sich der Zerschlagungswert, also die Summe aller Wertgegenstände der betroffenen Unternehmung, einem Fortführungswert gegenüber.³⁸³

Der Substanzwert gibt den Wiederbeschaffungswert bzw. den Liquidationswert der Wertgegenstände an. Der Ertragswert hingegen beschreibt den Wert von Renditeobjekten durch Berechnung der kapitalisierten Erträge, die mit diesen Objekten voraussichtlich erwirtschaftet werden. Der verfahrensspezifische Faktor gibt die Gewichtung zwischen beiden Einzelwerten an und ist durch die Anwender festzulegen.³⁸⁴

Der Fortführungswert basiert auf einem unveränderten Unternehmenskonzept, was mit dem Einsatz im Rahmen von Sanierungsprozessen unvereinbar scheint und die Möglichkeit von Handlungsoptionen des Managements benötigt.³⁸⁵ Diese Aussage gilt in erster

³⁷⁸ Vgl. UNDRITZ, S.-H. (2016), Rn. 258.

³⁷⁹ Vgl. GLEIBNER, W. (2017), S. 917 ff.

³⁸⁰ Vgl. LANGE, I. (2005), S. 68.

³⁸¹ Vgl. FISCHER, T. (2013), S. 41.

³⁸² Vgl. HAMMES, D. (2020), S. 14 ff.

³⁸³ Vgl. SCHIERENBECK, H./ LISTER, M./ KIRMBE, S. (2008), S. 472.

³⁸⁴ Vgl. BALLWIESER, W./ HACHMEISTER, D. (2016), S. 8.

³⁸⁵ Vgl. IDW (2019), S. 7.

Linie für die Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswertes. Wenn jedoch ein subjektiver Entscheidungswert gesucht wird, empfiehlt der IDW S1, die Berücksichtigung einer integrierten Unternehmensplanung anzupassen, die auf die Sanierung zugeschnitten ist.³⁸⁶

Intuitiv ist offensichtlich, dass sich der Wert eines Unternehmens steigern kann, wenn zu der Summe der Einzelwerte ein Fortführungswert addiert wird, unter der Bedingung, dass dieses Unternehmen zukünftig wieder Gewinne erwirtschaftet.³⁸⁷

Das Unternehmen kann Werte beinhalten, die nicht im Rahmen einer finanzmathematischen Annäherung erfasst werden können. Konkret existieren in Unternehmen versteckte Werte oder versteckte Schulden. Das Aufdecken dieser Werte ist eine wichtige Aufgabe, die typischerweise im Rahmen von Insolvenzplänen durchgeführt wird.³⁸⁸

Das formale Problem der Erfassung bestimmter immaterieller Vermögenswerte, die einem Bilanzierungsverbot unterliegen, wie Marken, Kundenbeziehungen oder Wettbewerbsverbote, kann durch geeignete Verfahren überwunden werden. Die Relief-from-Royalty-Methode³⁸⁹ oder die Multi-Period-Excess-Earnings-Methode³⁹⁰ werden dazu regelmäßig im Rahmen der Bilanzierung von Unternehmensakquisitionen genutzt.³⁹¹

Die Erstellung von Insolvenzplänen ist oft die Aufgabe der Insolvenzverwalter. In der Praxis mangelt es an diesem Punkt an unternehmerischer Initiative. Der Name „Insolvenzverwalter“ zeigt bereits, dass die Gesetzgeber nicht an einen „Insolvenzmanager“ denken. Sieht der Insolvenzverwalter seine Aufgabe in der Verwaltung und nicht in der Gestaltung, so wird der Unternehmenswert nur zu Verwaltungszwecken herangezogen und nicht als Managementgrundlage.

³⁸⁶ Vgl. IDW (2019), S. 30.

³⁸⁷ Vgl. LIEBIG, M. (2010), S. 73.

³⁸⁸ Vgl. MINUTH, P. (2015), S. 457.

³⁸⁹ Vgl. HÜBSCHER, M./ ERHART, S. (2021), S. 283 ff.

³⁹⁰ Vgl. REICHL, A. (2021), S. 70.

³⁹¹ Vgl. IDW S5 (2015), S. 1 ff.

Der angemessene Unternehmenswert ist stets ein zweckadäquater. Die Bestimmung des Unternehmenswerts ist kein Selbstzweck, sondern dient einer Funktion, hier der Unterstützung bei der Entscheidungswahl.³⁹²

Das gerichtliche Insolvenzverfahren für ein sanierungsfähiges und -würdiges Unternehmen mit dem Ziel einer Sanierung ist stets ein Beleg dafür, dass sich die Beteiligten entweder nicht rational verhalten oder nicht über die notwendigen Informationen verfügen. Bei rational handelnden und informierten Akteuren wäre in diesen Fällen eine außergerichtliche Sanierung folgerichtig.³⁹³

3.1.1.2 Insolvenz der Unternehmung als Prozess

In der deutschen Insolvenzordnung gibt es drei Gründe, die ein Insolvenzverfahren auslösen. Eingeteilt werden diese in zwei Fallgruppen.³⁹⁴ Privatpersonen, Einzelunternehmen, Einzelkaufleute und Personenhandelsgesellschaften gehören zur ersten Gruppe. Als Insolvenzgrund gilt für diese erste Gruppe die drohende oder schon eingetretene Zahlungsunfähigkeit.³⁹⁵

In der zweiten Gruppe geht es um juristische Personen, zu denen gem. § 320 InsO ergänzend der Nachlass gerechnet wird. Für juristische Personen existiert neben der drohenden bzw. der bereits eingetretenen Zahlungsunfähigkeit wegen der Begrenzung der Haftungsmasse auf das Gesellschaftsvermögen ergänzend die Überschuldung als Grund für ein Insolvenzverfahren.³⁹⁶

Die Zahlungsunfähigkeit tritt bei einem Schuldner ein, sobald er nicht in der Lage ist, seine fälligen Zahlungsverpflichtungen zu begleichen.³⁹⁷ Das ist eine Verschärfung gegenüber der älteren Definition der Zahlungsunfähigkeit, da klassisch nur auf die tatsächlich eingeforderten Schulden abgestellt wurde.³⁹⁸ Nicht jede ausgebliebene Zahlung, unabhängig ob es sich um ein Versäumnis handelt oder ob im Rahmen eines Rechtstreites

³⁹² Vgl. MOXTER, A. (1983), S. 6.

³⁹³ Vgl. EIDENMÜLLER, H. (1999), S. 343 f.

³⁹⁴ Vgl. GOGGER, M./FUHST, C. (2020), Rn. 48 - 58.

³⁹⁵ Vgl. §§ 17, 18 InsO.

³⁹⁶ Vgl. § 19 Abs. I InsO.

³⁹⁷ Vgl. § 17 Abs. II, S. 1.

³⁹⁸ Vgl. EILENBERGER, G. (2019), Rn. 7 - 7b.

über die Zahlungspflicht gestritten wird, löst sofort eine Zahlungsunfähigkeit aus. Das primäre Instrument in Fällen der Zahlungsunwilligkeit im weiteren Sinne ist die Einzelvollstreckung.³⁹⁹ Wesentlich ist, das objektiv festgestellte Unvermögen leisten zu können, nicht der Unwille.⁴⁰⁰

Der Gesetzgeber stellt auf die Fähigkeit zur Zahlung ab und nicht auf den Willen dazu. Während der Wille in der Handlung des Schuldners Ausdruck findet, wird die Fähigkeit durch die Aufstellung einer Liquiditätsbilanz für das verschuldete Unternehmen geprüft. Zahlungspflichten, sofern sie als Geldansprüche bestehen, werden addiert und den verfügbaren Zahlungsmitteln gegenübergestellt. Die Summe der verfügbaren Zahlungsmittel beinhaltet nur Bargeld, denn geldnahe Sachwerte wären ja zunächst in Geldwerte zu transformieren.⁴⁰¹

Der Zeitpunkt der Antragsstellung ist für die Prüfung der Zahlungsfähigkeit nicht wichtig, denn die Liquidität des Schuldners wird volatil sein. Das Wesen des Insolvenzrechts verlangt eine Prüfung aktueller Daten und so könnte ein Insolvenzverfahren beendet werden, weil das Unternehmen wieder zahlungsfähig geworden ist.⁴⁰² Für die Beantwortung der Feststellungsfrage wäre es typisch, dass sich die Zahlungsunfähigkeit nur durch einschlägige Indizien oder Finanzkennzahlen beurteilen lässt, für deren Ermittlung die Aufstellung eines Liquiditätsplans sinnvoll ist.⁴⁰³

Für eine inhaltlich belastbare Prüfung ist Aktualität notwendig. Ungeachtet dessen bleibt im Rahmen des Richterrechts eine ganzheitliche Prüfung der Zahlungsfähigkeit möglich.

Resultiert die Zahlungsunfähigkeit nur aus einer kurzen Illiquidität, dann hat der Gesetzgeber auf eine Definition in der Insolvenzordnung verzichtet und eine Bewertung der Rechtspraxis überlassen. In einer Entscheidung bestätigte der Bundesgerichtshof den Leitgedanken, nach dem die entscheidende Obergrenze der Liquiditätslücke bei 10 % liegt.⁴⁰⁴ In jenen Fällen, in denen die Lücke weniger als 10 % beträgt, aber nicht innerhalb

³⁹⁹ Vgl. BECK, R./HÖLZLE, G. (2019), S. 55 ff.

⁴⁰⁰ Vgl. BGH-URTEIL vom 10.07.2014 - IX ZR 287/13.

⁴⁰¹ Vgl. EILENBERGER, G. (2019), Rn. 15 - 20.

⁴⁰² Vgl. GROß, J.P. (2018), S. 224.

⁴⁰³ Vgl. HAUSCHILDT, J. (2006), S. 99.

⁴⁰⁴ Vgl. BGH-URTEIL vom 09.10.2006 - II ZR 305/05.

von drei Wochen überwunden werden kann, ist von der Zahlungsfähigkeit des Schuldners auszugehen.⁴⁰⁵ Die Drei-Wochen-Grenze bleibt unbeachtlich, wenn bereits zu erwarten ist, dass zukünftig mehr als 90 % der Verbindlichkeiten befriedigt bleiben.⁴⁰⁶

Zur Ermittlung der Zahlungsfähigkeit wird folgende Formel herangezogen.⁴⁰⁷

$$90 \% < \frac{(\text{Zahlungsmittelbestand} + \text{Einzahlungen 21 Tage}) * 100}{\text{Fällige und fällig werdende Auszahlungen 21 Tage}}$$

Zur Bestimmung des Zählers wird ein Liquiditätstest durchgeführt. Es werden die gegenwärtig fälligen Verbindlichkeiten des Unternehmens summiert und gemehrt um die in den nächsten 21 Tagen fällig werdenden Verbindlichkeiten. Solange die Verbindlichkeiten zivilrechtlich nicht fällig sind, es sich also um fällige aber gestundete oder erst in mehr als 21 Tagen fällig werdende Verbindlichkeiten handelt, werden diese nicht berücksichtigt.

Der Nenner bildet sich aus den verfügbaren liquiden Mitteln, dazu zählen auch Kreditlinien. Ob es sich um Eigen- oder Fremdkapital handelt, ist dabei bedeutungslos. Weiterhin sind Vermögensgegenstände hinzuzuziehen, deren Liquidation in den kommenden drei Wochen möglich und beabsichtigt ist.⁴⁰⁸

Zur Feststellung einer Zahlungsunfähigkeit werden weitere Signale gesucht, nach denen eine zeitnahe Überwindung ausschließen ist. Als Indizien gelten z. B. das Überschreiten von Zahlungszielen bei Lieferantenkrediten, Zahlungen mit vordatierten oder ungedeckten Schecks, Zahlungen erst nach Mahnverfahren oder Versäumnisurteilen, ergebnislos verlaufene Vollstreckungen oder viele weitere mehr. Abgesehen von börsennotierten Unternehmen findet die Sammlung von Daten und die dazu hilfreiche Implementierung von Frühwarnsystemen nur unbefriedigend statt.⁴⁰⁹

⁴⁰⁵ Vgl. BGH v. 01.07.2010 – IX ZR 70/08.

⁴⁰⁶ Vgl. BGH-URTEIL vom 24.05.2005 – IX ZR 123/04.

⁴⁰⁷ Vgl. BGH-URTEIL vom 19.12.2017 – II ZR 88/16.

⁴⁰⁸ Vgl. POERTZGEN, C. (2020), S. 40 f.

⁴⁰⁹ Vgl. KRYSZEK, U./EVERTZ, D. (2020), S. 2366 f.

Neben der Zahlungsunfähigkeit existiert im Insolvenzrecht die Überschuldung als Auslösetatbestand. Die Insolvenzordnung stellt darauf ab, dass in diesen Fällen das Gesamtvermögen des Schuldners nicht ausreicht, um die bestehenden Verbindlichkeiten zu bedienen.⁴¹⁰ Die Überschuldung bedingt eine negative Fortführungsprognose. Im Falle einer positiven Fortführungsprognose ist die bilanzielle Überschuldung im insolvenzrechtlichen Sinne bedeutungslos und ein insolvenzrechtlicher Auslösetatbestand ausgeschlossen.⁴¹¹

In der alltäglichen Umsetzung erlangte die Überschuldung als Insolvenzgrund relativ wenig Bedeutung. In erster Linie liegt das an der Schwierigkeit für einen Gläubiger, die Überschuldung des Schuldners zu beweisen. Als Anlass für einen Eigenantrag stand die Überschuldung auch regelmäßig der Zahlungsunfähigkeit nach.⁴¹² Verstärkt wurde die Ablehnung in der Praxis ebenfalls durch die Zugrundelegung von Zerschlagungswerten bei einer negativen Fortbestehungsprognose.⁴¹³

Die vorgelagerte Frage nach einer positiven oder negativen Fortführungsprognose erweist sich regelmäßig als schwer zu beantworten und die Entscheidung bleibt eine uneinheitliche, denn Bilanzierungsregeln im Sinne des deutschen Steuerrechts oder aus den Rechtsnormen des HGB abgeleitet finden hier keine Anwendung.⁴¹⁴

Die zu erfüllenden Standards für eine positive Fortführungsprognose sind ausgesprochen hoch. Es handelt sich um eine durch Tatsachen gestützte, mittelfristige Liquiditäts- und Ertragsplanung nach betriebswirtschaftlichen Grundsätzen. Positiv ist die Prognose, wenn trotz der Überschuldung die laufenden Verpflichtungen bedient werden können, das Unternehmen also nicht in den Bereich der Zahlungsunfähigkeit gelangt ist. Dokumentiert werden muss dies durch ein objektiv erstelltes und vollumfänglich nachvollziehbares Konzept, welches die erfolgreiche Überbrückung der Überschuldung erwarten lässt und nur auf geringen Prognosespielräumen basiert.⁴¹⁵

⁴¹⁰ Vgl. § 19 Abs. II S.1 InsO.

⁴¹¹ Vgl. POERTZGEN, C. (2020), S. 51.

⁴¹² Vgl. HIRTE, H. (2008), S. 284 ff.

⁴¹³ Vgl. HOHBERGER, S./ DAMLACHI, H. (2019a), S. 69 f.

⁴¹⁴ Vgl. KÜHL, S. (2020), S. 47.

⁴¹⁵ Vgl. DRUKARCZYK, J./ SCHÜLER, A. (2019), Rn. 75.

Dieses Konzept muss nicht ausschließlich die Ertragskraft in den Fokus rücken oder die Erzielung von Überschüssen als primären Unternehmenszweck unterstellen. Unabdingbar ist aber der Wille der Geschäftsführer bzw. der Inhaber und weiterer beteiligter Akteure zur Fortführung der Unternehmung. Ebenso wie das Einverständnis der Inhaber erforderlich ist, ist auch das Einverständnis der Gläubiger erforderlich, falls dieses Element des Sanierungskonzeptes ist, was regelmäßig der Fall sein wird. Lehnt eine der beteiligten Parteien die Sanierungsbemühungen ab, kann es folgerichtig auch kaum noch eine positive Prognose geben.⁴¹⁶ Die Wirkung der Entscheidungen einzelner Beteiligter auf den Wert der Unternehmung ist beachtlich und kann im Zweifel existenziell sein.⁴¹⁷

Der dritte Grund für die Einleitung eines Verfahrens ist die drohende Zahlungsunfähigkeit.⁴¹⁸ Die Definition in § 18 Abs. II InsO beschreibt die drohende Zahlungsunfähigkeit so, dass der Unternehmer voraussichtlich nicht fähig sein wird, die berechtigten Zahlungspflichten bei Fälligkeit zu erfüllen.⁴¹⁹

Dieser Eröffnungsgrund wurde in die Insolvenzordnung übernommen, damit es kein rechtliches Hemmnis für eine frühzeitige Antragsstellung gibt. Die Verantwortlichen sollten dies als wertvolle Möglichkeit erkennen und frühzeitig schlüssige Sanierungskonzepte vorlegen.⁴²⁰ Die Hoffnung erfüllte sich nicht, da die drohende Zahlungsunfähigkeit als Sanierungsinstrument bedeutungslos blieb. Mit der Einführung des ESUG 2012 wurde ein modifizierter Weg gefunden, die Aussicht auf eine Sanierung in einem Insolvenzverfahren zu erhöhen.⁴²¹

Dem Unternehmen steht damit zur Überwindung der Krise das Recht, nicht aber die Pflicht zu, im Vorfeld der Zahlungsunfähigkeit im rechtlichen Sinn ein Insolvenzverfahren anzustreben. Die drohende Zahlungsunfähigkeit stellt für das Management eine reale Handlungsoption dar.⁴²²

⁴¹⁶ Vgl. VOGT, M. (1999), S. 45 f.

⁴¹⁷ Vgl. LIEBIG, M. (2010), S. 51.

⁴¹⁸ Vgl. § 18 InsO.

⁴¹⁹ Vgl. BUCHALIK, R./BRÖMMEKAMP, U. (2015), S. 10.

⁴²⁰ Vgl. GRAF, C. (2018), S. 1.

⁴²¹ Vgl. MOLDENHAUER, R. (2016), S. 48.

⁴²² Vgl. PORTISCH, W. (2018), S. 192.

Eine zusätzliche, wenn auch nur zeitlich befristete Option ergibt sich für das Management im Rahmen der Coronakrise, da der Gesetzgeber Antragspflichten ausgesetzt hat.⁴²³ Die Prognose zur Fortführung der Unternehmung⁴²⁴ ist auf vier Monate zu verkürzen, wenn die folgenden drei Gründe gemeinsam vorliegen:

1. Das Unternehmen war am 31.12.2019 zahlungsfähig,
2. hatte im letzten Geschäftsjahr vor dem 01.01.2020 ein positives Ergebnis aus gewöhnlicher Geschäftstätigkeit, und
3. hatte 2020 einen Umsatzeinbruch von mehr als 40 %.

Ziel der Fortführungsprüfung ist die Feststellung der Überlebensfähigkeit der Unternehmung im Wettbewerb am Markt.⁴²⁵ In der Gesamtheit wurde für die Unternehmen die Option eingeräumt, die haftungs- und strafbewehrten Antragspflichten aus der Insolvenzordnung zu ignorieren.⁴²⁶ Im Verlauf der Coronakrise konnte kein Sanierungsgutachten belastbar erstellt werden, da externe Krisenfaktoren unkalkulierbar waren. Dadurch wurde gleichzeitig jede Form von ernster Unternehmensbewertung innerhalb der Krise unmöglich. Die Antragspflicht der Insolvenzordnung dient dem Schutz der Gläubiger und der weiteren Marktteilnehmer, indem nicht wettbewerbsfähige Unternehmen aus dem Markt ausscheiden. Über die Wettbewerbsfähigkeit konnte aber in Zeiten von Corona niemand seriös urteilen.⁴²⁷

3.1.1.3 Aufgaben und Natur des Insolvenzverwalters

Innerhalb des Insolvenzverfahrens nimmt der Insolvenzverwalter eine zentrale Rolle ein, da mit der Auswahl des Insolvenzverwalters eine Weichenstellung für die Zukunft des Unternehmens vorgenommen wird. Der Antrag auf Eröffnung eines Insolvenzverfahrens wird vom zuständigen Gericht nicht immer unmittelbar entschieden. Das Gericht versucht zunächst, bei Unklarheiten den Sachverhalt aufzuklären.⁴²⁸

⁴²³ Vgl. § 4 COVInsAG.

⁴²⁴ Vgl. § 19 Abs. 2 Satz 1 InsO.

⁴²⁵ Vgl. BORK, R. (2019), Rn. 12.

⁴²⁶ Vgl. § 15a InsO i.V.m. § 42 II BGB.

⁴²⁷ Vgl. MUJKANOVIC, R. (2020), S. 635.

⁴²⁸ Vgl. OBERMÜLLER, M. (2015), Rn. 257.

Unabhängig von der Entscheidung des Gerichts ist der Schuldner auch bereits in dieser Phase davon abzuhalten, die Befriedigung der Gläubiger zu gefährden bzw. die denkbare Optionsvielfalt der Gläubiger zu beschränken.⁴²⁹

Während des Eröffnungsverfahrens hat das Insolvenzgericht zu prüfen, ob der Insolvenzantrag rechtmäßig ist. Bedingung für eine Verfahrenseröffnung ist die positive Feststellung, dass das vorhandene Vermögen des Schuldners ausreichen wird, um die Kosten des Verfahrens zu decken.⁴³⁰

Dem Schuldner steht dabei laufend das Recht zu, gegen angeordnete Maßnahmen Einspruch zu erheben.⁴³¹ Wenn gesetzliche Regelungen nicht genügen, kann das Gericht den Schuldner in dieser Phase zwangsweise vorführen lassen und bei Notwendigkeit in Haft nehmen lassen. Handelt es sich bei dem Schuldner um eine juristische Person, gilt dies für seine gesetzlichen Vertreter.⁴³²

Ist der Insolvenzantrag gerechtfertigt, dann besteht die Gefahr, dass sich die Krise des Unternehmens verschärft. Regelmäßige betriebliche Kosten bleiben bestehen und zehren möglicherweise ein noch verbliebenes Vermögen auf. Gläubiger und Sicherungsnehmer versuchen dann verstärkt, ihre Ansprüche durchzusetzen. Die Handlungsfolge wird zu einem Wettrennen um das verbliebene Vermögen führen und damit zu einer Reduzierung der Flexibilität innerhalb der Unternehmung.⁴³³ Der Wert der Unternehmung wird in diesem Wettrennen abnehmen, da regelmäßig die Zahlungen an Eigentümer eingestellt werden und die Insolvenz sowohl die Erwartungswerte an die Cashflows als auch die realen Cashflows beeinflussen wird.⁴³⁴

Ein strenges, hartes oder panikartiges Vorgehen einzelner Akteure gegen den Schuldner steht der Entwicklung von Sanierungsmöglichkeiten entgegen. Das ist besonders bei strafrechtlichen und moralischen Verfahren zu erwarten, weniger bei Inkompetenz der Unternehmensführung.

⁴²⁹ Vgl. § 21 Abs. I InsO.

⁴³⁰ Vgl. HAARMEYER, H./SCHILDT, C. (2019), Rn. 11 - 31.

⁴³¹ Vgl. PAPE, I. (2019), Rn. 1.

⁴³² Vgl. § 21 Abs. III InsO.

⁴³³ Vgl. BLEIFELD, M. (2015), S. 216.

⁴³⁴ Vgl. GLEIBNER, W. (2020), S. 61.

Da dies der Zielvorgabe aus der Insolvenzordnung widerspricht, kann das Insolvenzgericht Schutzmaßnahmen erlassen, um das Vermögen des Schuldners zu sichern. Es steht in der Macht des Gerichtes, perspektivische Handlungsoptionen zu erhalten.⁴³⁵ Insolvenzverwalter sind bei der Erhaltung von Handlungsoptionen zur Durchführung einer Sanierung nicht hilfreich gewesen, sondern strebten vielfach die Liquidation des Unternehmens an. Für erhaltende Maßnahmen ist ein Insolvenzmanager erforderlich. Die Rolle der Insolvenzverwalter wurde deshalb im Rahmen der Insolvenzrechtsreform 2012 beschnitten und die Macht begrenzt.⁴³⁶

Die Qualifikationsanforderungen an einen Insolvenzverwalter sind gesetzlich geregelt.⁴³⁷ Es wird im Anforderungsprofil nicht zwischen dem vorläufigen Insolvenzverwalter und dem Insolvenzverwalter differenziert, typischerweise herrscht Personalunion.⁴³⁸ Eine klassische Ausbildung zum Insolvenzverwalter gibt es nicht. In diese Rolle treten vielfach Rechtsanwälte ein, die sich auf dieses Rechtsgebiet spezialisiert haben. Der Anteil von Juristen an den Insolvenzverwaltern nimmt stetig zu, bedingt auch durch die Bestellung durch andere Juristen, die als Richter im Verfahren beteiligt sind. Perspektivisch wird der Anteil der Juristen unter den Insolvenzverwaltern zunehmen.⁴³⁹ Der Förderung einer Sanierungskultur ist das nicht dienlich.⁴⁴⁰

Eine ergänzende Qualifizierung findet im Rahmen der Ausbildung zum Fachanwalt für Insolvenzrecht statt.⁴⁴¹ Inwieweit diese Ausbildung ausreicht, um betriebswirtschaftliche Kenntnisse zu vermitteln, ist strittig. Speziell für große Unternehmen werden weitergehende betriebswirtschaftliche Kompetenzen notwendig sein.⁴⁴²

Die formalen Anforderungen an die Qualifikation eines Insolvenzverwalters leiten sich aus der Insolvenzordnung ab. Unternehmerische Fähigkeiten sind den juristischen Qualifikationen gegenüber nachrangig, wobei unternehmerische Kompetenzen schon ob der

⁴³⁵ Vgl. BRUSCHKE, G. (2017), S. 58.

⁴³⁶ Vgl. STAUB, S. (2014), S. 14.

⁴³⁷ Vgl. § 56 InsO.

⁴³⁸ Vgl. POERTZGEN, C. (2020), S. 128.

⁴³⁹ Vgl. Interview SCHMITTMANN, Anhang, ZN 111 ff.

⁴⁴⁰ Vgl. GARBER, T. (2015), S. 64 ff.

⁴⁴¹ Vgl. Interview SCHMITTMANN, Anhang, ZN 55 ff.

⁴⁴² Vgl. Interview HAMMES, Anhang, ZN 168.

zeitnah notwendigen Einarbeitung in die jeweiligen Probleme einer Krisenunternehmung bedeutender wären.⁴⁴³

Kompetenzen entwickelt ein Anwalt in der regelmäßigen Mitarbeit in Insolvenzverfahren in entsprechenden Kanzleien, vermittelt durch erfahrene Insolvenzverwalter. Beachtlicher als formale Kriterien sind die Erfahrungen und die Fähigkeiten, sich notwendige Kenntnisse zügig anzueignen oder die Kompetenzen zu organisieren.⁴⁴⁴

Die Vergütungsstruktur des Insolvenzverwalters ist an die Vergütungsstruktur eines Anwalts angelehnt und hat keine Schnittmenge mit der eines Kaufmanns. Bemessungsgrundlage für die Ermittlung der Insolvenzverwaltervergütung ist der Gesamtwert der Insolvenzmasse und nicht eine Zielerreichung. Die Vergütung hat im Grundsatz keine erfolgsabhängigen Anteile. Erfolg beschreibt den Zielerreichungsgrad einer Sanierung oder Schadensreduzierung.⁴⁴⁵

Für Sanierungsbemühungen beispielsweise kann der Insolvenzverwalter eine Erhöhung der Vergütung anstreben.⁴⁴⁶ In einem Insolvenzplanverfahren wird der Insolvenzverwalter über einen Geschäftsführervertrag vergütet. Die Vergütung als Geschäftsführer ist nicht so lukrativ, als dass Insolvenzverwalter dies anstreben. Steht das Insolvenzverfahren nicht unter der Beobachtung einer größeren Öffentlichkeit, so läge die individuelle Einkommensmaximierung für einen Insolvenzverwalter in der größeren Zahl durchgeführter Verfahren.⁴⁴⁷ Perspektivisch ist ein Übergang zu einer Vergütung nach Zeitaufwand wahrscheinlich.⁴⁴⁸ In der Folge werden geringer qualifizierte Mitarbeiter eingesetzt, was dem Erhalt des Unternehmenswertes oder dem Erhalt von Sanierungsoptionen nicht förderlich sein wird.⁴⁴⁹

Der vorläufige Insolvenzverwalter wird innerhalb kurzer Zeit die Entscheidung treffen, ob ein Unternehmen sanierungsfähig ist oder nicht. Der erste Eindruck bestätigt sich in

⁴⁴³ Vgl. PFAFFENHOLZ, G./ KRANZUSCH, P. (2007), S. 13.

⁴⁴⁴ Vgl. Interview HAMMES, Anhang, ZN 169 ff.

⁴⁴⁵ Vgl. § 1 Abs. 1 S. 1 InsVV.

⁴⁴⁶ Vgl. BGH-URTEIL vom 16.02.2017 – IX ZB 103/15

⁴⁴⁷ Vgl. LOOF, F. (2009), S. 16.

⁴⁴⁸ Vgl. § 88 StaRUG-E.

⁴⁴⁹ Vgl. RÖMERMANN, V. (2020), S. 470.

90 % der Fälle.⁴⁵⁰ Soll das Unternehmen erhalten bleiben, muss der Insolvenzverwalter auf betriebswirtschaftliche Kenntnisse zurückgreifen können. Allein die komplexe Frage der Bewertung einer Unternehmung kann in der Regel nicht von einem Juristen beantwortet werden.⁴⁵¹

Der Insolvenzverwalter als Jurist garantiert dem Insolvenzgericht ein formal einwandfreies Verfahren. Der Kaufmann hingegen könnte einen Sanierungsprozess mit höherer Wahrscheinlichkeit erfolgreich beenden, aber bliebe dabei formal unsauber.⁴⁵² Ein frei und unkonventionell agierender Sanierer muss ja betont unkonventionelle Wege einschlagen, um das Unternehmen zu erhalten. Das Festhalten an Formalien wäre hier möglicherweise ein Misserfolgsweg.⁴⁵³

Ausgehend von der Insolvenzauslösung bis zu ersten Entscheidungen der Gläubiger vergeht Zeit. In diesem Zeitraum wird der Insolvenzverwalter bereits Weichen für den Fortgang des Verfahrens stellen. In der Tendenz neigt der Insolvenzverwalter zu einer zügigen Abwicklung des Verfahrens, der Gläubiger zu einer Schadensreduzierung und der Schuldner zum Erhalt des Unternehmens. Im Rahmen der Insolvenzordnung kann der Gesetzgeber keine vollständige Zielharmonie zwischen Schuldner, Gläubigern und Insolvenzverwaltern erzwingen.⁴⁵⁴

Es liegt jedoch nicht in der Verantwortung des Gesetzgebers, eine Zielharmonie durch gesetzliche Maßnahmen herzustellen. Es ist fraglich, ob dies überhaupt innerhalb eines Insolvenzgesetzes möglich ist.

3.1.1.4 Gestaltungsmöglichkeit und Sinn der Gläubigerversammlung

Den Gläubigern wurde eine Entscheidungsmöglichkeit im Rahmen einer Gläubigerversammlung eingeräumt. Ein Organ zur Willensbildung innerhalb der Gläubigerversammlung ist der Gläubigerausschuss. Der Gläubigerausschuss kann in drei Varianten in den Prozess eintreten, konkret als:

⁴⁵⁰ Vgl. Interview HAMMES, ANHANG, ZN 16 ff.

⁴⁵¹ Vgl. LAMBRECHT, M. (2010), S. 22 ff.

⁴⁵² Die Abgrenzung in Jurist als wenig und Kaufmann als sehr erfolgreicher Sanierer dient in erster Linie der Bildung von Extrempositionen und kann nicht auf reale Akteure übertragen werden.

⁴⁵³ Vgl. RÄUSCHER, O./ BIZENBERGER, R. (2014), S. 41.

⁴⁵⁴ Vgl. BUCHALIK, R./ BRÖMMEKAMP, U. (2015), S. 7.

1. vom Gericht eingesetzter vorläufiger Gläubigerausschuss während des Insolvenzantragsverfahren i.S.d. § 21 Abs. 1a InsO,
2. vom Gericht eingesetzter vorläufiger Gläubigerausschuss während des Insolvenzverfahrens i.S.d. § 67 InsO, und
3. von der Gläubigerversammlung gewählt, bzw. bestätigt, i.S.d. § 68 InsO.

Im Gläubigerausschuss sind typischerweise Vertreter von Profigläubigern aktiv, z. B. von Banken, Lieferanten, Finanzamt, Arbeitnehmervertretern oder Sozialversicherungen.⁴⁵⁵

Das Verfahren ist in diesem Schritt beeinflussbar, da ein Sanierungsberater vor der Antragsstellung auf Eröffnung eines Insolvenzverfahrens bereits eine Gruppe von Gläubigern zusammenrufen kann, die der Sanierung im Idealfall grundsätzlich positiv gegenüberstehen oder im Sinne des Sanierungsberaters beeinflussbar sind. Die Beeinflussbarkeit kann sich durch eine besondere geschäftliche oder persönliche Verbundenheit ergeben. Die Mitglieder für den vorläufigen Gläubigerausschuss während des Insolvenzantragsverfahrens schlägt der Sanierungsberater mit der Insolvenzantragsstellung und dem Hinweis auf Dringlichkeit dem Insolvenzgericht vor.⁴⁵⁶

Zur ersten Zusammenkunft der Gesamtheit der Gläubiger in der Gläubigerversammlung kommt es beim Berichtstermin. Der Berichtstermin dient dazu, die wirtschaftliche Gesamtsituation des schuldnerischen Unternehmens und den Kontext der Krise zu erläutern. Der erste Bericht gleicht inhaltlich dem Lagebericht aus dem Handelsgesetzbuch.⁴⁵⁷ Die Anforderungen an den Bericht basieren auf einer ordnungsgemäßen und genügenden Rechenschaftslegung, und damit dem Grundsatz der Vollständigkeit, Richtigkeit, Klarheit und Übersichtlichkeit.⁴⁵⁸

In dem Bericht sind bereits Optionen zu prüfen, ob das Unternehmen des Schuldners oder Teile davon erhalten bleiben sollten. Weiterhin stellt sich die Frage, ob ein Insolvenzplan

⁴⁵⁵ Vgl. Interview HAMMES, Anhang, ZN 6 f.

⁴⁵⁶ Vgl. HAMMES, D. (2019), S. 78 f.

⁴⁵⁷ Vgl. § 289 HGB.

⁴⁵⁸ Vgl. LANGER, N. (2018), S. 1138 ff.

sinnvoll sein könnte, und welche Befriedigungsquoten die Gläubiger in den Fällen jeweils erwarten können.⁴⁵⁹

Die Prüfung kann in professionellere Hände gelegt werden, indem auch Nicht-Gläubiger in den Gläubigerausschuss bestellt werden, mandatiert als Vertreter von Gläubigern.⁴⁶⁰

Mit den Informationen aus dem Bericht des Insolvenzverwalters kann dann im Rahmen der Gläubigerversammlung über den Fortgang des Insolvenzverfahrens entschieden werden. Optional kann das Unternehmen des Schuldners stillgelegt oder vorläufig fortgeführt werden.⁴⁶¹ Zur Umsetzung der Beschlüsse aus der Gläubigerversammlung kann der Insolvenzverwalter beauftragt werden, einen Insolvenzplan auszuarbeiten. Die Kerninhalte werden im Kreise der Gläubiger festgelegt. Es besteht jederzeit die Option, dass ein Gläubiger einen Insolvenzplan vorlegt.⁴⁶² Die Gläubigerversammlung kann den Prozess mit Wendemarken versehen, um flexibel reagieren zu können.⁴⁶³

Weil die Gläubigerversammlung unter Wahrung von Fristen und nur durch das Insolvenzgericht einberufen werden kann, ist es ein schwerfälliges Organ. Soll das Unternehmen saniert werden, ist ein proaktiver Gläubigerausschuss ein Erfolgsfaktor.⁴⁶⁴

Die Schaffung der Sanierungsoption bedingt in den meisten Fällen die Einrichtung eines Gläubigerausschusses. Ob tatsächlich eine Sanierung durchgeführt wird, hängt aber nicht zwingend von der vorherigen Installation eines Gläubigerausschusses ab.⁴⁶⁵

3.1.2 ESUG als Gesetz zur Implementierung von Flexibilität

Die Insolvenzordnung war ein Schritt in einen sanierungsfreundlicheren Rahmen, aber er war nicht weitreichend genug. Nicht zuletzt in der Folge der genannten Hemmnisse zu Beginn eines Insolvenzverfahrens und der Rolle der Insolvenzverwalter wurde die Insol-

⁴⁵⁹ Vgl. JANSSEN, C. (2019), Rn. 14.

⁴⁶⁰ Vgl. Interview HAMMES, Anhang, ZN 8 ff.

⁴⁶¹ Vgl. § 157 InsO.

⁴⁶² Vgl. § 218 Abs. 1, S. 1 InsO.

⁴⁶³ Vgl. SCHEIFELE, J. (2018), S. 17.

⁴⁶⁴ Vgl. HAMMES, D. (2019), S. 98.

⁴⁶⁵ Vgl. Interview HAMMES, Anhang, ZN 13 f.

venzordnung als Sanierungsinstrument nicht im Markt angenommen. Mit der Insolvenzantragsstellung brach regelmäßig der Wert der Unternehmung ein und erstickte jede Sanierungsbemühung im Keim.⁴⁶⁶

Wird der Insolvenzantrag als das faktische Ende der Unternehmung verstanden, wird der Unternehmer diesen Schritt bis zum letzten möglichen Moment hinauszögern. Der Insolvenzantrag bietet keine Hilfe, sondern manifestiert das unternehmerische und vielfach auch das wirtschaftliche Scheitern des Schuldners. In der Konsequenz ignorieren die Unternehmer die Antragspflicht und begehen regelmäßig Insolvenzverschleppung.⁴⁶⁷

Die Insolvenzvermeidung resultiert aus der Hoffnung daraus, dass es noch einen positiven Turnaround geben kann. Eine Verstärkung erfährt dieses Fehlverhalten aus der Vermeidungshaltung der Verantwortlichen, Imageschäden hinzunehmen und Verluste zu realisieren.⁴⁶⁸

Diesem Verhalten steht kein Handlungsdruck gegenüber, da die insolvenzauslösenden Tatbestände nicht öffentlich sind. Im Gegenteil ist mit der Auslösung die eigene Führungsrolle bedroht und es drohen existenzgefährdende Haftungsrisiken.⁴⁶⁹ Insgesamt gilt, dass strafbare Handlungen unterschiedlicher Couleur und Gewichtung in Insolvenzverfahren üblich sind und mit dem Heranrücken des Insolvenzzeitpunktes zunehmen.⁴⁷⁰ Weil ein Insolvenzverfahren als Bedrohung und nicht als Chance gesehen wird, besteht die Neigung, diese Insolvenz zu vermeiden oder möglichst weit hinauszuzögern.⁴⁷¹

Ein Erfolgsfaktor in der Sanierung der Unternehmung besteht jedoch in der rechtzeitigen Auslösung von Sanierungsmaßnahmen, ein Misserfolgsfaktor in der Verzögerung ebendieser. Mit der zeitlichen Verzögerung des Sanierungsbeginns verliert das Unternehmen weiterhin Zeit und Ressourcen. Der Unternehmenswert wird über die Zeit laufend abnehmen. Die ausgelassenen Chancen sind unwiederbringlich verloren.⁴⁷²

⁴⁶⁶ Vgl. SCHREITER, M./SCHWETZLER, B. (2019), S. 175 ff.

⁴⁶⁷ Vgl. POERTZGEN, C. (2020), S. 115.

⁴⁶⁸ Vgl. UNRUH, A. (2018), S. 370.

⁴⁶⁹ Vgl. Interview HAMMES, Anhang, ZN 158 f.

⁴⁷⁰ Vgl. BAUER, J. (2016), Rn. 738 f.

⁴⁷¹ Vgl. Interview HAMMES, ANHANG, ZN 160.

⁴⁷² Vgl. KASPERSKI, H. J. (2006), S. 7.

Die Optionen, die sich aus dem Insolvenzantrag im klassischen Verfahren ergeben, münden vielfach in der Zerschlagung der Unternehmung. Der Rückgriff auf einen Insolvenzplan verbessert das Ergebnis für die schuldnerische Unternehmung nicht in jedem Fall, denn der Liquidationsplan führt ebenso zur Löschung der ursprünglichen Unternehmung wie eine übertragende Sanierung.⁴⁷³

Den Erhalt der Unternehmung in den Fokus der Akteure zu rücken, strebte der Gesetzgeber mit der Verabschiedung des ESUG im Jahre 2011 an. Das Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen trat am 1. März 2012 in Kraft und sollte einen Mentalitätswechsel bei den maßgeblichen Akteuren herbeiführen. Mit der Verabschiedung des Gesetzes verbunden war der Wunsch nach der Entwicklung einer echten Sanierungskultur in der deutschen Wirtschaft, indem Schuldner und Gläubiger als gleichberechtigte Akteure eine Sanierung begleiten und Planungssicherheit geschaffen wird.⁴⁷⁴

Einen Insolvenzplan zu erstellen, der den Erhalt der Unternehmung in den Mittelpunkt stellt, ist eine gleichermaßen schwierige, als auch eine zeitintensive Aufgabe. Die Ansprüche, Forderungen und Wünsche aller Beteiligten zu berücksichtigen, ist in Anbetracht der unterschiedlichen Besicherungen der Forderungen und der Einschätzungen der Gläubiger schwierig. Eine Schwierigkeit bei der Durchsetzung der Eigenverwaltung in einem Insolvenzplan lag regelmäßig in der bereits diskutierten zu späten Beantragung der Insolvenz, wodurch weitergehende Optionen mangels Masse ausgeschlossen wurden.⁴⁷⁵ Juristen sehen die Eigenverwaltung schon deshalb kritisch, weil dies „den Bock zum Gärtner“ macht. Das gilt mindestens in den Fällen, in denen das bisherige Management für die Krise verantwortlich ist. Alternativlos kann das Vorgehen sein, wenn das bisherige Management über wesentliche Kompetenzen innerhalb der Unternehmung verfügt, Gesellschafter ist oder schlicht Zeit fehlt.⁴⁷⁶

⁴⁷³ Vgl. BETH, S. (2019), S. 842.

⁴⁷⁴ Vgl. TSCHERSICH, S. (2014), S. 45.

⁴⁷⁵ Vgl. SCHULZ, D./BERT, U./LESSING, H. (2018), S. 209.

⁴⁷⁶ Vgl. Interview SCHMITTMANN, Anhang, ZN 158 ff.

Während das bisherige Insolvenzrecht ein Zieldreieck aus der Sicherung, der Verwertung und der gleichmäßigen Verteilung des schuldnerischen Vermögens auf die Gläubiger be-seelte, so strebt das ESUG danach, das Insolvenzrecht als Chance für eine erfolgreiche Sanierung zu verstehen.⁴⁷⁷

Im Ergebnis dieses Mentalitätswechsels verstärken sich die positiven Anreize für die Führung der insolvenzbedrohten Unternehmung, bereits auf Grundlage der drohenden Zahlungsunfähigkeit einen Antrag auf Eröffnung eines Insolvenzverfahrens zu stellen.⁴⁷⁸

Altruistisch wird das Verhalten der Geschäftsleitung nicht sein, sondern die Geschäftsleitung wird versuchen, die eigene Situation zu verbessern. Egoistisches Verhalten ist in der Wirtschaft nicht grundsätzlich schädlich, jedoch spekuliert die Geschäftsleitung darauf, persönliche Haftungsrisiken zu reduzieren und Vermögensverschiebungen zu verschleiern. Das wird möglich, weil die bisherige Geschäftsleitung die Kontrolle in der Unternehmung behält.⁴⁷⁹

Die Frage nach der Möglichkeit einer Sanierung umfasst zunächst die Krisenerkennung und eine Analyse der Krisensituation, um die für die Gegenmaßnahmen notwendigen Informationen zu erhalten und die Bewertung der Unternehmung zur Prüfung der Sanierungsfähigkeit und der Sanierungswürdigkeit des Unternehmens durchführen zu können.⁴⁸⁰

In der bisherigen Insolvenzordnung hatte der Insolvenzverwalter einen beachtlichen Teil dieser Aufgabe zu erfüllen. Diesen Misserfolgsfaktor zu beseitigen, suchte der Gesetzgeber in der Installation eines Schutzschirms. Vor äußeren Zwängen beschirmt, soll für die Unternehmung ein Sanierungsplan entwickelt und mit den beteiligten Akteuren ausgehandelt werden.

⁴⁷⁷ Vgl. EVERTZ, D./ KRYSTEK, U. (2014), S. 55.

⁴⁷⁸ Vgl. BURK, S./ BANGE, H. (2014), S. 30.

⁴⁷⁹ Vgl. HAMMES, D. (2019), S. 71.

⁴⁸⁰ Vgl. TAIMER, L. (2007), S. 45.

Wirtschaftlich sinnvoll scheint dem Gesetzgeber das aufwendigere Verfahren besonders bei großen Unternehmen, bei denen ein belastbarer Substanzwert vermutet wird.⁴⁸¹ Die Rettungswürdigkeit der Unternehmung hat der Gesetzgeber normiert, indem:

1. die Bilanzsumme mindestens 6 Mio. € betragen muss,
2. der Umsatz pro Jahr mindestens 12 Mio. € beträgt, und
3. im Jahresmittel mehr als 49 Arbeitnehmer beschäftigt wurden.

Sobald zwei der drei Kriterien erfüllt sind, ist ein Gläubigerausschuss einzusetzen.⁴⁸² Der Rückgriff auf Vergangenheitsdaten als Grundlage zukünftiger Entscheidungen ist ein typisch formaler Ansatz. Ein Verwalter schaut an diesem Punkt in die Vergangenheit, also in die Zeit vor der Krise; ein Manager müsste hingegen in die Zukunft schauen. Der potenzielle DCF ist ein wertvollerer Hinweisgeber als der vergangenheitsbezogene Substanzwert. Die Anzahl der Mitarbeiter im Unternehmen kann auch als Substanzwert interpretiert werden und stellt einen Wert für den Staat, vertreten durch die Sozialkassen, dar.

Erfüllt ein Unternehmen die obigen formalen Bedingungen, dann bietet der Gesetzgeber eine möglichst frühe Insolvenzeröffnung an und belohnt das Unternehmen mit einer Schonfrist, in der die Unternehmensführung die Macht im eigenen Unternehmen behalten darf. Die maximale Verweildauer unter dem Schutzschirm beträgt drei Monate. Das Schutzschirmverfahren wird positiv wahrgenommen, da es an das Verfahren nach Chapter 11 aus den USA angelehnt ist.⁴⁸³ Chapter 11 hat wiederum international einen guten Ruf hat und wird als idealer Ansatz für den Erhalt von Unternehmen gesehen.

Mit Hilfe des Schutzschirmverfahrens überwindet der Gesetzgeber den Effekt, dass mit der Insolvenzeröffnung die Sanierung der Unternehmung endet, weil z. B. internationale Akteure keine Perspektive mehr erkennen.⁴⁸⁴

⁴⁸¹ Vgl. THOMA, C.F. (2017), S. 126 f.

⁴⁸² Vgl. § 21 InsO.

⁴⁸³ Vgl. FLÖTHER, L. (2014), S. 465.

⁴⁸⁴ Vgl. BREMEN, M. (2014), S. 137.

Als Voraussetzung zur Eröffnung eines Schutzschirmverfahrens, muss sich das Unternehmen eine positive Sanierungsaussicht testieren lassen.⁴⁸⁵ Mit dieser Bescheinigung bestätigt ein fachkundiger Dritter, dass die Sanierung nicht offensichtlich aussichtslos ist. Offensichtlich aussichtslos wäre die Sanierung immer dann, wenn das Unternehmen bereits zahlungsunfähig wäre.⁴⁸⁶ Ein zahlungsunfähiges Unternehmen kann zwar ebenfalls saniert werden, ihm stehen jedoch in dieser Krisenphase nicht mehr die Vorzüge des Schutzschirmverfahrens zur Verfügung.

Das Schutzschirmverfahren bestätigte sich als Erfolgsfaktor in der Sanierung, da all jene Verfahren, die auf dieser Grundlage eröffnet wurden, vielfach schneller und erfolgreicher durchgeführt werden konnten.⁴⁸⁷

Dieses sogenannte Schutzschirmverfahren beinhaltet automatisch auch immer eine Eröffnung des Insolvenzplanverfahrens in Eigenverwaltung, in diesem Fall ohne vorläufigen Insolvenzverwalter. Die Rolle des Insolvenzverwalters wird zugunsten eines Sachwalters aufgelöst, der nur mehr eine überwachende, jedoch keine kontrollierende Funktion innehat. Er überwacht die bei der Unternehmensführung verbliebene operative Verantwortung der Unternehmung.⁴⁸⁸

Die Flexibilität soll darin bestehen, dass die Unternehmensführer der krisenbetroffenen Unternehmung weiterhin und ungefährdet in die Zukunft planen und den Wert der Unternehmung ermitteln können, ohne Gefahr zu laufen, die Macht der Unternehmensführung abgeben zu müssen. Erfolgsfaktor dabei ist die Option, einen Sanierungsberater und einen Sachwalter idealerweise in Abstimmung zwischen Gericht, Gläubigern und Schuldner auszuwählen.⁴⁸⁹

Die Machtverschiebung und ihre Folgen innerhalb des Verfahrens sind umfangreicher, als zunächst offenbar wird. Da der Sanierungsberater vor dem Sachwalter installiert wird, wird dieser maßgeblich bei der Auswahl des Sachwalters sein. Die Insolvenzverwalter/

⁴⁸⁵ Vgl. § 270b Abs. 1 S. 3 InsO.

⁴⁸⁶ Vgl. REINHARDT, F./LAMBRECHT, M. (2014), S. 73.

⁴⁸⁷ Vgl. ROLAND BERGER STRATEGY CONSULTANTS (2018), S. 18.

⁴⁸⁸ Vgl. § 174 Abs. 2 S. 1 InsO.

⁴⁸⁹ Vgl. ROLAND BERGER STRATEGY CONSULTANTS (2018), S. 18.

Sachwalter müssen aus ihrem eigenen Interesse heraus ein Netzwerk mit Sanierungsberatern pflegen, um zu attraktiven Verfahren herangezogen zu werden. Konsequenterweise bleibt der Insolvenzverwalter/ Sachwalter nur Teil dieses Netzwerkes, wenn er Nachteilsanzeigen⁴⁹⁰ bzw. Haftungs- und Insolvenzanfechtungsgründen gegenüber dem Schuldner⁴⁹¹ nur mehr mild entgegentritt. Auch gegen überbordende Beraterhonorare vermag er nicht mehr in dem gebotenen Umfang entgegenzutreten.⁴⁹²

Die Notwendigkeit der Verhaltensdisposition seitens der Insolvenzverwalter gegenüber den Verfahrensbeteiligten ist notwendig, da eine verfahrensangepasste Flexibilität Grundlage der Sanierungsoption mit Hilfe des Sanierungsberaters ist. Diese Flexibilität ist regelmäßig in einem „Beauty Contest“ vor Sanierungsberatern und im Extremfall auch vor den Schuldnern selbst zu zeigen. Trotzdem ist die Eigenverwaltung ein Positivsummenspiel, da die Sanierungsbotschaft positiv verstärkt wird und die Einreihung des Sachwalters in ein Sanierungsteam nicht negativ für die Gläubiger sein muss. Trotz der Machtverschiebung im Verfahren wird der Sachwalter bereits durch seine Anwesenheit die Rechtstreue der Verfahrensbeteiligten stärken.⁴⁹³

Die Bundesregierung hat es teilweise geschafft, mit dem ESUG Schwierigkeiten der bisherigen Insolvenzordnung zu beseitigen, und in der Praxis bestätigt sich bereits, dass ein weit überwiegender Anteil der Verfahren nach ESUG mit dem Erhalt der Unternehmung endete.⁴⁹⁴ Befremdlich ist dabei, dass sich steuerrechtliche Aspekte der Zielerreichung einer erfolgreichen Sanierung in etlichen Fällen als schwer zu überwindende Hürde darstellten.⁴⁹⁵ Weil diese Hürde reduziert werden soll, sind Betriebsvermögensvermehrungen oder Betriebseinnahmen im Rahmen des Schuldenerlasses dann steuerfrei,⁴⁹⁶ wenn sie einer unternehmensbezogenen Sanierung dienen.⁴⁹⁷

⁴⁹⁰ Vgl. § 274 Abs. 3 InsO.

⁴⁹¹ Vgl. § 280 InsO.

⁴⁹² Vgl. HAMMES, D. (2019), S. 76 f.

⁴⁹³ Vgl. HÄNEL, R. (2017), S. 73.

⁴⁹⁴ Vgl. ROLAND BERGER STRATEGY CONSULTANTS (2018), S. 35.

⁴⁹⁵ Vgl. SCHMIDT, F./ MIELKE, A. (2009), S. 395 ff.

⁴⁹⁶ Vgl. § 3a Abs. 1 S. 1 EstG.

⁴⁹⁷ Vgl. SCHMITTMANN, J. (2021b), S. 441.

Sobald ein Unternehmen in den Genuss eines Forderungsverzichts kommt, steigt bei diesem Unternehmen das Betriebsvermögen.⁴⁹⁸ Der Verzicht des Gläubigers ist als außerordentliche Einnahme zu behandeln. Liegen z. B. keine Verlustvorträge vor, so führt der Forderungsverzicht der Gläubiger zu einer ertragssteuerlichen Belastung des schuldenrischen Unternehmens.⁴⁹⁹

Die Ambitionen des deutschen Gesetzgebers, eine europarechtliche Lösung für die deutschen Steuerprobleme zu finden, waren bisher erfolglos. Den deutschen Insolvenzgerichten bleibt daher nur eine Einzelfallprüfung, in der festgestellt werden müsste, dass ein gegenwärtiger Rechtsschutz besteht.⁵⁰⁰ Der Gesetzgeber strebt ein sanierungsfreundliches Steuerrecht an und unterstreicht seine Haltung durch § 3a EStG n.F., § 3c EStG, § 7b GewStG, § 8 Abs. 8 Satz 6 KStG.⁵⁰¹ Es wird gegenwärtig in jedem Einzelverfahren eine Totalbesteuerungsprognose durchgeführt, und wenn der Steuerverzicht im Rahmen der Sanierung ungleich größeren perspektivischen Steuereinnahmen gegenübersteht, dann kann auch der Rechtsschutz nach § 114 Abs. 1 S. 2 FGO gewährt werden, wonach ein zu sanierendes Unternehmen keine Steuern zahlen muss. Die Steuerschonung zum Zwecke der Sanierungserleichterung bezieht sich auf die Schuld des Unternehmens, nicht auf die Schuld des Unternehmers.⁵⁰²

Das ESUG konnte die in es gesetzten Erwartungen nicht in der Breite erfüllen. In den ersten Jahren stieg der Anteil der Verfahren mit einer vorläufigen Eigenverwaltung nicht über 3 % aller Insolvenzverfahren.⁵⁰³ Die Ursache wird weniger im gesetzlichen Rahmen als mehr in den Vermeidungsstrategien der Unternehmensführungen liegen. Handlungsoptionen aus dem Insolvenzrecht sind in Unternehmen unbekannt.

Ungeachtet dessen ist das ESUG ein Fortschritt gegenüber der bisherigen Insolvenzordnung. Die Praxis bestätigt die zunehmende Akzeptanz bei den Gerichten, den Gläubigern und den Insolvenzverwaltern. Die Planinitiative muss aus dem Kreis der Gläubiger oder

⁴⁹⁸ Vgl. SCHMITTMANN, J. (2019), S. 151 ff.

⁴⁹⁹ Vgl. KRÜSMANN, E. (2017), S. 522 ff.

⁵⁰⁰ Vgl. § 114 Abs. 1 S. 2 FGO.

⁵⁰¹ Vgl. ROTH, J. (2018), S. 6.

⁵⁰² Vgl. BMF (2003), S. 2140.

⁵⁰³ Vgl. MOLDENHAUER, R./ HERMANN, W./ WOLF, R./ DRESCHER, F. (2014), S. 3 f.

von dem Schuldner selbst kommen. Für einen Insolvenzverwalter gibt es keine offensichtliche Veranlassung, die Rolle des Insolvenzverwalters gegen die eines Sachwalters zu tauschen. Der Sachwalter bekleidet eine schwächere Rolle und erhält eine geringere Vergütung als der Insolvenzverwalter.⁵⁰⁴

Die Entwicklung wird das klassische Insolvenzverfahren zugunsten von außergerichtlichen Restrukturierungsverfahren weiter zurückdrängen. Die EU-Kommission empfiehlt bereits seit 2014 insolvenzvermeidende Verfahren und arbeitet seit 2016 konkret an einer rechtlichen Umsetzung. Inhaltlich basieren die Vorschläge auf der Forderung, Rentabilität und Interessen der Stakeholder zu schützen.⁵⁰⁵

Die Ausrichtung an Marktkriterien dient der marktorientierten Sanierung von Unternehmen. Der Unternehmenswert ist dabei als Steuergröße zwingendes Element jeder rechtlichen Innovation. Kostenreduzierende Handlungen, die der Liquiditätssicherung dienen, wirken sich unmittelbar auf die Cashflows der Unternehmung und damit auf den Unternehmenswert selbst aus.⁵⁰⁶ Da in der Folge der Insolvenz sich die negativen Auswirkungen für Eigen- und Fremdkapitalgeber angleichen, wird der Shareholder Value Ansatz bestimmend für die Handlungen der Unternehmensführung sein. Die Auswirkungen der Handlungen der Unternehmensführung orientieren sich im Normalfall im Shareholder Value Ansatz an der Wirkung auf den Marktwert des Eigenkapitals. In der Praxis bedeutet dies die Insolvenzvermeidung als Ziel der Unternehmensführung. Im Rahmen der Insolvenz ist es wichtig, dass die Handlungen der Unternehmensführung sich positiv auf den Marktwert des Gesamtkapitals auswirken.⁵⁰⁷ Im Insolvenzverfahren ist der Insolvenzverwalter hingegen den Gläubigern verpflichtet.

3.1.3 Gesetz zur Fortentwicklung des Sanierungs- und Insolvenzrechts

Mit dem Ziel der Harmonisierung der insolvenzrechtlichen Rahmenbedingungen innerhalb der europäischen Mitgliedsstaaten verabschiedete die Europäische Union die Richtlinie zu einem europäischen Restrukturierungsrahmen.⁵⁰⁸

⁵⁰⁴ Vgl. BUCHALIK, R./BRÖMMEKAMP, U. (2015), S. 84.

⁵⁰⁵ Vgl. BRÖMMEKAMP, U. (2017), S. 135.

⁵⁰⁶ Vgl. GIESSLER, J.W. (2018), S. 139.

⁵⁰⁷ Vgl. KÜHL, S. (2020), S. 41.

⁵⁰⁸ Vgl. RL 2019/1023/EU (2019), Rn. 1 ff.

Die Umsetzung in der Bundesrepublik ermöglicht auf der Grundlage des neuen deutschen Sanierungs- und Insolvenzrechts die Sanierung von Unternehmen während einer Krise außerhalb des bisherigen Insolvenzrechts.⁵⁰⁹

Die Umsetzung des Rechts in diesem ordnungspolitischen Rahmen ähnelt im Ansatz dem Verfahren nach Chapter 11 aus den USA, in dem die Rechte der Gläubiger auch ohne deren Zustimmung dem Sanierungsziel untergeordnet werden können.⁵¹⁰

Parallelen existieren innereuropäisch zu dem britischen Scheme of Arrangement, da hier die Sanierung des Unternehmens das zentrale Ziel des Verfahrens ist, bei dem die Zustimmung der Gläubiger dem Sanierungsinteresse der Unternehmung untergeordnet ist.⁵¹¹

Das deutsche Insolvenzplanverfahren schaffte den Übertrag internationaler Ansätze in das deutsche Recht nicht, da die Hürden des Insolvenzverfahrens bestehen bleiben, sobald nicht alle Gläubiger dem Verfahren uneingeschränkt zustimmen.⁵¹²

Im Rahmen des Gesetzes zur Fortentwicklung des Sanierungs- und Insolvenzrechts wird ein Stabilisierung- und Restrukturierungsrahmen für Unternehmen in der Krise eingeführt. Das StaRUG ist zwar ein Teil der Insolvenzgesetzgebung, verfolgt aber das Ziel, ein Insolvenzverfahren zu Gunsten einer Sanierung bzw. einer Restrukturierung zu vermeiden.⁵¹³

Eingeführt wird zu diesem Zweck ein Sanierungsmoderator, der durch Vermittlung einen Ausgleich zwischen restrukturierungsfähigen Schuldner und Gläubigern und eine Lösung der wirtschaftlichen, speziell der finanziellen Probleme stiften soll.⁵¹⁴

Stimmen die Gläubiger mehrheitlich der Restrukturierung zu, kann die Unternehmensführung frei entscheiden, ob der Restrukturierungsplan mit oder ohne Beteiligung eines

⁵⁰⁹ Vgl. THOLE, C. (2020), S. 1985.

⁵¹⁰ Vgl. RÖMERMANN, V. (2020), S. 463 ff.

⁵¹¹ Vgl. SCHMIDT, J. (2020), S. 955.

⁵¹² Vgl. BULGRIN, G. (2019), S. 36 ff.

⁵¹³ Vgl. SEIBT, C./ BULGRIN, G. (2020), S. 2226.

⁵¹⁴ Vgl. SCHMITTMANN, J. (2021a), S. 105.

Gerichts umgesetzt werden soll. Der Unternehmensführung obliegt weiter die Entscheidung, ob die Sanierung öffentlich oder ohne eine Information der Öffentlichkeit durchgeführt wird.⁵¹⁵

Nur in Fällen, in denen einzelne Gläubiger Teilen des Restrukturierungsplans nicht zustimmen, ist eine Unterstützung durch ein Gericht vorgesehen. Zur Professionalisierung dieses Prozesses soll ein zuständiges Insolvenzgericht je Landgerichtsbezirk eingerichtet werden.⁵¹⁶

Die dominierende Wirkung der Insolvenzantragspflicht wird entschärft durch eine Abschwächung der Antragsbedingungen. Die Antragspflicht bei einer Überschuldung wird auf sechs Wochen verlängert. Die Untersuchungszeiträume werden angepasst und betragen für die Überschuldungsprüfung ein Jahr und für die Prüfung der drohenden Zahlungsunfähigkeit zwei Jahre. Ziel der Maßnahmen ist es, der Unternehmensführung Zeit zu geben, um ein Restrukturierungskonzept zu entwickeln.⁵¹⁷

In der Praxis wird sich zeigen, ob der schuldnerische Geschäftsführer tatsächlich in erster Linie die Interessen der Gläubiger wahren wird. Der Zustand der drohenden Zahlungsunfähigkeit ist für Unternehmen in der Praxis kein hinreichender Grund, eine Restrukturierung auszulösen. Ein shift of fiduciary duties wird einen Principal-Agent-Konflikt zwischen Schuldnern und Gläubigern verstärken.⁵¹⁸

Hemmnisse für die Unternehmensführung, eine Sanierung frühzeitig anzustoßen, sollen weiter abgebaut werden, indem die Haftungsrisiken reduziert werden. Das gilt betont für all jene Zahlungen, die der Fortführung der Unternehmung dienen, solange damit keine Sorgfaltspflichten der Unternehmensführung verletzt werden.⁵¹⁹

Um die Erfolgsaussichten einer Sanierung weiter zu steigern, wird die Eigenverwaltung zusätzlich gestärkt werden. Diese ist jedoch zukünftig konkreter zu planen und den betei-

⁵¹⁵ Vgl. GEHRLEIN, M. (2020), S. 2394.

⁵¹⁶ Vgl. KRÜGER, S. (2020), S. 298.

⁵¹⁷ Vgl. SEIBT, C./ BULGRIN, G. (2020), S. 2228 f.

⁵¹⁸ Vgl. KORCH, S. (2019), S. 1057.

⁵¹⁹ Vgl. SCHMIDT, J. (2020), S. 955.

ligten Akteuren gegenüber zu veröffentlichen. Bei umfangreicheren Risiken für die Gläubiger sieht das Gesetz die Bestellung eines Restrukturierungsbeauftragten vor.⁵²⁰ In der Breite der Insolvenzfälle wirkt es befremdlich, jenen Unternehmensführungen die Sanierung der Unternehmung zu überlassen, die für den gegenwärtigen Zustand der Unternehmung verantwortlich sind. Es ist nicht das Ziel, für jede Unternehmung einen Sanierungsversuch zu starten, sondern das Ziel ist die Schaffung einer Sanierungsoption für die sanierungsfähigen Unternehmen.

Weil das Unternehmen in der Krise bereits den Sanierungsmoderator vorschlagen kann, sollte hier bereits eine Person ausgewählt werden, die im Verlauf Restrukturierungsbeauftragter, vorläufiger Sachwalter, Sachwalter und Insolvenzverwalter werden kann. Eine Personenkontinuität erhöht aufgrund eines Geschwindigkeitsvorteils die Sanierungsmöglichkeit und erhält verschiedene Sanierungsoptionen.⁵²¹

Die Insolvenz- und Sanierungslandschaft entwickelt sich von der Insolvenzrechtsreform 1999, dem ESUG 2012 und dem StaRUG 2020 positiv.⁵²² Das bisherige binäre System einer Sanierung, entweder innerhalb oder außerhalb eines ordnungspolitischen Rahmens, wird zugunsten einer Öffnung des gerichtlichen Verfahrens aufgegeben. Den Unternehmen eröffnen sich perspektivisch die Optionen auf Sanierungsinstrumente, die ihnen bisher für die Phase des Insolvenzverfahrens vorbehalten blieben.⁵²³ Die Maßnahmen sind insgesamt geeignet, den Wert der Unternehmung zu erhalten und die Flexibilität der Unternehmensführungen zu erhöhen.⁵²⁴

3.2 IDW S6

3.2.1 IDW S6 als betriebswirtschaftliche Modifikation des Rechts

Roland Berger Strategy Consultants belegen in einer Studie, dass ein ganzheitliches Sanierungskonzept, die schnelle zeitliche Umsetzung und das Commitment der Gläubiger ein Erfolgsfaktor in der Sanierung von Unternehmen sind.⁵²⁵

⁵²⁰ Vgl. PROSKE, S./ STREIT, G. (2020), S. 295.

⁵²¹ Vgl. SCHMITTMANN, J. (2021a), S. 108.

⁵²² Vgl. THOLE, C. (2020), S. 1985.

⁵²³ Vgl. RÖMERMANN, V. (2020), S. 463 ff.

⁵²⁴ Vgl. KORCH, S. (2019), S. 1065.

⁵²⁵ Vgl. ROLAND BERGER STRATEGY CONSULTANTS (2018), S. 29 ff.

Die Entscheidung, ein Unternehmen zu sanieren, verlangt Engagement von den Beteiligten. Die Entscheidung, ein Unternehmen zu erhalten, ist anspruchsvoll, weil eine positive Fortbestehensprognose Voraussetzung ist.⁵²⁶

Eine positive Fortbestehensprognose wird im Rahmen eines Gutachtens ermittelt und dokumentiert. Der IDW S 6 Standard zur Erstellung ordnungsgemäßer Sanierungskonzepte⁵²⁷ bildet den unter Praktikern anerkannten Rahmen eines ganzheitlichen Konzeptes.⁵²⁸ Der IDW S 6 findet keine zwingende Anwendung bei der positiven Prognose im Schutzschirmverfahren, ist aber im Sanierungsprozess ein Erfolgsfaktor.⁵²⁹

Das Commitment der Gläubiger einzuholen ist schwierig, weil ein Vertrauensverlust der Beteiligten gegenüber dem Krisenunternehmen stattgefunden hat. Ein Sanierungsgutachten wird auch ein Instrument zur Wiederherstellung des Vertrauens zwischen den Gläubigern und dem Krisenunternehmen. Präsentiert wird der Plan den Gläubigern typischerweise im Rahmen der Gläubigerversammlung oder im Rahmen einer vergleichbaren Sitzung im Schutzschirmverfahren.⁵³⁰

Jede Sanierung mag als Einzelfall betrachtet werden, jedoch bewährten sich einige Grundregeln bzw. Anforderungen für die Erstellung und den Aufbau von Sanierungsgutachten, welche die Grundlage für die Restrukturierung darstellen. Die Bedürfnisse der Beteiligten verlangen gleichermaßen eine rechtliche wie auch eine betriebswirtschaftliche Beurteilung der Gesamtsituation.⁵³¹

Der Wertbeitrag des IDW S6 besteht darin, dass aufeinander abgestimmte Teilkonzepte zu einem Vollkonzept zusammengefasst und stufenweise bearbeitet wurden. So konnten die Teilaufgaben wie die Bestandsaufnahme, das Aussuchen von Sanierungskriterien, die Erarbeitung eines Leitbilds des sanierten Unternehmens oder die Beurteilung von Sanierungsfähigkeit schon im Vorfeld beauftragt werden. Für eine fachgerechte Aussage über

⁵²⁶ Vgl. LIEBIG, M. (2010), S. 54.

⁵²⁷ Vgl. IDW S6 (2018), RN 1 ff.

⁵²⁸ Vgl. WERNER, H./ SCHREITMÜLLER, A. (2017), S. 187.

⁵²⁹ Vgl. NIERING, C./ HILLEBRAND, C. (2020), S. 88.

⁵³⁰ Vgl. NIERING, C./ HILLEBRAND, C. (2020), S. 85.

⁵³¹ Vgl. AHREND, K.-M. (2020), S. 437 ff.

die Sanierungsfähigkeit eines Unternehmens ist allerdings die Erstellung eines Vollkonzeptes notwendig.⁵³²

Ein wettbewerbs- und renditefähiges Unternehmen wiederherzustellen, ist das Ziel des Sanierungskonzeptes nach IDW S 6. Dieser gewünschte zukünftige Zustand ist nur durch eine nachhaltige Sanierung erreichbar. Ein Sanierungskonzept nach IDW S6 basiert auf mehreren Stufen.⁵³³ Die Idee eines solchen stufenweisen Vorgehens in Abhängigkeit vom Krisenstadium steht im Zentrum des Aufbaus dieses Standards.⁵³⁴ Die Hauptteile werden grob in zwei Stufen unterteilt. Stufe 1 umfasst Maßnahmen zur Sicherung der Fortführungsfähigkeit und die Prüfung der Zahlungsfähigkeit nach IDW S11.⁵³⁵ Stufe 2 dient der Erstellung des Sanierungskonzeptes und seiner Umsetzung. Deshalb wird der IDW S 6 in der Fachliteratur als zweistufiges Konzept bezeichnet.⁵³⁶

Trotz der Anerkennung in der Fachöffentlichkeit war auch diese Version des Sanierungskonzeptes nicht perfekt. Als wesentliche Mängel wurden dem IDW S 6 der zu große Umfang, besonders in Bezug auf die kleinen und mittleren Unternehmen, der häufige Rückgriff auf unbestimmte Rechtsbegriffe und unscharfe Begriffsdefinition sowie die unzureichende praktische Umsetzung vorgeworfen.⁵³⁷ Die unzureichende Ausrichtung auf die Gesetzgebung wurde seitens der Kreditinstitute stark kritisiert und eine stärkere Orientierung an den BGH-Rechtsprechungen gewünscht.⁵³⁸

Die aktuelle Fassung des IDW Standards „Anforderungen an die Erstellung von Sanierungskonzepten“ ist eine Weiterentwicklung und musste bezüglich zweier wichtiger Punkte überarbeitet werden. Die Überarbeitung umfasst das gesamte Sanierungskonzept

⁵³² Vgl. BUTH, A. K./ HERMANN, M. (2014), S. 288.

⁵³³ Vgl. EISOLT, D. (2010), S. 428.

⁵³⁴ Vgl. HOHBERGER, S./ DAMLACHI, H. (2019), S. 908 ff.

⁵³⁵ Vgl. IDW S11 n.F. (2022), RN 8 ff.

⁵³⁶ Vgl. BUTH, A. K./ HERMANN, M. (2014), S. 288.

⁵³⁷ Vgl. KRISTEK, U./ KLEIN, J. (2010), 1773 f.

⁵³⁸ Vgl. BECKER, B./ MARTIN, K./ MÜLLER, S./ WOBBE, C. (2012), S. 981.

mit den jeweils aktuellen Gerichtsurteilen⁵³⁹ und dem Konzeptumfang, welcher der Unternehmensgröße angepasst werden musste.⁵⁴⁰ Der Standard kann sowohl bei gerichtlichen als auch bei außergerichtlichen Verfahren eingesetzt werden.⁵⁴¹

Der neue Standard gewinnt an Gewicht und wirkt auf die zahlreichen Stakeholder solider und glaubwürdiger. Die Neuerungen geben den Gläubigern die Sicherheit, dass das dargestellte Sanierungskonzept den rechtlichen Anforderungen entspricht und ihre Rechte geschützt werden.⁵⁴²

Eine weitere Änderung ermöglicht, dass für kleinere Unternehmen ein weniger umfangreiches und weniger komplexes Sanierungskonzept vorgesehen wird.⁵⁴³ Somit kann ein Sanierungsberater bereits im Vorfeld über die Konzeptanforderungen und den Konzeptumfang entscheiden, die zu einem Unternehmen am besten passen. Die ausgelassenen Teilbereiche des Konzeptes müssen⁵⁴⁴ explizit genannt werden, damit der Leser des Gutachtens einen klaren Überblick behält.⁵⁴⁵

Die zusammenfassende Beurteilung der Sanierungsfähigkeit ist verbindlich und hat große Bedeutung für den Gläubigerschutz. Die Erweiterungen der übrigen Konzeptteile dienen ausschließlich dazu, die Kernanforderungen weiter zu definieren und zu erläutern.⁵⁴⁶

Vom Konzeptersteller wird verlangt, die konkrete Situation zu analysieren und nicht nur die Gerichtsurteile als Begründung anzuführen. Dennoch wird darauf verwiesen, dass die Annahmen und Bedingungen überwiegend wahrscheinlich und idealerweise empirisch überprüfbar sind.⁵⁴⁷ Die Vorgaben des IDW S6 müssen nicht zwingend eingehalten werden, um eine Gläubigerbenachteiligung auszuschließen. Ein valides Sanierungskonzept liegt bereits dann vor, wenn es auf den tatsächlichen Gegebenheiten aufgebaut ist.⁵⁴⁸

⁵³⁹ Vgl. KNECHT, T./ HOMMEL, U./ WOHLLENBERG, H. (2018a), S. 31.

⁵⁴⁰ Vgl. KREHL, H./ DRIEBEN, F./ SONIUS, D. (2018), S. 206 f.

⁵⁴¹ Vgl. PAUL, T. (2019), S. 123.

⁵⁴² Vgl. BECKER, B./ MARTIN, K./ MÜLLER, S./ WOBBE, C. (2012), S. 983.

⁵⁴³ Vgl. IDW S6 (2018), RN 5.

⁵⁴⁴ Vgl. IDW S6 (2018), RN 10.

⁵⁴⁵ Vgl. BECKER, B./ MARTIN, K./ MÜLLER, S./ WOBBE, C. (2012), S. 983.

⁵⁴⁶ Vgl. RIEGEL, R. (2019), S. 89.

⁵⁴⁷ Vgl. KREHL, H./ DRIEBEN, F./ SONIUS, D. (2018), S. 202 f.

⁵⁴⁸ Vgl. GEHRLEIN, M. (2019), S. 326 f.

3.2.2 Die überwiegende Wahrscheinlichkeit nach IDW S6

Das Kalkül einer überwiegenden Wahrscheinlichkeit basiert auf einer Risikoüberlegung, die dadurch beschrieben wird, dass dem Ersteller des Sanierungsgutachtens die Wahrscheinlichkeiten für das Eintreten der denkbaren Umweltzustände bekannt sind.⁵⁴⁹

Ein wesentlicher Punkt wird bei der zeitpunktbezogenen Fortführungsentscheidung vernachlässigt. Die Grundlage der ansonsten unsicheren Entscheidung wird gebildet durch ein zukünftiges Szenario, dessen Zustände als sicher angenommen werden.⁵⁵⁰ Der Standard verliert dadurch nicht an praktischer Bedeutung, basiert aber weder auf einer realistischen noch auf einer unrealistischen Basis, sondern er leitet sich aus den quasi-sicheren Erwartungen des Beurteilers ab.⁵⁵¹

In einem derartigen Entscheidungsprozess versucht der Entscheider, Sicherheit zu produzieren, und ersetzt die abwesenden objektiven Wahrscheinlichkeiten durch verfügbare subjektive Wahrscheinlichkeiten. Subjektive Wahrscheinlichkeiten entspringen den Erfahrungen und Einschätzungen des Erstellers des Sanierungsgutachtens. Es findet der Versuch einer Objektivierung durch eine Analyse alternativer Risikosituationen statt.⁵⁵²

Das Sanierungsgutachten kann den Prozess der Objektivierung unterstützen, wenn es gelingt, die zukünftigen Szenarien abzubilden.⁵⁵³

3.2.3 Zentraler Entscheidungsparameter pro oder contra Sanierung

Ein Mangel an validen Informationen führt zu Fehlentscheidungen und im Rahmen einer Sanierungsentscheidung zur Zerschlagung der Unternehmung. Ein Informationsmangel bietet einer Partei die Alternative, opportunistisch zu handeln.⁵⁵⁴ Die Ursache liegt dann in Informationsdefiziten, bzw. in Informationsasymmetrien zwischen den Gläubigern und den Schuldern. Im Fall von Informationsdefiziten verfügen Gläubiger und Schuldner über ungleichverteilte und unvollständige Informationen.

⁵⁴⁹ Vgl. GROB, P. (2018), S. 223.

⁵⁵⁰ Vgl. WIELAND-BLÖSE, H./ PFENDER, S. (2018), S. 97.

⁵⁵¹ Vgl. HOHBERGER, S. (2019), S. 110 f.

⁵⁵² Vgl. AUER, B./ ROTTMANN, H. (2020), S. 163.

⁵⁵³ Vgl. HEINZ, C./ SAND, A. (2018), S. 407.

⁵⁵⁴ Vgl. RICHTER, R./ FURUBOTN, E. (2010), S. 4 f.

Gläubiger verfügen nicht über die gleichen Informationen wie ein vorläufiger Insolvenzverwalter oder der Schuldner selbst.⁵⁵⁵

Die Gläubiger neigen dazu, die Transaktionskosten zu reduzieren, und vermeiden Informations-, Verhandlung- oder Überwachungskosten. Ein quasi öffentliches Gutachten wird diese Kosten reduzieren.⁵⁵⁶ In welchem Umfang und ob Kosten reduziert werden können, hängt von der Qualität des Gutachtens ab.

Wird die Bewertung der Unternehmung durch externe Akteure durchgeführt, im Krisenmoment könnten das Gläubiger oder potentielle Investoren sein, so stellen Wissensdefizite die größte Gefahr dar, denn aus diesem Wissensdefizit heraus erwachsen fehlerhafte Beurteilungen, obwohl die Akteure der Überzeugung sind, belastbare Bewertungen vorzunehmen.⁵⁵⁷ Dieser Overconfidence-Effekt führt eher zu Strenge durch die Beurteiler, da eigene Fehler des Beurteilers in der Prognose von zukünftigen Umweltzuständen, bei strategischen Beurteilungen oder operativen Maßnahmen nicht mehr diskutabel sind, wenn die Unternehmung zerschlagen wurde.⁵⁵⁸ Der Overconfidence-Effekt ist nicht zwingend beobachtbar und wird mit zunehmender Qualität des Beurteilers abnehmen.

Weil der Wert der Unternehmung die zentrale Größe im Sanierungsverfahren ist, bildet er für alle beteiligten Akteure den Ausgangspunkt für die Entscheidung über den Umgang mit dem krisenbetroffenen Unternehmen.⁵⁵⁹ Die Ermittlung des Unternehmenswertes, selbst wenn er weitgehend subjektiv erfolgt, verlangt vom Entscheider eine Betrachtung verschiedener Daten zur Unternehmung. Diese Analyse kann bereits durch Rückgriff und Diskussion der Inputfaktoren der Unternehmenswertermittlung im Vorfeld der Entscheidung kritische Werte offenbaren, die eine Entscheidung beeinflussen werden. Die Quantifizierung von Strategien ist der entscheidende Schritt zu Beginn des Sanierungsprozesses.⁵⁶⁰

⁵⁵⁵ Vgl. Interview HAMMES, Anhang, ZN 45 ff.

⁵⁵⁶ Vgl. RICHTER, R./ FURUBOTN, E. (2010), S. 53 f.

⁵⁵⁷ Vgl. GROB, P. (2018), S. 242.

⁵⁵⁸ Vgl. EICKES, S. (2014), S. 107 f.

⁵⁵⁹ Vgl. DRUKARCZYK, J./ SCHÜLER, A. (2015), S. 329 f.

⁵⁶⁰ Vgl. WIELAND-BLÖSE, H./ PFENDER, S. (2018), S. 97.

Die bisher eingeführten Vorüberlegungen beschreiben deskriptiv die Entscheidungspfade der Akteure. Jede Handlungsalternative hin zur Sanierung stellt eine Option dar. Diese Sanierungsoptionen sind „in the money“, wenn die erwartete Befriedigung aus der Sanierung höher ist als bei einer Zerschlagung. Die zentrale Herausforderung liegt damit in der Ermittlung des Unternehmenswertes als Kommunikationssignal gegenüber den Gläubigern.⁵⁶¹

3.3 Zwischenfazit zur Wirkung des ordnungspolitischen Rahmens

Die deutsche Insolvenzordnung hat eine beachtliche Entwicklung erfahren. Vom reinen Bestrafungs- und Abwicklungsinstrumentarium der ehemaligen Konkursordnung hin zu einer gesetzlichen Regelung, die mit dem Unternehmensstabilisierungs- und -restrukturierungsgesetz die Sanierung eines Unternehmens aktiv durch einen ordnungspolitischen Rahmen unterstützt.

Die Rolle der Insolvenzordnung wird zu diesem Zweck um eine vorinsolvenzliche Phase ergänzt. In dieser Phase wird die Möglichkeit gegeben, eine wirtschaftlich sinnvolle Sanierung des Unternehmens zu ermöglichen. Wirtschaftlich sinnvoll ist die Lösung immer dann, wenn sie schadensminimal für die beteiligten Akteure ist.

Eine Mehrheit der Gläubiger dürfte auch bereits früher eine rationale Lösung angestrebt haben. Ganzheitlich rationale Lösungen konnten jedoch durch eine Minderheit irrationaler Gläubiger verhindert werden. Für die Gesamtheit der Gläubiger reicht es bereits aus, wenn nur die Gefahr dieser sogenannten Akkordstörung besteht, um das eigene Engagement zu reduzieren.⁵⁶²

Die Akkordstörung selbst zeigt sich nicht zwingend in einem aktiv destruktiven Verhalten, sondern kann auch durch Unterlassen einer pro-aktiven Begleitung der Sanierung entstehen.

Dem Unternehmen räumt der Gesetzgeber die Möglichkeit ein, einen Sanierungs- und Restrukturierungsplan zu entwerfen, um die Unternehmung zu erhalten. Für einen validen Restrukturierungsplan sind Aussagen zum Wert der Unternehmung, bzw. zu den erwarteten Wertveränderungen zentral.

⁵⁶¹ Vgl. KERSTIEN, H. (2018), S. 1178.

⁵⁶² Vgl. BOLAND, T. (2012), S. 1 ff.

Die Restrukturierung ist gemäß IDW S6 zu planen. Auf Grundlage der dort durchgeführten Unternehmens-, Markt-, Branchen- und Wettbewerbsanalysen wird eine Unternehmensplanung erstellt.

Die geplanten, bzw. gewünschten zukünftigen Zustände können mit Erwartungswerten beschrieben werden. Dieses Vorgehen ermöglicht eine einfache und unmittelbare absolute Bewertung des Sanierungsvorhabens, ergänzt um eine relative Bewertung alternativer Sanierungsansätze.

Der Gesetzgeber strebt die Sanierung und damit den Erhalt von Unternehmen an. Den Unternehmen steht dazu ein ordnungspolitischer Rahmen zur Verfügung. Die Sonderregelungen zu Corona unterstreichen das Ziel des Gesetzgebers Unternehmen zu erhalten.

Dem zu erstellenden Restrukturierungsplan wird die Mehrheit der Gläubiger eher zustimmen und dieses pro-aktiver begleiten, wenn die Wertveränderungsmaßnahmen konkret bewertet werden und der zukünftige Unternehmenswert konkret und valide ausgewiesen werden kann.

4 Unternehmensbewertung als Instrument der Entscheidungsfindung

4.1 Entwicklung der Unternehmensbewertungsansätze

Die Aufgabe der bisher eingeführten Verfahren der Unternehmensbewertung besteht in der Ermittlung eines Entscheidungswerts. Die Vielzahl unterschiedlicher Verfahren und Zielvorgaben lässt es nicht zu, dass sich ein Verfahren als dominant durchsetzen konnte.⁵⁶³

Im deutschen Wirtschaftsraum rangen Schulen um den bestmöglichen Weg, ein Unternehmen zu bewerten. Die Verfahren und Theorien stellten dabei unterschiedliche wertrelevante Faktoren in den Mittelpunkt oder gewichteten diese neu zueinander. Der stetige Entwicklungsprozess teilt sich in vier Phasen auf.⁵⁶⁴

Entwicklungsprozess der Unternehmensbewertung				
	Phase 1	Phase 2	Phase 3	Phase 4
Periode	bis ca. 1950	bis ca. 1965	1965 bis ca.1990	seit etwa 1990
Wertlehre	Objektiver Ansatz	Subjektiver Ansatz	Funktionaler Ansatz	Marktwertorientierter Ansatz
Werttreiber	Substanz	Individueller Nutzen	Zahlungsströme	Marktwert
bestimmende Bewertungsmethode	Substanzwertmethode, Liquidationswert	Erwartungswertverfahren	Discounted Cashflow	Multiplikatorverfahren

Tabelle 3: Entwicklungsprozess der Unternehmensbewertung⁵⁶⁵

4.1.1 Objektive Unternehmensbewertung als Ausgangspunkt

Knapp über das Jahr 1960 hinaus war die objektive Unternehmensbewertungslehre die konkurrenzlos dominierende Unternehmensbewertungslehre in der Betriebswirtschafts-

⁵⁶³ Vgl. MATSCHKE, M./ BRÖSEL, G. (2013), S. 133.

⁵⁶⁴ Vgl. DRUKARCZYK, J./ SCHÜLER, A. (2015), S. 8 - 10.

⁵⁶⁵ Eigene Darstellung in Anlehnung an DRUKARCZYK, J./ SCHÜLER, A. (2015), S. 8 - 10.

lehre. Ursprünglich wurde im Rahmen der Bewertung eines Unternehmens versucht, einen objektiven Unternehmenswert zu ermitteln.⁵⁶⁶ Ziel der objektiven Bewertungslehre war es, den Wert einer Unternehmung als allgemeingültige Größe zu ermitteln. Der Unternehmenswert steht hiernach in keiner Beziehung zu den beteiligten Akteuren bzw. deren Zielen.⁵⁶⁷

Eine Strukturierung begann das Institut der Wirtschaftsprüfer bereits um 1980 mit den vom Arbeitskreis Unternehmensbewertung veröffentlichten „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“. Diese Grundsätze wurden im Jahr 2000 zum IDW S1 und 2016 in einer überarbeiteten Fassung veröffentlicht.⁵⁶⁸

Innerhalb des IDW S1 hält das IDW begrifflich an einen objektiven Unternehmenswert fest.⁵⁶⁹ Der Wert der Unternehmung selbst findet sich als quasi-natürliche Eigenschaft wieder, da eine existierende Ertragskraft im Bewertungsmoment unterstellt wird. Der Unternehmenswert wird dann gefunden auf der Grundlage des Unternehmens, wie es steht und liegt.⁵⁷⁰

Der IDW S1 selbst strebt an, den Dreiklang aus Theorie, Praxis und Rechtsprechung in ein Regelwerk zu transformieren. Die Individualität der Bewertungssubjekte verlangt umfangreiche spezifische Lösungen. Die Rechtsprechung folgt den Vorgaben aus dem IDW S1.⁵⁷¹

Für die Bewertung von Unternehmen in einem Krisenszenario können keine allgemeingültigen Grundsätze gelten. Stattdessen verlangt die besondere Situation einer Krise ein individualisiertes Verfahren.⁵⁷²

⁵⁶⁶ Vgl. SCHMITZ, C. (2010), S. 12 f.

⁵⁶⁷ Vgl. QUILL, T. (2016), S. 115 f.

⁵⁶⁸ Vgl. IDW S1 (2016), RN 1 ff.

⁵⁶⁹ Vgl. MATSCHKE, M./ BRÖSEL, G. (2013), S. 739.

⁵⁷⁰ Vgl. IDW S1 (2016), RN 32.

⁵⁷¹ Vgl. STEINBACH, F. (2015), S. 48.

⁵⁷² Vgl. BECKER, A./ FISCHER, P. (2018), S. 209.

Der IDW S1 bietet zwar den Bewertern die wesentlichen Grundsätze an, unterschlägt aber die unwesentlichen Grundsätze. Es wird keine Erläuterung angeboten, wie das Wesentliche zu definieren ist.⁵⁷³

Zielkonflikte der Bewerter sollen durch den objektiven Charakter des Wertes überwunden werden.⁵⁷⁴ Konsequenterweise blieb historisch der Zweck der Bewertung oder die Rolle der bewertenden Institution ohne Auswirkung auf den Wert der Unternehmung.⁵⁷⁵ Der Substanzwert einer Unternehmung wird losgelöst von weiteren Aspekten verlässlich bestimmt und bildet die Grundlage für objektiver Unternehmenswerte.⁵⁷⁶

Ein objektiver Unternehmenswert ignoriert jede Beziehung zwischen Käufer und Gut bzw. zwischen Verkäufer und Gut. Unterschiedliche Interessenlagen werden als wertneutral eingestuft, so sie denn überhaupt angenommen werden.⁵⁷⁷ Wird dieser Ansatz konsequent weitergedacht, kann keine Grundlage existieren, über den Wert eines Gutes zu verhandeln, was eine juristische und keine betriebswirtschaftliche Perspektive wäre.⁵⁷⁸

Ohne ein konkretes Ziel zu verfolgen, würde aber weder ein Käufer ein Unternehmen kaufen noch ein Verkäufer ein Unternehmen verkaufen.⁵⁷⁹

In der Bewertungspraxis ist eine allgemeine Neutralität nicht belegbar, denn der Substanzwert folgt keinem Fair-Value-Konzept, sondern leitet sich aus den angepassten Bilanzwerten der Unternehmung ab. Bilanzwerte werden jedoch unter der Maßgabe des handelsrechtlichen Vorsichtsprinzips ermittelt. Diese Herangehensweise führt im Wirkungskreis des deutschen handelsrechtlichen Vorsichtsprinzips zu einer vorsichtigen Bewertung der Haftungsmasse und damit zu einer latenten Unterbewertung der Unternehmung.⁵⁸⁰

⁵⁷³ Vgl. FISCHER-WINKELMANN, W. (2009), S. 352 f.

⁵⁷⁴ Vgl. THOMMEN, J.P./ ACHLEITNER, A.K./ GILBERT, D./ HACHMEISTER, D. (2020), S. 411 f.

⁵⁷⁵ Vgl. HENSELMANN, K. (2019), S. 95 ff.

⁵⁷⁶ Vgl. FOX, A. (2010), S. 67.

⁵⁷⁷ Vgl. MELLEROWICZ, K. (1952), S. 12.

⁵⁷⁸ Vgl. BODE, C. (2013), S. 376.

⁵⁷⁹ Vgl. SCHILDBACH, T. (2017), S. 260.

⁵⁸⁰ Vgl. KÜLTING, K. (2012), S. 1941 f.

Mindestens in Extremsituationen wird der Auslöser der Bewertung eine unmittelbare Beziehung und damit eine Wechselwirkung zum Zweck der Bewertung selbst haben. Aus dieser Aufgabenstellung heraus kann ein für den Einzelfall sinnvolles Bewertungsverfahren gewählt werden.⁵⁸¹ Unterschiedliche Bewertungszwecke führen zu unterschiedlich hohen Bewertungen.⁵⁸²

Zu unterscheiden ist zwischen einer zweckabhängigen Methode der Bewertung und dem zweckabhängigen Wertansatz.

4.1.2 Subjektive Unternehmensbewertung als Weiterentwicklung und Gegenpol

Die fundamentstiftende Funktion des Substanzwertverfahrens für die objektive Unternehmensbewertungslehre trat ab Mitte der 1960er Jahre zu Gunsten einer subjektiven Unternehmensbewertungslehre weitgehend ab.⁵⁸³

Diese stellt dabei keine Weiterentwicklung der objektiven Unternehmensbewertungslehre dar, sondern nimmt eine gänzlich andere Perspektive ein.⁵⁸⁴ Objektive Unternehmenswertermittlungen unterschieden analog zum IDW-Ansatz zwischen Wert und Preis einer Sache, weil bereits subjektive Wertbeiträge in die Bewertung einfließen.⁵⁸⁵

Eingenommen wird die Perspektive des jeweiligen Bewerter. Die Bewerter selbst unterscheiden sich durch ihre subjektiv unterschiedlichen Planungen und individuellen Verwertungsabsichten bzw. ihre Verwertungsmöglichkeiten.⁵⁸⁶ Da es annähernd unendlich viele Nutzungsmöglichkeiten geben kann, existieren auch annähernd unendlich viele subjektive Unternehmenswerte, denn das Unternehmen hat dann für jeden Bewerter einen individuellen Wert.⁵⁸⁷ In der Praxis werden selbst zwischen den Bewertern gegenseitige werttreibende Beziehungen erkennbar sein. Einen für jedermann gültigen und objektiv feststellbaren Unternehmenswert kann es entsprechend nicht geben.⁵⁸⁸

⁵⁸¹ Vgl. PEEMÖLLER, H. (2019), S. 28.

⁵⁸² Vgl. MATSCHKE, M./ BRÖSEL, G. (2013), S. 23 f.

⁵⁸³ Vgl. SIEBEN, G. (1968), S. 10 ff.

⁵⁸⁴ Vgl. KUHNER, C./ MALTRY, H. (2017), S. 53.

⁵⁸⁵ Vgl. IDW S1 (2008), Rz. 48-50.

⁵⁸⁶ Vgl. BALLWIESER, W. (1990), S. 74.

⁵⁸⁷ Vgl. DAMODARAN, A. (2002), S. 187.

⁵⁸⁸ Vgl. MATSCHKE, M./ BRÖSEL, G. (2013), S. 18 ff.

Dieser Unternehmenswert nimmt die Funktion eines Grenzwertes für Käufer und Verkäufer gleichermaßen ein. Für die Käuferseite beschreibt der Grenzwert jenen Wert, ab dem der Käufer bereit ist, das Gut zu kaufen. Für die Verkäuferseite setzt ab Erreichen des Grenzwertes eine grundsätzliche Bereitschaft zum Verkauf des Gutes ein.⁵⁸⁹

So werden historische unternehmerische Erfolge oder all jene Verfahren, die wie das Substanzwertverfahren auf diesen basieren, als Korrekturindikator für Zukunftswerte herangezogen. Im Rahmen des Paradigmenwechsels hin zur subjektiven Bewertungslehre verloren die Einzelbewertungsverfahren an Bedeutung.⁵⁹⁰

Im Schein einer krisenhaften Unternehmung stellt sich die Frage, ob auf der einen Seite der Verkäufer noch über Verhandlungsmacht verfügt oder seine Verkaufsbereitschaft ein relevanter Aspekt ist.⁵⁹¹

Insgesamt stellt sich bei der Bewertung von sanierungsbedürftigen Unternehmen die Frage, ob eine bejahte Going Concern-Prämisse vorliegen muss. Die Frage ist wichtig, weil die Going Concern-Prämisse als Prämisse der meisten Unternehmensbewertungsmethoden gesehen wird.⁵⁹²

Die unveränderte Unternehmensfortführung führt bei sanierungsbedürftigen Unternehmen vielfach zu einem Badwill. Badwill bildet sich in jenen Fällen, in denen der Gegenwartswert der Vermögensgegenstände höher ist als der Ertragswert der Unternehmung. Externe Faktoren, wie z. B. steigende Grundstückswerte, könnten dann dazu führen, dass die Geschäftsaufgabe oder die Anpassung des Geschäftsmodells wirtschaftlich relativ sinnvoll gegenüber der Fortführung der Unternehmung sind.⁵⁹³

Eine Überprüfbarkeit der Werte oder auch nur deren Nachvollziehbarkeit wird erschwert, da über tatsächliche Synergiepotentiale oder Wechselwirkungen Dritter nur Annahmen getroffen werden. Ansätze, einen subjektiven Unternehmenswert zum Ausgleich unterschiedlicher Interessen heranzuziehen, sind ausgeschlossen.⁵⁹⁴

⁵⁸⁹ Vgl. SPREMANN, K./ERNST, D. (2011), S. 129.

⁵⁹⁰ Vgl. MATSCHKE, M./BRÖSEL, G. (2013), S. 14 ff.

⁵⁹¹ Vgl. VANINI, U. (2012), S. 136.

⁵⁹² Vgl. DREFKE, S. (2016), S. 54.

⁵⁹³ Vgl. RAUSCHENBERG, F. (2017), S. 10.

⁵⁹⁴ Vgl. PEEMÖLLER, V. (2019), S. 7.

4.1.3 Funktionale Bewertungslehre als Zusammenführung bisheriger Ansätze

Für etwa 25 Jahre bestimmte dann bis etwa 1990 ein funktionaler Unternehmensbewertungsansatz die Forschung.

Die Konzentration der subjektiven Unternehmensbewertungslehre auf die Ziele und Absichten des Bewerter führte zu einem Konflikt zwischen der subjektiven und der objektiven Unternehmensbewertungslehre.⁵⁹⁵ Während die objektiven Unternehmensbewertungslehre und die subjektive Unternehmensbewertungslehre sich frontal gegenüberstehen, suchte die funktionale Unternehmensbewertungslehre, einen Ausgleich zu stiften.⁵⁹⁶

Ab etwa Mitte der 1970er Jahre entwickelte sich die funktionale Unternehmensbewertungslehre und konnte den Konflikt überwinden, indem sie den Bewertungszweck gemeinsam mit dem Bewertungsziel in den Mittelpunkt zur Auswahl des geeigneten Verfahrens stellte.⁵⁹⁷

Die Forschung zur funktionalen Unternehmensbewertung fokussiert sich auf die Fragestellungen nach der Zweckabhängigkeit und dem Bestreben der Bewertung. Besondere Bedeutung hat das Ziel der Bewertung und damit der Durchführende selbst, der als gegenwärtiger oder zukünftiger Gesellschafter, Fremdkapitalgeber oder als Vertreter des Insolvenzgerichts auftreten kann. Die unterschiedlichen Akteure können aufgrund ihrer persönlichen Nutzenfunktionen und der unterschiedlichen Erwartungen an den Wert der Unternehmung auf keine einheitlichen Bewertungsverfahren zurückgreifen.⁵⁹⁸

Zu trennen ist der Wert der Unternehmung vom Verfahren der Bewertung. Man kann denselben Wert mit jedem Verfahren erzielen. Dient der Wert der Unternehmung als Entscheidungsgrundlage, so ist der Wert als Referenzpunkt zu interpretieren, an den der Wert von Handlungsalternativen angelehnt wird.

Im Rahmen der funktionalen Unternehmensbewertungslehre wird das zu bewertende Unternehmen zwar weiterhin subjektiv aus Sicht des Bewerter bewertet, aber gleichzeitig werden die entscheidenden Bewertungsfaktoren um den funktionalen Bewertungszweck

⁵⁹⁵ Vgl. HENSELMANN, K./ KNIEST, W. (2015), S. 107.

⁵⁹⁶ Vgl. SCHILDBACH, T. (1993), S. 25.

⁵⁹⁷ Vgl. SIEBEN, G./ SCHILDBACH, T. (1979), S. 455.

⁵⁹⁸ Vgl. ZIMMERMANN, M. (2015), S. 176.

bzw. um die tatsächliche Funktion der Bewertung erweitert.⁵⁹⁹ Kann der richtige Unternehmenswert nicht systemisch gefunden werden, so wird der Unternehmenswert der richtige sein, der dem Zwecke nach angemessen ermittelt wurde.⁶⁰⁰

Analog zur objektiven Unternehmensbewertungslehre und im Gegensatz zur subjektiven Unternehmensbewertungslehre lassen sich die Werte aus der funktionalen Unternehmensbewertungslehre validieren.⁶⁰¹

Die funktionale Unternehmensbewertungslehre sieht in jeder Bewertung eine Funktion, die einem bestimmten Zweck dient.⁶⁰² Die Forschung kennt klassisch den Unterschied zwischen Hauptfunktionen, Entscheidungs-, Argumentations- und Vermittlungsfunktionen, sowie deren Nebenfunktionen.⁶⁰³ Heute dient die permanente Ermittlung von Unternehmenswerten als Steuerungsfunktion für die Unternehmensführung - eine Funktion, die perspektivisch mit dem Einsatz künstlicher Intelligenz sprunghaft an Bedeutung gewinnen wird.

4.1.4 Kategorisierung der Bewertungsfunktionen

Die zentralen Aufgabenfelder werden durch die Hauptfunktionen zusammengefasst und um Nebenfunktionen wie die Bilanzfunktion, die Steuerbemessungsfunktion oder die Vertragsgestaltungsfunktion ergänzt.⁶⁰⁴

In enger Anlehnung an die Aufgabenstellung für die Wertfindung einer Unternehmung in einer Krise erfüllen die Entscheidungsfunktion all jene Aufgabenstellungen, in denen einzelne Bewerter auf subjektive Entscheidungswerte als Unterstützung in ihren individuellen Entscheidungsprozessen angewiesen sind.⁶⁰⁵ Trotz der Subjektivität sind die Werte für den jeweiligen Bewerter rational, die darauf basierenden Entscheidungen sollten dann

⁵⁹⁹ Vgl. HERING, T. (2014), S. 7.

⁶⁰⁰ Vgl. MOXTER, (1983), S. 6.

⁶⁰¹ Vgl. MATSCHKE, M./ BRÖSEL, G. (2013), S. 14 ff.

⁶⁰² Vgl. KUHNER, C./ MALTRY, H. (2017), S. 59.

⁶⁰³ Vgl. BRÖSEL G. (2006), S. 128 ff.

⁶⁰⁴ Vgl. SIEBEN, G. (1983), S. 539.

⁶⁰⁵ Vgl. BRÖSEL, G./ TOLL, M. (2011), S. 262.

ebenfalls rational sein. Wird ein rationaler Wert für mehr als einen isolierten Akteur gesucht, so entsteht ein Bedarf nach einer Vermittlungsfunktion. Durch Rückgriff auf die Vermittlungsfunktion wird ein Arbitriumwert gefunden.⁶⁰⁶

Als Arbitriumwert wird ein objektiver Schiedswert bezeichnet, der unparteiisch bzw. aus einer neutralen Position heraus ermittelt wird und nicht auf vorangegangenen Bewertungsergebnissen basiert. Grundlage für die Ermittlung des Arbitriumwertes sind objektive Unternehmensdaten.⁶⁰⁷

Der Arbitriumwert entspricht dann dem Preis der Unternehmung. Im Rahmen der funktionalen Unternehmensbewertungslehre dient der so Preis als Instrument zur Vermittlung in oder zur Lösung von Konflikten.⁶⁰⁸

Die individuellen Interessen unterschiedlicher Akteure sollen im Rahmen der Bewertung gleichmäßig berücksichtigt werden. Ziel ist es, dass mit dem Unternehmenswert alle Beteiligten zufrieden sind, da das Ergebnis in Rechtstreitigkeiten als Basis für ein Urteil herangezogen werden kann.⁶⁰⁹ Die ausgleichende Wirkung eines Arbitriumwertes wird in jenen Fällen durchbrochen, in denen eine Vertragspartei die Macht besitzt, eigene Vorstellungen auch gegen den Willen der anderen Vertragspartei durchzusetzen, z. B. im Rahmen von Zwangshandlungen.⁶¹⁰

Die Findung des Wertes einer Unternehmung dient typischerweise der Informationsbefriedigung im Rahmen einer konkreten Problemstellung. Eine Systematisierung der Bewertungsanlässe ist ihrer Rolle und Bedeutung nach hilfreich und sinnvoll.

Das Institut der Wirtschaftsprüfer unterscheidet im IDW S1 drei Kategorien von Bewertungsanlässen.⁶¹¹

- der Bewertung der Unternehmung liegt eine gesetzliche oder eine vertragliche Vorschrift zugrunde,

⁶⁰⁶ Vgl. MATSCHKE, M./ BRÖSEL, G. (2013), S. 53 f.

⁶⁰⁷ Vgl. BIEWER, J./ FOLLERT, F. (2015), S. 170.

⁶⁰⁸ Vgl. OLBRICH, M. (2004), S. 149.

⁶⁰⁹ Vgl. BIEG, H./ KUBMAUL, H./ WASCHBUSCH, G. (2016), S. 251.

⁶¹⁰ Vgl. RAPP, D. (2014), S. 158.

⁶¹¹ Vgl. IDW S1 (2016), RN 8.

- die Bewertung der Unternehmung folgt dem Zweck der externen Rechnungslegung, oder
- die Bewertung erfolgt im Rahmen einer unternehmerischen Initiative.⁶¹²

Das IDW vernachlässigt bei dieser Begrenzung in der Praxis eingesetzte Verfahren. Es gibt Controlling-Instrumente, mit denen kann schon seit mehr als 20 Jahren der Unternehmenswert zu jeder beliebigen Zeit angezeigt werden. Diese Instrumente dienen der Überwachung der Unternehmensentwicklung.⁶¹³

Eine Besonderheit während einer Unternehmenskrise wird die Kombination der Bewertungsanlässe aus dem IDW S1 sein.⁶¹⁴ Die Bewertungsanlässe werden vielfach durchgeführt und dienen zusätzlich der Entscheidung über eine Sanierung, Kreditwürdigkeitsprüfungen oder Verhaltensdispositionen der externen Akteure.⁶¹⁵

Die Unternehmensbewertung in der Krise als unterstützende Funktion zur Krisenüberwindung ist an Controllinginstrumente zur laufenden Überwachung des Unternehmenswertes angelehnt.⁶¹⁶

Ein Unternehmen ist ein einmaliges Konstrukt und im Gegensatz zu Massengütern nicht wiederholbar an einem liquiden Markt handelbar. Die Abwesenheit eines Marktes führt zu einer Abweichung von dem Preis einer Sache und dessen Wert.⁶¹⁷ Der Preis der Unternehmung begründet sich nicht nur in der Unternehmung selbst, sondern steht in unmittelbarer Beziehung zu den Absichten der Akteure und dem Zweck der Bewertung.⁶¹⁸ Im Rahmen der Bewertung während einer Unternehmenskrise verdichten sich die Bewertungskriterien auf Einzahlungsüberschüsse, Zinssätze und Alternativenanlagen. Die Adressaten der Bewertung werden typischerweise externe Kapitalgeber sein, für die die Unternehmenstradition oder die bisherigen Machtstrukturen innerhalb der Unternehmung nicht

⁶¹² Vgl. MANDL, G./RABEL, K. (1997), S. 14.

⁶¹³ Vgl. BEHRINGER, S. (2020), S. 96.

⁶¹⁴ Vgl. SCHMITZ, C. (2010), S. 10.

⁶¹⁵ Vgl. BÖRNER, D. (1980), S. 112.

⁶¹⁶ Vgl. BRÖSEL, G. (2006), S. 137 f.

⁶¹⁷ Vgl. BUSSE VON COLBE, W. (1957), S. 9.

⁶¹⁸ Vgl. MOXTER, A. (1983), S. 9 ff.

bewertungsrelevant sein werden, sofern sie keine Wirkung auf die Einzahlungsüberschüsse haben.⁶¹⁹

Der IDW S1 als Standard zur Bewertung von Unternehmen greift ein Insolvenzrisiko nicht im Detail auf. Risiken werden über die Forderung abgedeckt, dass Zukunftserwartungen realistisch zu erfassen sind.⁶²⁰

Die Insolvenzordnung kennt den Unternehmenswert zunächst als Indikator für die insolvenzauslösenden Tatbestände. Im insolvenzrechtlichen Verfahren ist es bedeutsam, ob es sich bei dem krisenbetroffenen Unternehmen um eine Kapital- oder eine Personengesellschaft handelt.⁶²¹

Die Überschuldung liegt vor, wenn das Vermögen des Schuldners nicht mehr ausreicht, die bestehenden Forderungen zu befriedigen. Zur Ermittlung schreibt das Gesetz kein konkretes Verfahren vor.⁶²² Die Vorgehensweise ergibt sich aus dem Verfahren zur Erstellung von Jahresabschlüssen. Hierbei hat die Bewertung des Vermögens des krisenhafte Unternehmens auf Basis von Liquidationswerten unter Zerschlagungsgesichtspunkten zu erfolgen, falls der Wirtschaftsprüfer die positive Fortführungsprämisse nicht testieren kann.⁶²³ Die positive Fortführungsprognose ist immer dann zu verweigern, wenn das Unternehmen mittelfristig nicht in der Lage sein wird, ein positives Ergebnis zu erzielen.⁶²⁴

Zur Bilanzierung selbst existieren viele gesetzlichen Vorgaben. Bei der Untersuchung des Überschuldungsstatus ist eine Neubewertung der Aktiva und Passiva durchzuführen.⁶²⁵ Die Fortführungswerte der technischen Anlagen oder Maschinen sind in der Bilanz regelmäßig zu hoch angesetzt, weil die steuerlichen Abschreibungen nicht den tatsächlichen Wertverzehr abbilden. Der Marktpreis für eine gebrauchte Maschine wird in der Regel unterhalb des Abschreibungswertes liegen. Eine weitere Friktion ergibt sich aus

⁶¹⁹ Vgl. HERING, T. (2014), S. 23 ff.

⁶²⁰ Vgl. IDW S1 (2016), RN 29.

⁶²¹ Vgl. § 19 InsO.

⁶²² Vgl. SCHMIEL, U. (2010), S. 427.

⁶²³ Vgl. EICKES, S. (2014), S. 19.

⁶²⁴ Vgl. BGH-Urteil vom 09.10.2006 II ZR 305/05.

⁶²⁵ Vgl. WINNEFELD, R. (2006), Rn. 842.

dem Festhalten von uneinbringlichen Forderungen. Die ausbleibende Wertberichtigung führt zu einem zu hohen Eigenkapitalausweis auf der Passivseite der Bilanz.⁶²⁶

Die Ermittlung des Liquidationswertes als Bewertungsansatz wird zu radikal sein, denn wirtschaftlich kann es sinnvoll sein, ein Unternehmen weiterzuführen, selbst wenn es mittelfristig keine positiven Ergebnisse erzielen wird.⁶²⁷ Denkbar wäre dies immer dann, wenn die Unternehmung nur unter einer zeitlich begrenzten externen Wirkung steht, z. B. im Rahmen einer Wirtschaftskrise und wenn Marktanteile sowie vorhandenes Know-How erhalten bleiben sollen.⁶²⁸ Keine Gewinne zu erzielen, kann auch zur Strategie des Unternehmens gehören, wenn z. B. ein international agierender Konzern Gewinne steueroptimal in bestimmten Ländern ausweist.

Der IDW S6 stellt nicht auf einen gegenwärtigen Wert ab, sondern auf zukünftige Größen oder das Marktgeschehen, in dem das Leitbild der sanierten Unternehmung entwickelt wird.⁶²⁹ Nach den Empfehlungen des „Forum 720 – Qualität und Verantwortung in der Eigenverwaltung“ sind Handlungsoptionen im Zeitablauf der Umsetzung mit den erwarteten Zuständen abzubilden.⁶³⁰

Überwiegend setzen die Akteure die Auslösung eines Insolvenzverfahrens mit der Zerschlagung der Unternehmung gleich und bewerten das Unternehmen dann intuitiv mit Zerschlagungswerten.⁶³¹ Dieses Verhalten lässt sich in der Theorie nicht begründen, da die Bewertung mittels des DCF-Ansatzes weiterhin sinnvoll sein kann, z. B. wenn positive Cashflows erreicht werden könnten.⁶³²

Die folgende Abbildung greift einige der Beispiele auf, die typischerweise als Bewertungsanlässe in Sanierungsverfahren in Frage kommen. Ob die Bewertung vor oder nach der Insolvenzauslösung durchgeführt wird, spielt zunächst keine Rolle. Bedeutsam kann der Akt der Insolvenzauslösung aber für die subjektive Beurteilung des Unternehmenswertes sein. Dem Gefühl des gestiegenen Risikos wird mit Beiwerten oder Risikoab- oder

⁶²⁶ Vgl. Interview SCHMITTMANN, Anhang, ZN 36 f.

⁶²⁷ Vgl. KÖTH, C. (2020), S. 643.

⁶²⁸ Vgl. PLUTA, M. (2019), S. 48.

⁶²⁹ Vgl. CRONE, A. (2017b), S. 85.

⁶³⁰ Vgl. ANDRES, D. (2020), S. 44.

⁶³¹ Vgl. SERVATIUS, W. (2008), S. 244.

⁶³² Vgl. KRUSCHWITZ, L./ LODOWICKS, A./ LÖFFLER, A. (2005), S. 229.

-aufschlägen begegnet.⁶³³ Da die Unsicherheiten jedoch bereits während der Krise berücksichtigt wurden, finden regelmäßig Doppelberücksichtigungen von Risiken statt. Das mehrfache Einpreisen von Unsicherheiten ist ein häufiger Fehler bei der Bewertung von Unternehmen in der Insolvenz.⁶³⁴

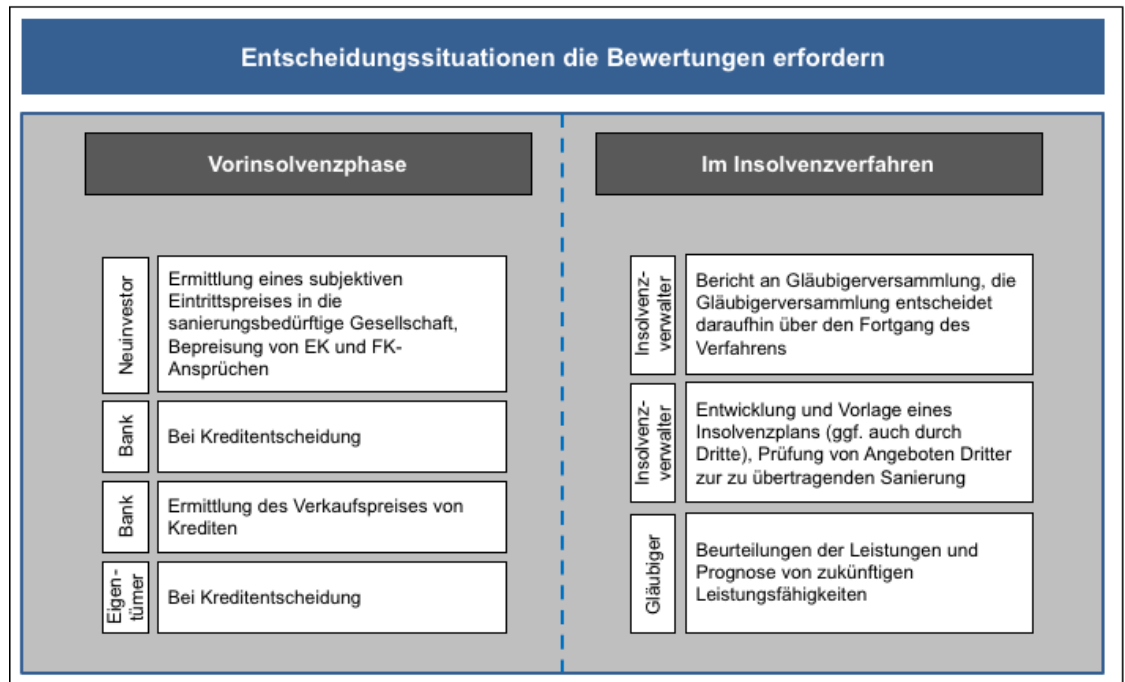


Abbildung 6: Entscheidungssituationen, die eine Bewertung erfordern⁶³⁵

Die Aufzählung ist nicht abschließend, so sind in Krisensituationen weitere denkbare Anlässe für die Feststellung des Unternehmenswertes stets eine Kreditwürdigkeitsprüfungen oder der Abschluss eines Gewinnabführungsvertrages.⁶³⁶

Wohlstrukturierte Unternehmen verfügen in der Regel über Controlling-Systeme, welche permanent die Ermittlung des Unternehmenswertes erlauben. Ein funktionierendes Controlling ist ein Erfolgsfaktor in der Krisenvermeidung bzw. in der Krisenüberwindung. Es gibt eine positive Korrelation zwischen der Unternehmungsgröße und der Qualität des Controllings.⁶³⁷

⁶³³ Vgl. WITTE, N. (2017), S. 31.

⁶³⁴ Vgl. SCHILD, M. (2016), S. 123.

⁶³⁵ Vgl. Eigene Darstellung in Anlehnung an DRUKARCZYK, J./SCHÜLER, A. (2015), S. 362 f.

⁶³⁶ Vgl. WINKEL, M. (2018), S. 31.

⁶³⁷ Vgl. Interview SCHMITTMANN, Anhang ZN 40 ff.

Der wirtschaftlich handelnde Marktteilnehmer strebt danach, den maximalen Nutzen für sich zu realisieren. Das muss nicht zwingend ein monetärer Nutzen sein.⁶³⁸ In dieser Situation muss jeder Gläubiger für sich den eigenen Nutzen bestimmen, der unmittelbar mit dem Umgang der krisenbetroffenen Unternehmung zusammenhängt. Die Marktteilnehmer werden subjektive Schätzungen in die Bewertung einfließen lassen.⁶³⁹

Aus diesen Gründen bewerten die Gläubiger die Unternehmung in Abhängigkeit von der geplanten Verwertung und der Verwertungskonflikte.⁶⁴⁰

Vor über 200 Jahren unterschied Kant bereits zwischen einem absoluten und einem relativen Wert. Der absolute Wert, repräsentiert durch die Würde des Individuums oder einer Sache, ist nicht verhandelbar und auch nicht zu bezahlen, weil er nicht getauscht werden kann. Relative Werte hingegen können getauscht werden. Der Ort des Tausches ist der Markt. Hat eine Sache einen relativen Wert, so wird sie zum Wirtschaftsgut und kann gehandelt werden. Der relative Wert ist nicht fix, da er abhängig von den Bedürfnissen und Neigungen der Akteure ist.⁶⁴¹

Die philosophische Sichtweise auf Wert und Preis sowie auf die Verfahren, mit deren Hilfe ein Unternehmen bewertet werden sollte, speist eine bereits seit mehr als 70 Jahren intensiv geführte Diskussion. Im Laufe dieser Zeit erfuhren die Verfahren und Instrumente selbst vielfache Neubestimmungen, unterschiedliche Einschätzungen und Anwendungsgebiete in der Betriebswirtschaftslehre selbst.⁶⁴²

Für die Bewertung der Unternehmung gilt: „It’s more an art than a science“⁶⁴³ und die Unternehmensbewertung vermag keine exakte Wissenschaft zu sein, denn am Ende ist das Unternehmen stets das wert, was jemand bereit ist, dafür zu bezahlen.⁶⁴⁴

⁶³⁸ Vgl. JORDAN, J. (2004), S. 31.

⁶³⁹ Vgl. DIERKS, L./TIGGELBECK, S. (2019), S. 29.

⁶⁴⁰ Vgl. STRIEWE, F. (2014), S. 11.

⁶⁴¹ Vgl. KANT, I. (1983), S. 68.

⁶⁴² Vgl. FOLLERT, F. (2020), S. 1 ff.

⁶⁴³ SEILER, K. (2004), S. 25.

⁶⁴⁴ Vgl. SEILER, K. (2004), S. 25.

Dieser Effekt basiert auf unterschiedlichen Bewertungen zukünftiger Erträge, der jeweiligen Risikoneigung des Bewerter und dem zeitlichen Horizontes als Grundlage des Bewertungskalküls. Verstärkt wird die Individualisierung des Bewertungsergebnisses durch den jeweiligen Kalkulationszinsfuß und alternative strategische Ansätze.⁶⁴⁵

Konsequenterweise trat das Ertragswertverfahren an die Seite des Substanzwertverfahrens als fundamentstiftendes Instrument für den Bewerter.⁶⁴⁶ Als Mischverfahren können beide Verfahren angewendet werden und die jeweiligen Ergebnisse gewichtet in das Gesamtergebnis einfließen.⁶⁴⁷

Weil die Gewichtung in der Praxis frei gegriffen wird, hinterlässt sie einen willkürlichen Eindruck. Eine gleichmäßige Gewichtung kann ebenfalls nicht valide begründet werden. Mischverfahren sind so manipulationsanfällig, da die Gewichtung unmittelbar in das Ergebnis wirkt.⁶⁴⁸

In der klassischen Unternehmensbewertungsliteratur unterstellte Sieben einen Unternehmenswert, der die Gesamtbewertung und den Zukunftswert für einen bestimmten Bewertungszweck zusammenführt. Auf der Grundlage der Funktion der Bewertung wird ein angemessener, dem Zweck der Bewertung entsprechender Unternehmenswert ermittelt. Dies begründet die funktionale Unternehmensbewertungslehre.⁶⁴⁹ Die funktionale Unternehmensbewertungslehre fußt auf drei speziellen Funktionen, nämlich einer Kontrollfunktion⁶⁵⁰, einer Vermittlungsfunktion⁶⁵¹ und einer Argumentationsfunktion.⁶⁵²

Weil es Controllingssysteme gibt, die eine laufende Bewertung durchführen, liegt die Bedeutung der funktionalen Unternehmensbewertungslehre in der Kommunikation der Werte.⁶⁵³ So gewinnen in der Praxis marktorientierte Verfahren an Bedeutung, denen

⁶⁴⁵ Vgl. MATSCHKE, M. J./BRÖSEL, G. (2014), S. 7.

⁶⁴⁶ Vgl. NÖLLE, J.-U. (2009), S. 22.

⁶⁴⁷ Vgl. BECKER, R. (2019), S. 89.

⁶⁴⁸ Vgl. MANDL, G./RABEL, K. (1997), S 48 f.

⁶⁴⁹ Vgl. SIEBEN, G. (1976), S. 491 ff.

⁶⁵⁰ Vgl. MANDL, G./RABEL, K. (1997), S. 15.; PEEMÖLLER, V. (2019) S. 8.

⁶⁵¹ Vgl. MATSCHKE, M. (1969), S. 58.; FOLLERT, F. (2020), S. 25.

⁶⁵² Vgl. MATSCHKE, M. (1979), S. 18 f.; MATSCHKE, X. (2009), S. 391.

⁶⁵³ Vgl. BEHRINGER, S. (2020), S. 122.

diese Bedeutung in der Theorie abgesprochen wird.⁶⁵⁴ Der zu erzielende Preis ist für den Gläubiger der naheliegende Wert, da er über die Befriedigungsmöglichkeit entscheidet. Preise als Parameter zur Entscheidungsfindung sind über Multiplikatorverfahren bestimmbar. Stellen Multiplikatoren auf Marktverhältnisse ab, kann analog zur Kursentwicklung an einer Börse laufend das untersuchte Unternehmen bepreist werden.⁶⁵⁵

Die daraus resultierende Notwendigkeit nach Separierung und Abgrenzung der Verfahren wird durch Abgrenzung der Bewertungsanlässe erreicht. Eine Unterteilung erfolgt danach, ob das Unternehmen die Bewertung wünscht oder nicht und danach, ob der Bewertung ein Eigentümerwechsel folgt.⁶⁵⁶

Eine Entscheidungsmatrix ergibt sich aus den Verwertungsmöglichkeiten in der Insolvenz. Verwertungsmöglichkeiten für die krisenbetroffene Unternehmung sind die Liquidation, die Sanierung oder der Verkauf der Unternehmung oder ihrer Teile.⁶⁵⁷ Ein zentrales Problem ist dabei, dass der Wert der Unternehmung wiederum verknüpft ist mit der Entscheidung, wie die Zukunft des Unternehmens gestaltet wird.⁶⁵⁸

4.2 Unternehmensbewertungsverfahren und deren Parameter

Die ermittelten Unternehmenswerte dienen nicht nur der Preisfindung, sondern sie sind ebenfalls Entscheidungswerte. Die Liquidation führt zu einem anderen Wert, als wenn er durch die Weiterführung der Unternehmung begründet würde.

Es gibt eine Vielzahl unterschiedlicher Bewertungsmethoden, laufend werden neue Verfahren entwickelt und bestehende Methoden verfeinert.⁶⁵⁹ Gemein haben die meisten Verfahren, dass sie für Unternehmen entwickelt werden, die Gewinne erwirtschaften, strategisch stabil sind, sich kontinuierlich entwickeln und sich im Markt etabliert haben.

Unternehmenswerte können auf vielfältige Weise ermittelt werden. Die Verfahren werden in der Regel in drei Bewertungsgruppen eingeteilt, die Einzelbewertungsverfahren,

⁶⁵⁴ Vgl. IDW S1 (2016), Rz. 13.

⁶⁵⁵ Vgl. BEHRINGER, S. (2020), S. 120.

⁶⁵⁶ Vgl. SCHUMANN, J. (2008), S. 9.

⁶⁵⁷ Vgl. PAULUS, C. (2018), S. 107.

⁶⁵⁸ Vgl. SCHMALENBACH, E. (1926), S. 123.

⁶⁵⁹ Vgl. BEHRINGER, S. (2020), S. 119 ff.

die Gesamtverfahren und die Mischverfahren.⁶⁶⁰ Die folgende Übersicht bietet eine Systematisierung und Fokussierung der relevanten Verfahren.

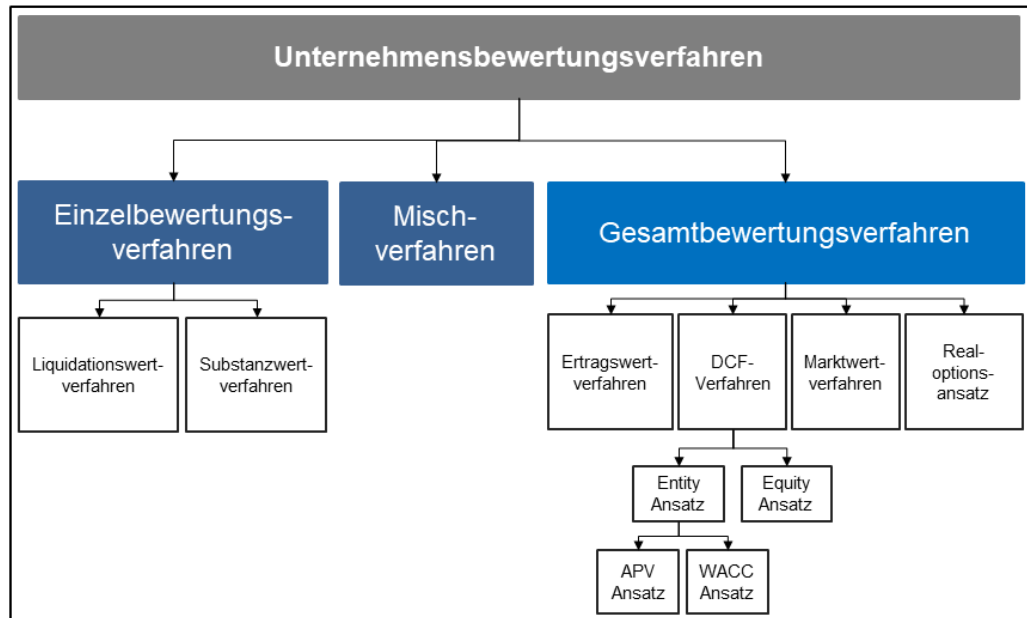


Abbildung 7: Unternehmensbewertungsverfahren⁶⁶¹

4.2.1 Einzelbewertungsverfahren

Die Einzelbewertungsverfahren beschreiben fortgesetzte Verfahren, in denen aus den Vermögenswerten und den Schulden der Bilanz der Unternehmung ein Unternehmenswert abgeleitet wird. Realitätsferne Bilanz- und Abschreibungswerte können durch die realisierbaren Verkaufswerte ersetzt werden.⁶⁶²

4.2.1.1 Liquidationswertverfahren als Zerschlagungswert

Das Liquidationswertverfahren geht von der Zerschlagung der Unternehmung aus und stellt auf die Erlöse aus der Verwertung sämtlicher Vermögensgegenstände ab. Der Liquidationserlös, von dem sowohl die Schulden der Unternehmung als auch die Kosten der Liquidation abzuziehen sind, entspricht der vollumfänglichen Verwertung und Auflösung der Unternehmung.⁶⁶³ Der Wert ist nach der Bereinigung um die Verbindlichkei-

⁶⁶⁰ Vgl. DE BUHR, L. (2014), S. 22.

⁶⁶¹ Eigene Darstellung in Anlehnung an RINGLING, W. (2015), S. 57.

⁶⁶² Vgl. RUBEN, B. (2019), S. 87.

⁶⁶³ Vgl. ERNST, D./ SCHNEIDER, S./ THIELEN, B. (2017), S. 4.

ten der Unternehmung typischerweise negativ. Falls die Unternehmung noch sanierungsfähig ist, bleibt dieser Wert hinter dem errechneten Wert der Unternehmung bei Fortführung zurück.⁶⁶⁴

Die Höhe der erzielten Liquidationserlöse ist von zwei Faktoren abhängig. Auf der einen Seite die Zerschlagungsintensität der Unternehmung und auf der anderen Seite die Zerschlagungsgeschwindigkeit. Zerschlagungsintensität beschreibt dabei, inwieweit die Teile des Unternehmens bei ihrer Liquidation gebündelt sind. Die Zerschlagungsgeschwindigkeit bezieht sich auf die zeitliche Streckung des Zerschlagungsprozesses.⁶⁶⁵

Für die Zerschlagungsgeschwindigkeit gilt, dass je schneller die Liquidation erfolgt, umso kleiner der Erlös aus dem Verkauf der Vermögensgegenstände wird.⁶⁶⁶ Bei geringerem Zeitdruck in der Umsetzung der Liquidation ist eine sorgfältigere und längerfristige Käufersuche möglich und das Unternehmen ist nicht in der Situation, das erste Angebot oder das Ergebnis einer Auktion annehmen zu müssen.⁶⁶⁷ Das Unternehmen befindet sich bei der Verhandlung des Kaufpreises in einer weit besseren, weil nicht dominierten Verhandlungsposition. Letztendlich schlägt sich dies im Liquidationswert des Unternehmens als Wertuntergrenze nieder.⁶⁶⁸

Die Wertuntergrenze ist ein theoretisches Konstrukt, da in der Realität vielfach Unternehmen für einen symbolischen Euro den Eigentümern gewechselt haben. Die Wertuntergrenze ist in diesen Fällen ein negativer Wert, da das Unternehmen mit Belastungen verknüpft ist. Die Unternehmen werden fortgeführt, weil es gesellschaftlich gewollt oder betrieblich für andere Unternehmen notwendig ist.

Die Unternehmung wird fortgeführt, wenn Akteure dies wollen. Übereinstimmende Willenserklärungen werden immer dann gefunden, wenn eine so genannte „faire“ oder „an-

⁶⁶⁴ Vgl. COPELAND, T./ KOLLER, T./ MURRIN, J. (2002), S. 343.

⁶⁶⁵ Vgl. SIEBEN, G./ MALTRY, H. (2019), S. 759 ff.

⁶⁶⁶ Vgl. LODERER, C./ JÖRG, P./ PICHLER, K. et.al. (2010), S. 29.

⁶⁶⁷ Vgl. RÖMHILD, M. (2009), S. 5 f.

⁶⁶⁸ Vgl. IHLAU, S./ DUSCHA, H. (2019), S. 272.

gemessene“ Lösung im Sinne der Vertragspartner erreicht werden kann. Wird keine befriedigende Lösung gefunden, scheint es für die Akteure wirtschaftlich sinnvoll, die Eigentumsverhältnisse nicht zu verändern.⁶⁶⁹

Bei dominierten Konfliktsituationen, in denen sich die dominierte Seite verweigert oder bereits durch einen Insolvenzverwalter ersetzt wurde, besteht dagegen die Möglichkeit, einen Schiedswert zu ermitteln. Ein solcher Schiedswert ersetzt bei gleichberechtigten Parteien einen Kompromiss als Ergebnis der Verhandlungen.⁶⁷⁰ Konfliktsituationen können im Einzelfall aber auch dazu führen, dass es gar keinen Verhandlungsspielraum mehr gibt und der Schiedsgutachter keine Schiedsfunktion mehr ausfüllen kann.⁶⁷¹

Erstreckt sich die Liquidation über einen längeren Zeitraum, kann das Unternehmen zeitweise weitergeführt werden und es können sich somit noch laufende betriebliche Ein- und Auszahlungen oder sogar Investitionszahlungen ergeben.⁶⁷² Deren Barwerte müssen dann im Bewertungskalkül mitberücksichtigt werden, um zu einem plausiblen Liquidationswert bei zeitweiser Weiterführung zu gelangen, z. B. im Rahmen eines Liquidationsplans innerhalb des Insolvenzplanverfahrens. In diesem Spezialfall weist der Liquidationswert also auch Eigenschaften eines Erfolgswertes auf.⁶⁷³

Weil die Fortführung der Unternehmung nicht in jedem Fall gesellschaftlich gewollt oder für andere Unternehmen betrieblich notwendig ist, hat der gewählte Verwertungsprozess einen beachtlichen Einfluss auf den Liquidationswert. Die Unternehmung kann zwischen Zerschlagungswert und Kaufpreiserzielung bei geordneter Liquidation jeden Wert annehmen.⁶⁷⁴ In einem eskalierenden Krisenszenario könnte der Liquidationswert sogar größer sein als ein Fortführungswert. In diesen Fällen bildet der Liquidationswert die Wertuntergrenze der Bewertung.⁶⁷⁵

Hier entsteht die größte Unschärfe in der Bewertung, da die Allokation von Produktionsfaktoren zerschlagen wird und die dort vorhandenen Werte vernichtet werden. Auch wenn

⁶⁶⁹ Vgl. MERDIAN, A. (2018), S. 19.

⁶⁷⁰ Vgl. MATSCHKE, M./ Brösel, G. (2013), S. 481 f.

⁶⁷¹ Vgl. SIEBEN, G. (1983), S. 541.

⁶⁷² Vgl. HEINRICHS, M. (2019), S. 26.

⁶⁷³ Vgl. SIEBEN, G./ MALTRY, H. (2009), S. 562.

⁶⁷⁴ Vgl. SEPPELFRICKE, P. (2012), S. 177.

⁶⁷⁵ Vgl. IDW S1, (2008), Rn. 140.

Joseph Schumpeter die Auffassung vertrat, dass dadurch an dieser Stelle aus volkswirtschaftlicher Sicht kein Schaden entstünde, so ist der Schaden auf betriebswirtschaftlicher Ebene enorm. Der volkswirtschaftliche Gewinn entsteht aus der Möglichkeit, aus der Liquidation neue Werte zu schaffen, die regelmäßig größer sein werden als die zerstörten Werte. Weil keine weiteren Verluste auszugleichen sind, gilt diese positive Kraft der schöpferischen Zerstörung auch für die Kapitalgeber des zu liquidierenden Unternehmens.⁶⁷⁶

Der geringe Liquidationswert im Vergleich zu einem Fortführungswert kann als Motivation der Unternehmensführungen dienen, die Auslösung einer Insolvenz in die Zukunft zu verlagern und zu versuchen, die Unternehmung zu erhalten.⁶⁷⁷ Typisch ist dieser Effekt für Dienstleistungsunternehmen, da diese über geringes Anlagevermögen verfügen.

Angestrebt wird die Sicherung des Sanierungsmehrwertes, der als Differenz zwischen dem Liquidationswert und dem Fortführungswert nach geglückter Sanierung definiert wird.⁶⁷⁸

Der Liquidationswert kann dabei den Wert der Liquidationsalternative und damit eine Untergrenze des aktuell zu realisierenden Vermögens angeben.⁶⁷⁹ In der Literatur wird fälschlicherweise dieser Wert häufiger als eine endgültige Grenze präsentiert.⁶⁸⁰ Es kann sich die Situation ergeben, dass in der Unternehmung nicht nur kein weiteres Wachstum erreicht wird, sondern sogar ein negatives Wachstum stattfindet. Weil Anlagevermögen weiterhin genutzt wird, wird sich der Restwert stetig reduzieren. Das zu bewertende Unternehmen wird dann an Substanz verlieren und die vermeintliche Untergrenze stetig sinken, wobei der jeweils ermittelte Liquidationswert die Untergrenze bleibt.⁶⁸¹

Weil die Marktpreise für die zu liquidierenden Vermögensgegenstände steigen können, kann auch der Liquidationswert steigen.

⁶⁷⁶ Vgl. SCHUMPETER, J. (1946), S. 134.

⁶⁷⁷ Vgl. NAGEL, B. (2003), S. 247.

⁶⁷⁸ Vgl. BEUMER, J. (2020), S. 222.

⁶⁷⁹ Vgl. BALLWIESER, W./HACHMEISTER, D. (2016), S. 203.

⁶⁸⁰ Vgl. RUTHARDT, F./HACHMEISTER, D. (2014), S. 728.

⁶⁸¹ Vgl. NIGGEMANN, K./SIMMERT, D. (2020), S. 569.

4.2.1.2 Substanzwertverfahren auf Basis von Reproduktionswerten

Die Bedeutung des Substanzwertes für die Unternehmensbewertung wird in der Literatur zur Unternehmensbewertung kritisch diskutiert, da sich die Anwendung auf die Ermittlung von Wertuntergrenzen, Korrekturwerten oder Hilfwerten für rechtliche Konflikte begrenzt.⁶⁸²

Das substanzwertorientierte Verfahren der Unternehmensbewertung ist ein Einzelbewertungsverfahren, welches davon ausgeht, dass sich der Unternehmenswert aus der Summe der Wertbestandteile zusammensetzt, die dazu nötig sind, die Unternehmung substantiell neu aufzubauen bzw. zu reproduzieren.⁶⁸³ Demnach geht es um die Ermittlung eines Betrages, der notwendig wäre, die Unternehmung „auf der grünen Wiese“ neu zu erschaffen. Die technische bzw. wirtschaftliche Wertminderung für abnutzbare Wirtschaftsgüter des Anlagevermögens wird durch die Berücksichtigung von Abschreibungen auf die Wiederbeschaffungsneuwerte vorgenommen.⁶⁸⁴ Das Buchwertprinzip des HGB scheidet als Vereinfachungsinstrument aus, da aus der Bilanz weder stille Reserven noch stille Lasten identifiziert werden können.⁶⁸⁵

Der Beitrag zu einem Positivsummenspiel wird ausgeblendet. Ist die Beziehung zur Umwelt technischer Natur, so finden sich die Wertbestandteile im Substanzwert wieder. Ist die Beziehung hingegen geprägt von zwischenmenschlichen Beziehungen, Clubbing oder Netzwerken, so sind die Effekte zwar bewertbar, aber nicht rekonstruierbar.

Das Verfahren kann noch unterschieden werden nach Teilreproduktionswerten oder nach Vollreproduktionswerten. Während bei den Teilreproduktionsverfahren nur die physischen Vermögensgegenstände erfasst werden, berücksichtigt der Vollreproduktionswert auch sämtliche immaterielle Güter.⁶⁸⁶ Aufgrund der Schwierigkeit, selbsterstellte immaterielle Vermögensgegenstände zu bewerten, wird das Verfahren zusätzlich verkompliziert.⁶⁸⁷

⁶⁸² Vgl. HOMMEL M./DEHMEL, I. (2013), S. 53.

⁶⁸³ Vgl. OBERMEIER, T./GASPER, R. (2009), S. 166.

⁶⁸⁴ Vgl. KUHNER, C./MALTRY, H. (2017), S. 50.

⁶⁸⁵ Vgl. ERNST, D./SCHNEIDER, S./THIELEN, B. (2017), S. 4.

⁶⁸⁶ Vgl. DE BUHR, L. (2014), S. 26.

⁶⁸⁷ Vgl. GINZINGER, L./ZIMMERMANN, G. (2020), S. 191.

Der Insolvenzverwalter wird durch § 151 II InsO verpflichtet, den Wert der Vermögensgegenstände entweder als Substanzwert anzugeben oder für den Fall der Fortführung der Unternehmung als Fortführungswert in die Listen aufzunehmen. Diese Betrachtung ergibt sich auch aus dem Erfordernis der Insolvenzordnung, welche eine Bewertung für die Erstellung der Verzeichnisse durch den Insolvenzverwalter oder einen sachkundigen Dritten verlangt.⁶⁸⁸ Weil die Gläubiger der insolventen Unternehmung eine vollumfängliche und die Realität abbildende Übersicht über die Vermögenslage der insolventen Unternehmung benötigen, sind die Verzeichnisse unabhängig von der gewählten Verfahrensform zu erstellen.⁶⁸⁹

Der Umfang der Substanzbewertung zur Befriedigung der Gläubigeransprüche findet immer dort Grenzen, wo die Vermögensgegenstände nicht verwertet werden können, weil z. B. Gläubiger einen Vorrang in der Befriedigung ihrer Ansprüche genießen.⁶⁹⁰

Inhaltlich produziert das Bewertungsverfahren eine ökonomische Logikschleife, da versucht wird, den Wert zu bestimmen, indem das Unternehmen fiktiv neu aufgebaut wird. Die Überwindung der Krise hingegen setzt zwingend eine Reallokation der eingesetzten Produktionsfaktoren voraus und damit eben nicht einen Nachbau desselben Unternehmens. Das Substanzwertverfahren führt während der Gründung und während der Krise einer Unternehmung zu Fehlbewertungen.⁶⁹¹

Ein Versuch der Bewertung auf Basis von Substanzwerten ist im Rahmen einer Sanierung nicht hilfreich, da so die zukünftigen Erträge, die bei einer erfolgreichen Sanierung für die Kapitalgeber generiert werden, außer Acht gelassen werden. Dem Substanzwert auf Basis von Reproduktionswerten liegt zwar die Going-Concern Prämisse zu Grunde, aber der so ermittelte Unternehmenswert bildet nicht das Zusammenspiel der Aktiva ab, sondern deren Wiederbeschaffungswert. Die individuelle Allokation der Produktionsfaktoren in einer Unternehmung begründet jedoch den Wert bei einer Fortführung des Unternehmens.⁶⁹²

⁶⁸⁸ Vgl. SCHMITTMANN, J. (2019), S. 363.

⁶⁸⁹ Vgl. HAMMES, D. (2019), S. 221.

⁶⁹⁰ Vgl. HUBER, S./RINNERT, A. (2019), S. 298.

⁶⁹¹ Vgl. CRASSEL, N./LOHMANN, C. (2019), S. 17.

⁶⁹² Vgl. BEHRINGER, S. (2012), S. 113.

Eine Orientierungshilfe bieten die Einzelbewertungsverfahren in den Fällen, in denen die Liquidation der Unternehmung oder von Unternehmensteilen bevorsteht. Geprüft wird, ob die Unternehmenssubstanz im Rahmen der Sanierungsprozesse in der Lage ist, die Auszahlungen zu decken.⁶⁹³

Sobald die Fortführung des Unternehmens beschlossen wird, setzt das Going-Concern-Principle bereits die Überwindung der Krise und damit eine Neuordnung der Produktionsfaktoren voraus.⁶⁹⁴

Ein geeignetes Verfahren als Gegenentwurf zum Liquidationswertverfahren oder zum Substanzwertverfahren müsste die Alternative des Fortbestehens abbilden.

4.2.2 Mischverfahren als Kompromiss der Gesamt- und Einzelbewertungsverfahren

Mischverfahren kombinieren Substanzwertverfahren mit Ertragswertverfahren, um den Substanzwertverfahren eine zukünftige Perspektive hinzuzufügen und bei den Ertragswertverfahren die Berücksichtigung der gegenwärtigen Substanz sicherzustellen.⁶⁹⁵

Ohne weitergehende Praxisrelevanz wird im Mittelwertverfahren das arithmetische Mittel aus dem Ergebnis des Ertragswertverfahrens und dem Ergebnis des Substanzwertverfahrens ermittelt.⁶⁹⁶ Weil unterstellt wird, dass das arithmetische Mittel nicht zielführend ist, kann von einer gleichmäßigen Gewichtung der Wertbeiträge zugunsten einer individuellen Gewichtung abgewichen werden. Die Neugewichtung liegt in der Macht der Gutachtersteller, ist subjektiv begründet und so nicht objektiv überprüfbar.⁶⁹⁷

Praktisch zurückgegriffen wird im Bereich der Mischverfahren auf das Stuttgarter Verfahren. Dienen soll es dem Ziel einer einfacheren und gerechteren Steuerbemessung von Vermögen. Die Grundlage wird hier ebenfalls durch die Kombination der Ertragswert- und der Substanzwertverfahren geschaffen. Die Ergebnisse werden durch Wert- und

⁶⁹³ Vgl. SIEBEN, G./MALTRY, H. (2019), S. 767.

⁶⁹⁴ Vgl. DAMODARAN, A. (2016), S. 611.

⁶⁹⁵ Vgl. ERNST, D./SCHNEIDER, S./THIELEN, B. (2017), S. 5.

⁶⁹⁶ Vgl. THOMMEN J.P./ACHLEITNER A.K./GILBERT D./HACHMEISTER D. (2020), S. 413.

⁶⁹⁷ Vgl. HEESEN, B. (2019), S. 100.

Mengenanpassungen konkretisiert. Als Unterstützung in Entscheidungsprozessen in Sanierungsphasen eignet sich das Stuttgarter Verfahren nicht,⁶⁹⁸ weil es zu einer uneinheitlichen Unterbewertung kommt und fiskalischen Zwecken dient und weniger der Ermittlung des Unternehmenswertes.⁶⁹⁹

4.2.3 Gesamtbewertungsverfahren

Die Gesamtbewertungsverfahren stellen auf die zukünftigen Erträge als Ergebnis ab und adressieren die Eigenkapitalgeber.⁷⁰⁰

Die Unternehmung wird in ihrer Gesamtheit als Marktteilnehmer bewertet und nicht als Addition der Werte einzelner Betriebe. Die Unternehmung wird zu einer Bewertungseinheit.⁷⁰¹ Als Bewertungseinheit wird nicht mehr auf Vermögensgegenstände oder Schulden, sondern auf das Ergebnis der Unternehmung aus den kombinierten Produktionsfaktoren als Wert abgestellt.⁷⁰²

Der Bewertungsansatz schützt vor einer Vernachlässigung von Wechselbeziehungen innerhalb der zu bewertenden Unternehmung und außerhalb zu weiteren Akteuren. Jede Unternehmung steht im stetigen Kontakt zu ihrer Umwelt und kann nicht frei von Wechselbeziehungen sein. Der Gesamtwert einer Unternehmung wird aus diesem Grund ungleich den summierten Einzelwerten sein und ein funktionaler Unternehmenswert sein.⁷⁰³

Die Zerschlagung der Unternehmung entzieht den Gesamtbewertungsverfahren die Grundlage, während die übertragende Sanierung zu höheren Erträgen in kleineren Unternehmen führen kann. Die Zerschlagung der wirtschaftlichen Einheit als Folge einer Krise ist sowohl in der Realität vielfach zu beobachten als auch über eine übertragende Sanierung im Rahmen eines Insolvenzverfahrens eine ordnungspolitisch geschaffene Option.⁷⁰⁴

⁶⁹⁸ Vgl. BALLWIESER, W./HACHMEISTER, D. (2016), S. 208 f.

⁶⁹⁹ Vgl. MÜLLER, J. (2007), S. 4 f.

⁷⁰⁰ Vgl. BALLWIESER, W./HACHMEISTER, D. (2016), S. 9.

⁷⁰¹ Vgl. BRÜCK, M./SINEWE, P. (2008), S. 51.

⁷⁰² Vgl. HÖLSCHER, R./HELMS, N. (2017), S. 206.

⁷⁰³ Vgl. BECKER, R. (2017), S. 134.

⁷⁰⁴ Vgl. SCHMIDT-PREUB, M. (2016), S. 173.

In diesen Fällen wird die individuelle Verwertungsabsicht als subjektives Moment das Verfahren bestimmen und eine Gesamtbetrachtung unnötig machen.⁷⁰⁵ Im Rahmen der Zerschlagung in der Insolvenz wären Insolvenzkosten mindernd in die Bewertung zu integrieren.⁷⁰⁶

Ein Insolvenzverfahren ist zunächst ergebnisoffen, endet aber vielfach in der Zerschlagung des betroffenen Unternehmens im Rahmen eines Liquidationsprozesses.⁷⁰⁷ Weil die Zerschlagung das Ende der Erträge bedeutet, basiert die Bewertung auf einer Wenn-Dann-Beziehung.

Der dabei entstehende wirtschaftliche Effekt gegenüber der Fortführung der Unternehmung ist der erste Teil der Insolvenzkosten. Gemehrt werden diese um sämtliche weitere diskontierten Kosten, welche im Rahmen des Insolvenzverfahrens entstehen und die ohne eine Insolvenz vermieden worden wären.⁷⁰⁸

Die weiteren Kosten teilen sich in direkte und indirekte Insolvenzkosten. Die direkten Kosten umfassen all jene Kosten, die aus der unmittelbaren Durchführung des Insolvenzverfahrens resultieren. Dazu gehören regelmäßig Verfahrenskosten, die Vergütungen der Insolvenzverwaltung oder Kosten für die Erstellung von Wertgutachten sein. Direkte Insolvenzkosten sind quasifixe Kosten.⁷⁰⁹ Die Insolvenzkosten beeinflussen den Gesamtwert der Unternehmung.

Indirekte Insolvenzkosten umfassen jene Kosten, die aus den beschädigten Vertragsbeziehungen der insolventen Unternehmung mit ihrer Umwelt resultieren. In erster Linie entstehen die Schäden bei den Lieferanten, da diese unmittelbar einen Ausfall ihrer Forderungen und Anzahlungen erleiden, mittelbar erleiden die Lieferanten den Verlust eines Abnehmers. Im Weiteren sind die Kunden des insolventen Unternehmens ebenfalls betroffen, da exemplarisch Garantieansprüche oder Gutscheine untergehen und Kosten für

⁷⁰⁵ Vgl. ZIEMER, F. (2016), S. 100.

⁷⁰⁶ Vgl. NIPPEL, P. (2017), S. 8.

⁷⁰⁷ Vgl. ENGEL, T. (2004), S. 4.

⁷⁰⁸ Vgl. HERMANN, J. (2006), S. 33 f.

⁷⁰⁹ Vgl. PERRIDON, L./ STEINER, M./ RATHGEBER, A. (2017), S. 585.

die Lieferantensuche, zusätzliche Schulungen für das eigene Personal beim Einsatz anderer Maschinen oder der Untergang von Anzahlungen auftreten können.

Die indirekten Kosten einer Insolvenz werden beachtlich sein, wobei diese Kosten zwischen den Unternehmen variieren werden.⁷¹⁰ Ein Richtwert wäre frei gegriffen, da er nicht marktweit belegt werden kann.⁷¹¹

Die Zerschlagung bezieht sich nicht zwingend auf die gesamte Unternehmung, sondern kann dem Ziel eines Teilverkaufs der Unternehmung dienen. Unternehmensbereiche können isoliert fortgeführt werden, nachdem Bereiche der Unternehmung herausgelöst wurden. In derlei Konstellationen bleibt eine subjektive und zukunftsbezogene Einzelbewertung sinnvoll, damit Teile der Unternehmung losgelöst aus dem Gesamtverbund bewertet werden können.⁷¹²

Typische Gesamtbewertungsverfahren sind klassischerweise die DCF-Verfahren, das Ertragswertverfahren und die Multiplikatorverfahren.⁷¹³ Als ein eher jüngeres Instrument ist der Realoptions-Ansatz seit etwa 1990 in der Diskussion.⁷¹⁴

4.2.3.1 Ertragswertverfahren

Das Ertragswertverfahren war in Deutschland lange Zeit das übliche Unternehmensbewertungsverfahren. Die weite Verbreitung dokumentiert sich in der regelmäßigen Beachtung durch den Gesetzgeber und in der verpflichtenden Anwendung durch die Wirtschaftsprüfer.⁷¹⁵ Die Ablösung bzw. Ergänzung durch die Discounted-Cashflow-Verfahren stellt die Anwender vor lösbare Aufgaben, da beide Verfahren zu ähnlichen Ergebnissen kommen und sich nur in ihrer Ausgangslage unterscheiden.⁷¹⁶ Das Ertragswertverfahren entspricht als deutsches Verfahren in der Stellung des Equity-Ansatz aus dem angloamerikanischen Raum.⁷¹⁷

⁷¹⁰ Vgl. SHAPIRO, A./TITMAN, S. (1985), S. 41 ff.

⁷¹¹ Vgl. DAMODARAN, A. (2015), S. 437.

⁷¹² Vgl. SIEBEN, G. (1963), S. 79 ff.

⁷¹³ Vgl. RINGLING, W./ANTONAKOPOULOS, N. (2018), S. 59.

⁷¹⁴ Vgl. CRASSEL, N./TOMASZEWSKI, C. (2018), S. 71.

⁷¹⁵ Vgl. HENSELMANN, K. (2019), S. 105.

⁷¹⁶ Vgl. NÖLLE, J. U. (2009), S. 23.

⁷¹⁷ Vgl. DRUKARCZYK, J./SCHÜLER, A. (2015), S. 88.

Das Ertragswertverfahren bewertet auf der Grundlage der Liquiditätströme zwischen der Gesellschaft und den Eigenkapitalgebern. Das Eigenkapital wird so unmittelbar bewertet. Bei den DCF-Verfahren ist zwischen den Entity- und den Equity-Verfahren zu unterscheiden. Zur Wertermittlung nach Entity-Verfahren stehen weitere nachgeordnete Verfahren zur Verfügung, die zunächst den Marktwert des Gesamtkapitals ermitteln, um dann nach Abzug des Marktwertes des Fremdkapitals den Marktwert des Eigenkapitals zu ermitteln.⁷¹⁸ Berechnet wird der Ertragswert durch die Diskontierung sämtlicher der den Unternehmen zufließenden finanziellen Überschüsse, welche sowohl positiv als auch negativ sein können. Für das Unternehmen sind Einzahlungen positive Zahlungsströme, Auszahlungen hingegen negative Zahlungsströme. Positive Zahlungsströme erhöhen die Liquidität, während negative ebendiese schmälern. Im Ergebnis führen negative Zahlungsströme zu einem Bedarf an Eigenfinanzierung mittels Eigenkapital oder zu einem Bedarf an Fremdfinanzierung mittels Fremdkapital. Positive Zahlungsströme hingegen eröffnen Möglichkeiten der Innenfinanzierung.

Die Barwerte (Present Value) werden summiert und repräsentieren den gegenwärtigen Wert der erwarteten zukünftigen Zahlungen. Als Diskontierungsfaktor wird ein dem Risiko angepasster Zinssatz gewählt. Auf der Grundlage dieses Verfahrens werden Unternehmen bepreisbar, unabhängig davon, wann Zahlungen anfallen.⁷¹⁹ Die ermittelten finanziellen Überschüsse werden zugerechnet, unabhängig davon, ob sie einbehalten oder ausgeschüttet werden.

Für die Berechnung gelte allgemein⁷²⁰:

$$EW_0 = \sum_{t=1}^T \frac{G_t}{(1+i)^t}$$

mit

- EW_0 = Discounted Cashflow
- G = Gewinne
- i = Diskontierungszinssatz
- t = Zeitindex
- T = Anzahl der Planungsjahre

⁷¹⁸ Vgl. HÖLSCHER, R./HELMES, N. (2017), S. 207.

⁷¹⁹ Vgl. DRUKARCZYK, J./SCHÜLER, A. (2015), S. 21.

⁷²⁰ Vgl. KUHNER, C./MALTRY, H. (2017), S. 52.

Die Planungsdaten zur Ermittlung der künftigen finanziellen Überschüsse werden in der Regel aus den unternehmensinternen Planungsrechnungen abgeleitet. Die Planungsrechnungen sind belastbar nach handelsrechtlichen Vorschriften erstellt.⁷²¹ Die finanziellen Überschüsse e werden weiterhin aus Vergangenheitsdaten in die Zukunft prognostiziert, indem die Ergebnisse früherer Gewinn- und Verlustrechnungen um wesentliche betriebsfremde Posten bereinigt werden. Das könnten exemplarisch einmalige Erträge oder Belastungen sein.⁷²²

Der Unternehmenswert ist dann um stille Reserven zu mehrern bzw. um stille Lasten zu reduzieren, um den Unternehmenswert zu bestimmen.⁷²³

Unter Berücksichtigung der Bereinigung gilt⁷²⁴:

$$EW_0 = \sum_{t=1}^T \frac{G_t}{(1+i)^t} - \text{Lasten} + \text{Perlen}$$

In der angloamerikanischen Literatur findet sich regelmäßig eine Bereinigung um „Pearls and White Elephants“. Weiße Elefanten lehnen sich dabei an eine disziplinarische Würdigung durch die thailändischen Könige an, die in Ungnade gefallene Untertanen einen weißen Elefanten zum Geschenk machten. Diese weißen Elefanten waren durch die Beschenkten aufwendig zu versorgen und zu pflegen, durften aber als heilige Tiere nicht arbeiten. Die weißen Elefanten wurden so zu einer beachtlichen finanziellen Last für den neuen Eigentümer.⁷²⁵

Eine Aufgabe des Bewerter ist, die Unternehmensplanung und die ihr zugrundeliegenden Daten durch Plausibilitätsüberlegungen und Sensitivitätsanalysen zu hinterfragen, um so eine wahrscheinliche Entwicklung als Planungsgrundlage zu erhalten.⁷²⁶ In diesem

⁷²¹ Vgl. IDW S1 (2008), Rn. 102.

⁷²² Vgl. NÖLLE, J.U. (2009), S. 23.

⁷²³ Vgl. BURKHARDT, K. (2019), S. 40.

⁷²⁴ Vgl. SPREMANN, K./ERNST, D. (2011), S. 54.

⁷²⁵ Vgl. METHESON, J./MENKE, M. (1994), S. 41.

⁷²⁶ Vgl. BIEG, H./KUBMAUL, H. (2009), S. 315.

Prozess muss die grundsätzliche Ungenauigkeit von Prognosen über die zeitliche Entwicklung der krisenhaften Unternehmung beachtet werden. Das kann erreicht werden durch die plausible Objektivierung der zukünftigen Zustände.⁷²⁷

In einer Krise nimmt die Unsicherheit zu und hebelt sich in die Planungsdaten der Unternehmung. Das Risiko kann erfasst werden über Risikozuschläge oder Sicherheitsäquivalente zum risikolosen Basiszinssatz. Diese Risikozuschlagsmethode basiert auf empirisch beobachtbarem Verhalten und gilt sowohl für das operative Risiko der Unternehmung als auch für das vom Verschuldungsgrad ausgehenden Kapitalstrukturrisikos.⁷²⁸

In der Praxis wird das Ertragswertverfahren regelmäßig als Näherungslösung zur Ermittlung von Kaufpreisen genutzt. Die Annäherung findet über die Diskontierung zukünftiger Einzahlungen mit einem risikoadäquaten Zinssatz statt und wird in der Folge als Gesamtpreis in der Folge heruntergebrochen auf Teile der Unternehmung oder bereinigt um die wertmindernden Faktoren, um diese im Rahmen einer übertragenden Sanierung zu tilgen oder während eines Sanierungsplans zu überwinden.⁷²⁹

Weil § 613 a BGB Mitarbeitern das Recht zugesteht, bei einem Verkauf eines Teilbetriebes einer Unternehmung ihren Arbeitsvertrag mit dem kaufenden Unternehmen fortzuführen, sind als Lasten exemplarisch die Personalkosten zu betrachten. Diese Risiken hemmen die praktische Umsetzung von Share-Deals.⁷³⁰

4.2.3.2 Multiplikatorverfahren

Multiplikatorverfahren sind marktorientierte Vergleichsverfahren. Der Unternehmenswert wird nicht aus den Barwerten der Zahlungsströme abgeleitet, sondern aus Marktpreisen vergleichbarer Unternehmen.

⁷²⁷ Vgl. SCHULZ, D. (2006), S. 50.

⁷²⁸ Vgl. DRUKARCZYK, J./SCHÜLER, A. (2015), S. 42 f.; S. 368.

⁷²⁹ Vgl. BITTER, G. (2010), S. 154.

⁷³⁰ Vgl. Interview SCHMITTMANN, Anhang, ZN 5 ff.

Da die Behavioral Finance jedoch jede Form von Informationseffizienz verneint, werden im Markt ganz unterschiedliche Erwartungen aufeinandertreffen und einen Gleichgewichtspreis bzw. einen Gleichgewichtskurs erzeugen.⁷³¹

Marktpreise von Unternehmen ergeben sich laufend an Aktienmärkten oder in seltenen Fällen aus Preisen gehandelter Unternehmen. Der Gleichgewichtspreis spiegelt den Wert der Anteile an dem Unternehmen, falls es einen aktiven Markt für Unternehmensbeteiligungen gibt. Ein aktiver Markt zeichnet sich dadurch aus, dass es jederzeit kauf- und verkaufswillige Teilnehmer gibt, sowie dass die Güter homogen und die Preise öffentlich sind.⁷³²

Der daraus resultierende fiktive Marktpreis wird als gemeiner Wert oder Verkehrswert bezeichnet.⁷³³ Der Übertrag auf unterschiedliche relative Anteile an der Unternehmung in die Realität scheitert, weil der Wert der Anteile ungleich der Summe des Gesamtwertes sein wird. Für die Gesamtunternehmung wird ein Paketzuschlag gezahlt, der im Unternehmensanteil nicht eingepreist ist.

Ein allgemeingültiger Marktpreis basiert auf homogenen Gütern. Unternehmen sind keine homogenen Güter, sondern sie zeichnen sich durch individuelle Merkmale aus. Informationsineffizienzen sorgen dafür, dass Unterschiede zwischen zwei Unternehmen nie vollumfänglich identifiziert und bewertet werden können.

Wird der Marktwert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens auf die Summe, die sich aus den Barwerten der Flows to Equity ergibt, addiert, ist das Resultat der errechnete Marktwert des Eigenkapitals.⁷³⁴

Das betriebsnotwendige Vermögen im Anlage- und Umlaufvermögen dient dem Leistungserstellungsprozess der Unternehmung. Das betriebsnotwendige Kapital ist die Gegenposition auf der Passivseite und beschreibt die Mittelherkunft zur Finanzierung des betriebsnotwendigen Vermögens. Analog bildet das nichtbetriebsnotwendige Vermögen

⁷³¹ Vgl. LG FRANKFURT A.M. (2020), S. 146. i.V.m. OLG FRANKFURT vom 27.06.2019 - 21 W 110/19.

⁷³² Vgl. MÜLLER, R. (2010), S. 46.

⁷³³ Vgl. HOMMEL M./ DEHMEL, I. (2013), S. 65.

⁷³⁴ Vgl. PEEMÖLLER, V. (2019), S. 71.

jene Positionen im Anlage- und Umlaufvermögen ab, die nicht dem originären Betriebszweck dienen. Das nichtbetriebsnotwendige Kapital ist jenes Kapital, das gebunden ist in Vermögenswerten, welche nicht notwendig sind für die Erreichung der Unternehmensziele.

Nichtbetriebsnotwendiges Vermögen kann allgemeinen strategischen Zielen dienen oder spezielle strategische Optionen abbilden. Denkbar wäre das Eigentum an gegenwärtig ungenutzten Grundstücken, um perspektivisch die Möglichkeit zur Erweiterung des eigenen Betriebes zu haben. Zur Überwindung einer Unternehmenskrise ist die Liquidation des nichtbetriebsnotwendigen Kapitals angezeigt.

Weil Paketzuschläge den Wert einer Unternehmung beeinflussen, kann bei börsennotierten Unternehmungen der Marktwert des Eigenkapitals nicht aus dem Börsenwert abgeleitet werden.⁷³⁵ Für Unternehmungen, die nicht an der Börse notiert werden, muss die Unternehmung mit möglichst vielen Verhältniskennzahlen von vergleichbaren Unternehmungen verglichen werden, bei denen der Kaufpreis durch einen kürzlich hervorgerufenen Wechsel der Eigentümer bekannt ist.⁷³⁶

Die Bildung einer Peer-Group, einer Gruppe von Vergleichsunternehmen, bildet den zentralen Bestandteil des Multiplikatorverfahrens. Im Verfahren ist dies das aufwendigste Moment, das die meisten Probleme im Verfahren verursacht. Es ist unwahrscheinlich, dass Unternehmen gefunden werden, die dem Bewertungsobjekt in allen beachtlichen Parametern entsprechen. Aus diesem Grund werden als Vergleichsobjekte Unternehmen herangezogen, deren Daten in zentralen Merkmalen mit dem Vergleichsunternehmen übereinstimmen.⁷³⁷

Diese Merkmale finden Parallelen in der Durchführung der Due Diligence-Untersuchung des Betrachtungsobjektes.⁷³⁸ In diesem Rahmen werden Vergleichsunternehmen daraufhin geprüft, ob gleichartige Güter hergestellt und diese auf vergleichbaren Märkten angeboten werden, vergleichbare Wachstumschancen oder Wachstumsrisiken besitzen und in Größe und Finanzarchitektur ähnlich sind. Die Präzision der Wahl der Peer-Group und

⁷³⁵ Vgl. HORSCH, A./ KALTOFEN, D. (2019), S. 7.

⁷³⁶ Vgl. KRUPPE, C. (2018), S. 148 f.

⁷³⁷ Vgl. HACHMEISTER, D./ RUTHHARDT, F. (2015), S. 1771.

⁷³⁸ Vgl. BERENS, W./ KNAUER, T./ STRAUCH, J. (2019), S. 5.

der darin aufgeführten Vergleichsunternehmen bestimmt, in welchem Umfang der Unternehmenswert objektiv nachzuvollziehen ist.⁷³⁹ Grundsätzlich sind all jene Unternehmen miteinander vergleichbar, deren Zahlungsströme an die Gesellschafter weitgehend identisch sind.⁷⁴⁰

Allgemein gilt:⁷⁴¹

$$\frac{P(V)}{B_V} = \frac{P(U)}{B_U}$$

mit

- B_V = bekannte Bezugsgröße des Vergleichsobjekts
- B_U = bekannte Bezugsgröße des zu bewertenden Unternehmens
- $P(V)$ = bekannter Preis des Vergleichsobjekts
- $P(U)$ = gesuchter Preis des zu bewertenden Unternehmens

dabei gilt für $P(U)$:

$$P(U) = B_U * \frac{P(V)}{B_V} = B_U * m$$

mit m = Multiplikator.

Anders als bei den bisher eingeführten DCF- oder Ertragswertverfahren kann der Bewerter bei einem Multiplikatorverfahren auf die Wertindikatoren bzw. auf die Bezugsgrößen abstellen, die für die Wertermittlung in der aktuellen Situation erforderlich sind.⁷⁴² Durch diese Möglichkeit kann der Unternehmenswert nicht immer objektiviert werden.⁷⁴³

⁷³⁹ Vgl. KRUPPE, C. (2018), S. 148 f.

⁷⁴⁰ Vgl. BALLWIESER, W./HACHMEISTER, D. (2016), S. 215.

⁷⁴¹ Vgl. DRUKARCZYK, J./SCHÜLER, A. (2015), S. 419 ff.

⁷⁴² Vgl. SOMMER, F. (2012), S. 135 f.

⁷⁴³ Vgl. HOMMEL M./DEHMEL, I. (2013), S. 65.

Das Multiplikatorverfahren wird aufgrund der geringen Anforderung an die Anwender und die intuitive Interpretation der Ergebnisse und der Anwendung in der Praxis als geeignetes Verfahren für eine erste Orientierung angesehen.⁷⁴⁴ Die Bedeutung des Multiplikatorverfahrens geht einher mit der Bedeutung der Branchenzugehörigkeit des Bewertungsobjekts. Die Branchenzugehörigkeit spielt als Risikoindikator für viele Unternehmen bei der Methodenwahl eine zentrale Rolle.⁷⁴⁵

Die Multiplikatoren müssen nicht auf die aktuellen, sondern können auch auf die zukünftigen Kennzahlen bezogen werden. Ein solches Vorgehen scheint immer dann sinnvoll, wenn sich ein Unternehmen in einer Krise befindet und die aktuellen Kennzahlen im Rahmen einer Sanierung nicht mehr die zukünftig erwartete und im Regelfall positive Ertragssituation spiegelt. Eine negative Kennzahlenprognose würde dann auch zu einem negativen Unternehmenswert führen. Speziell für Unternehmen in der Krise ist dann der Einsatz von Multiplikatorverfahren nicht zielführend.⁷⁴⁶

Für die Akteure bietet sich jedoch im Rahmen der Entscheidungsfindung die Chance, das Unternehmen mit anderen Unternehmen zu vergleichen. Das Verfahren ist in den USA aufgrund der breiten verfügbaren Informationsbasis valider als in Deutschland und wird dort vielfach eingesetzt.⁷⁴⁷

Das Leitbild der sanierten Unternehmung aus dem IDW S6 soll hier Richtschnur für das eigene Unternehmen sein.⁷⁴⁸ Der Unternehmenswert ergibt sich durch Rückgriff eines Multiplikators auf die prognostizierten Finanzkennzahlen nach der Sanierung. Der Unternehmenswert ist in Anlehnung an den Shareholder Value noch auf den Gegenwartswert zu diskontieren und um die Kosten der Sanierung zu bereinigen.⁷⁴⁹ Das IDW hält Multiplikatorverfahren nur zur Prüfung der Plausibilität für sinnvoll.⁷⁵⁰

⁷⁴⁴ Vgl. HOMBURG, C./ LORENZ, M./ SIEVERS, S. (2011), S. 121 f.

⁷⁴⁵ Vgl. SCHMID, F./ HÜTTICHE, T. (2019), S. 982.

⁷⁴⁶ Vgl. DUBE, O./ SCHILLING, D. (2019), S. 1226.

⁷⁴⁷ Vgl. HACHMEISTER, D./ RUTHARDT, F. (2015), S. 1511.

⁷⁴⁸ Vgl. PORTISCH, W. (2012), S. 116; S. 121.

⁷⁴⁹ Vgl. SIEVERS, G. (2004), S. 68.

⁷⁵⁰ Vgl. BALZ, U./ BORDERMANN, H.-G. (2020), S. 80.

Multiplikatorverfahren finden regelmäßig nicht isoliert Anwendung, sondern werden parallel zu DCF-Verfahren eingesetzt. Die Verfahren ergänzen und kontrollieren sich gegenseitig und sichern Bewertung und Bewerter ab.⁷⁵¹

4.2.3.3 Discounted-Cashflow-Verfahren

Das DCF-Verfahren ist ein Gesamtbewertungsverfahren.⁷⁵² Diese bewerten das Unternehmen nicht wie die Einzelbewertungsverfahren anhand der isolierten Werte ihrer Unternehmensbestandteile, sondern auf Basis der zukünftigen Ertragskraft des Unternehmens.⁷⁵³ Die Ertragskraft spiegelt das unternehmerische Zusammenwirken der Unternehmensbestandteile wider und betrachtet somit das Unternehmen selbst als Bewertungseinheit und nicht dessen Bestandteile.⁷⁵⁴ Die DCF-Methode im Speziellen bildet die zukünftige Ertragskraft durch die erwarteten Cashflows ab.⁷⁵⁵

4.3 DCF-Verfahren als Standardverfahren der Unternehmensbewertung

Das Discounted-Cashflow-Verfahren beruht ebenso wie das Ertragswertverfahren auf dem Grundgedanken der Kapitalwertmethode.⁷⁵⁶ Das DCF-Verfahren ist gegenwärtig das praxisrelevanteste und am meisten angewandte Verfahren.⁷⁵⁷

Im Ursprung gehen die Verfahren zurück auf Modigliani/ Miller, die allerdings für den Berechnungsrahmen das Insolvenzrisiko ausgeschlossen haben.⁷⁵⁸ Mit der Übernahme des Shareholder-Value-Ansatzes⁷⁵⁹ in die wertorientierte Unternehmensführung erfuhr es zunehmende Aufmerksamkeit.⁷⁶⁰

⁷⁵¹ Vgl. KELLNER, C.M. (2020), S. 253.

⁷⁵² Vgl. DIERKES, D. / SCHÄFER, U. (2015), S. 19.

⁷⁵³ Vgl. ERNST, D./ SCHNEIDER, S./ THIELEN, B. (2017), S. 86 ff.

⁷⁵⁴ Vgl. SEPPELFRICKE, P. (2012), S. 21 ff.

⁷⁵⁵ Vgl. PALEPU, K./ HEALY, P./ PEEK, E. (2019), S. 107 ff.

⁷⁵⁶ Vgl. KUHNER, C./ MALTRY, H. (2017), S. 116 f.

⁷⁵⁷ Vgl. HOMBURG, C./ LORENZ, M./ SIEVERS, S. (2011), S. 120.

⁷⁵⁸ Vgl. MODIGLIANI, F./ MILLER, M. (1958), S. 268.

⁷⁵⁹ Vgl. RAPPAPORT, A. (1999), S. 23 ff.; S. 190.

⁷⁶⁰ Vgl. WEBER, J./ BRAMSEMANN, U./ HEINEKE, C./ HIRSCH, B. (2017), S. 33.

Das originäre Ziel der DCF-Verfahren besteht im Sinne eines Fair Value-Ansatzes darin, die Lücke zwischen dem angemessenen Marktwert und dem Buchwert der Unternehmung zu schließen oder mindestens weitgehend zu reduzieren.⁷⁶¹

Die Cashflows stellen Zahlungsmittelüberschüsse dar, die das Unternehmen in einer Periode erwirtschaftet. Diese werden mit einem adäquaten Diskontierungszinssatz auf den Bewertungsstichtag abgezinst, um ihren heutigen Wert darzustellen. Der Wert des zu bewertenden Unternehmens wird folglich im Vergleich zu einer Alternativanlage ermittelt, die sich ebenfalls zum Kalkulationszinssatz verzinst. Die Summe all dieser Barwerte der zukünftigen Cashflows ergibt den Unternehmenswert.⁷⁶²

Die Variationen der Discounted-Cashflow-Ansätze unterscheiden sich in der Abgrenzung der Cashflows, den Diskontierungszinssätzen, Berücksichtigung von Änderungen der Kapitalstruktur im Zeitablauf sowie Einbeziehung der steuerlichen Unterschiede bei Behandlung von Fremd- und Eigenkapital.⁷⁶³ Bei identischen Prämissen liefern jedoch alle Varianten identische Bewertungsergebnisse.⁷⁶⁴

Grundsätzlich unterscheidet man die Varianten in die Entity-Methode und die Equity-Methode.⁷⁶⁵

DCF-Verfahren bilden das Potential zukünftiger Free Cashflows des Unternehmens ab. Verwendet man diese Unternehmensbewertungsverfahren, so gelten auch deren Prämissen. Jedoch sind es gerade diese Prämissen, die zu weiteren Problemen bei der Wertermittlung in der Krise führen. Alle verwendeten quantitativen Größen müssen bestimmbar und hinreichend isolierbar sein.⁷⁶⁶

Mit dem Fortgang der Krise ist jedoch nicht einmal mehr das Fortbestehen des Unternehmens als sicher anzunehmen. Der Unternehmenswert hängt in dieser Situation vom Fortbestehen des Unternehmens ab, gleichzeitig ist der Unternehmenswert wesentlich für die Entscheidung zur Fortführung der Unternehmung in der Sanierung.

⁷⁶¹ Vgl. BORGMANN, M./ DIERKES, S./ KLOOCK, J. (2017), S. 278.

⁷⁶² Vgl. MAIER, D. (2017), S. 40.

⁷⁶³ Vgl. PERRIDON, L./ STEINER, M./ RATHGEBER, A. (2017), S. 220 f.

⁷⁶⁴ Vgl. WÖHLE, C. (2017), S. 491.

⁷⁶⁵ Vgl. IDW S1 (2016), Rn. 125 f.

⁷⁶⁶ Vgl. PAPE, U. (2010), S. 94 ff.

Doch selbst wenn diese Verknüpfung unbeachtet bliebe, so bestehen bei der Bewertung krisenhafter Unternehmen praktische Probleme. Die Planungszeiträume bis zu erneuten Cashflows nach erfolgter Sanierung sind gedehnt und Planungssicherheit über den Cashflow kann nicht bestehen.⁷⁶⁷

Regelmäßig wird bei der Bewertung von Unternehmen in dominierten Situationen auf die Ertragswertverfahren zurückgegriffen und bei Bewertungen im Rahmen von Transaktionen auf DCF-Verfahren.⁷⁶⁸

Eine ganzheitliche Bewertung der Unternehmung basiert darauf, das Bewertungsobjekt als Investitionsmöglichkeit zu sehen. Das Kapitalwertkalkül aus der Familie der Investitionsrechenverfahren diskontiert die zukünftigen Einnahmenüberschüsse mit dem individuellen Kalkulationszins, um den gegenwärtigen Wert der Investitionsalternative bzw. der Unternehmung zu bestimmen. Bewertet werden dabei nicht das Vermögen und die Schulden, sondern nur der Output, repräsentiert durch Einnahmeüberschüsse bzw. durch die Cashflows der Unternehmung.⁷⁶⁹

Klassisch gilt nur der Cashflow als beachtlich für die Bewertung, der den Gesellschaftern auch zufließt.⁷⁷⁰ Ausschüttungen reduzieren jedoch die Möglichkeit ergänzender Investitionen und wirken sich auf zukünftige Kapitalwerte aus.⁷⁷¹ Das Abstellen auf ausschließlich harte Faktoren bringt den Bewerter in ein Dilemma, da Aspekte wie das Ansehen des Investors, der Machterhalt oder eine allgemein emotionale Bindung an das Unternehmen, theoretisch auch Altruismus, keine Faktoren in der Wertermittlung werden können, solange sie sich nicht in positiven Einzahlungsüberschüssen zeigen.⁷⁷²

Um die zukünftigen Erträge eines Unternehmens bei einer geglückten Sanierung festlegen zu können, müssen dessen Cashflows für die Zeit nach der Sanierung angenommen werden. Fraglich ist jedoch, wie die Höhe der zukünftigen Cashflows bestimmt werden soll. Während eine Prognose für den Detailplanungszeitraum in der Krisensituation schon

⁷⁶⁷ Vgl. FESTEL, G./ WUERMSEHER, M./ CATTANEO, G. (2013), S. 216 ff.

⁷⁶⁸ Vgl. IHLAU, S./ DUSCHA, H. (2019), S. 120.

⁷⁶⁹ Vgl. DRUKARCZYK, J./ SCHÜLER, A. (2015), S. 88.

⁷⁷⁰ Vgl. WILLIAMS, J. B. (1938), S. 54.

⁷⁷¹ Vgl. SCHULTZE, W./ FISCHER, H. (2013), S. 422.

⁷⁷² Vgl. MOXTER, A. (1983), S. 83.

von beachtlicher Unsicherheit geprägt ist, erhöht sich dieser Effekt in der längerfristigen Planung der Cashflows noch einmal. Hier zeigen sich Parallelen zwischen einem Unternehmen im Turnaround und einem Start-up-Unternehmen.⁷⁷³

Auch durch zukünftig geplante Desinvestitionen ergeben sich Schwierigkeiten für die Bewertung. Es muss nicht nur in den Wert eingebunden werden, welche Vermögensgegenstände liquidiert werden, sondern auch welche Cashflows sich aus der Verwendung des Verkaufserlöses ergeben.⁷⁷⁴

4.3.1 Entity-Methode

Die Verfahren der Bruttokapitalisierung haben gemein, dass der Unternehmenswert in zwei Schritten berechnet wird.⁷⁷⁵ Grundsätzlich wird in einem ersten Schritt der Marktwert des Gesamtkapitals ermittelt, also die Summe der Marktwerte aller Positionen, die Eigen- und Fremdkapitalgeber am Unternehmen halten. In einem zweiten Schritt wird der Unternehmenswert als Marktwert des Eigenkapitals bestimmt, indem vom Marktwert des Gesamtkapitals der Marktwert des Fremdkapitals abgezogen wird,⁷⁷⁶ wobei für den Marktwert des Fremdkapitals vielfach vereinfacht der Buchwert angesetzt wird.⁷⁷⁷

Diese Systematik lässt sich in dieser vereinfachten Form nicht in die Realität übertragen, weil sich Mezzanine Finanzierungsinstrumente während der Laufzeit nicht den Kategorien Eigen- und Fremdkapital zuordnen lassen. Die Bewertungsschwierigkeiten treten exemplarisch bei Optionsanleihen oder bei Wandelanleihen auf.

$$UW = MW_{EK} = MW_{GK} - MW_{FK}$$

mit	UW	=	Unternehmenswert
	MW _{EK}	=	Marktwert des Eigenkapitals
	MW _{GK}	=	Marktwert des Gesamtkapitals
	MW _{FK}	=	Marktwert des Fremdkapitals

⁷⁷³ Vgl. SURE, M./ RIMMELE, F. (2020), S. 53.

⁷⁷⁴ Vgl. SMEETS, M. (2018), S. 20.

⁷⁷⁵ Vgl. NESTLER, A. (2019), S. 44.

⁷⁷⁶ Vgl. KUHNER, C./ MALTRY, H. (2017), S. 229.

⁷⁷⁷ Vgl. BAETGE, J./ KRÜMMEL, J./ SCHULZ, R./ WIESE, J. (2019), S. 409 ff.

Beim Entity-Ansatz, der in dieser Form den international am weitesten verbreiteten Bewertungsansatz darstellt,⁷⁷⁸ werden diejenigen Zahlungsüberschüsse ermittelt, die Eigenkapitalgebern und Fremdkapitalgebern zur Verfügung stehen. Als Fremdkapitalgeber gelten die Geber von festverzinslichem Fremdkapital.⁷⁷⁹

Den Ausgangspunkt für die Ermittlung der Cashflows bilden auch in diesem Verfahren die operativen Zahlungsüberschüsse, also Überschüsse aus dem betriebsnotwendigen Vermögen vor Zins- und Tilgungszahlungen. Diese sind zunächst finanzierungsneutrale, also von der Kapitalstruktur unabhängige Zahlungsströme. Die dabei zugrunde gelegten Daten stammen regelmäßig aus der Planung der Geschäftsführung und sind nicht zwingend objektiv und valide.⁷⁸⁰

Die Entity-Methoden gliedern sich in:

- den Weighted Average Cost of Capital-Ansatz (WACC-Ansatz),
- den Adjusted Present Value-Ansatz (APV-Ansatz), und
- den Total Cashflow-Ansatz (TCF-Ansatz).

Für die Zukunft ist eine unveränderliche Kapitalstruktur der Unternehmung Voraussetzung, welche aus aktuellen Marktdaten abgeleitet wird. Diese Konstanz der Kapitalstruktur bleibt eine theoretische Modellannahme.⁷⁸¹ Die Kapitalstruktur wird sich im Rahmen einer Unternehmenskrise verändern. Das Insolvenzrisiko wird bei zunehmender Verschuldung steigen, gleichzeitig wird eine längere Laufzeit das Insolvenzrisiko zusätzlich erhöhen.

4.3.1.1 WACC-Ansatz

Auf den Weighted Average Cost of Capital, in der Literatur übersetzt als gewichteter Fremdkapitalkostensatz, wird zurückgegriffen, um eine marktgerechte Verzinsung zu berechnen. Die Berechnung des WACC dient der Unternehmensbewertung, indem ein durchschnittlicher Zins für das eingesetzte Kapital eingeführt wird.

⁷⁷⁸ Vgl. HOMBURG, C./ LORENZ, M./ SIEVERS, S. (2011), S. 120.

⁷⁷⁹ Vgl. SCHÖN, W. (2013), S. 7.

⁷⁸⁰ Vgl. BALLWIESER, W./ HACHMEISTER, D. (2016), S. 235.

⁷⁸¹ Vgl. LAUX, H. (2006), S. 400.

Die steuerlichen Unterschiede in der Behandlung von Fremd- und Eigenkapital beeinflussen den Unternehmenswert. Durch das Zahlen von Zinsen mindert sich die Bemessungsgrundlage der Unternehmenssteuer, was bei zwei sonst identischen Unternehmen einem teilweise fremdfinanzierten Unternehmen einen höheren operativen Einzahlungsüberschuss zur Folge hätte als bei einem vollständig durch Eigenkapital finanzierten Unternehmen.⁷⁸²

Bei einer dynamischen Kapitalstruktur könnte keine Abzinsung der erwarteten Einzahlungsüberschüsse auf der Grundlage des WACC durchgeführt werden. Hilfsweise erfolgt daher der Rückgriff auf eine Zielkapitalstruktur.⁷⁸³

Da in den Bruttokapitalisierungsverfahren zunächst der Marktwert des Gesamtkapitals berechnet wird, muss ein adäquater Diskontierungszins sowohl die Renditeforderungen der Eigenkapitalgeber als auch die der Fremdkapitalgeber abbilden. Dies wird über den WACC als gewichteten durchschnittlichen Kapitalkostensatz bestimmt.⁷⁸⁴ Der Unternehmenswert ergibt sich dann als:

$$UW = \sum_{i=1}^n \frac{FCF_i}{(1 + WACC)^n} + RW$$

mit

$$RW = \frac{FCF_n}{WACC * (1 + WACC)^n}$$

mit

- RW = Restwert
- FCF = Free Cashflow vor Zinsen nach Steuern
- WACC = Weighted average cost of capital (gewichteter Kapitalkostensatz)

Der WACC gewichtet die risikoäquivalenten Renditeforderungen von Fremdkapitalgebern mit dem Anteil des Fremdkapitals am Gesamtkapital und die Renditeforderungen

⁷⁸² Vgl. SCHÜLER, A./SCHWETZLER, B. (2019), S. 1745 ff.

⁷⁸³ Vgl. WEIßENBERGER, B. (2007), S. 296.

⁷⁸⁴ Vgl. ERNST, D./HÄCKER, J. (2016), S. 489.

der Eigenkapitalgeber mit dem Anteil des Eigenkapitals am Gesamtkapital der Unternehmung.⁷⁸⁵

$$WACC = \frac{EK}{GK} * r_{EK} + \frac{FK}{GK} * r_{FK} * (1 - s)$$

mit

- r_{EK} = Renditeforderung der Eigenkapitalgeber
- r_{FK} = Renditeforderung der Fremdkapitalgeber
- s = Ertragssteuersatz
- $\frac{EK}{GK}$ = Eigenkapitalquote (zum Marktwert)
- $\frac{FK}{GK}$ = Fremdkapitalquote (zum Marktwert)

Hierbei bleibt der Unternehmenssteuersatz für die Berechnung des gewogenen durchschnittlichen Kapitalkostensatzes bei einer Wertermittlung über den TCF-Ansatz unbeachtlich für die WACC-Formel, da die Steuerersparnis durch Fremdkapital in der Cashflow-Ermittlung ins Bewertungskalkül bereits Berücksichtigung fand. Der Vorteil aus der steuerlichen Abzugsfähigkeit der Fremdkapitalzinsen wird durch die geminderten Fremdkapitalkosten in den Unternehmenswert integriert. Dadurch wird die vorgenommene fiktive Besteuerung der Cashflows durch die angenommene Eigenkapitalfinanzierung korrigiert.⁷⁸⁶

Beim Einsatz des WACC entwickelt sich ein Zirkularitätsproblem, da der berechnete Cashflow nach der Bruttomethode die Kenntnis des jährlichen durchschnittlichen Kapitalkostensatzes voraussetzt, deren Berechnung aber wiederum die Kenntnis der relativen Kapitalstruktur voraussetzt. Aufgelöst werden kann das Zirkularitätsproblem mit Hilfe eines Iterationsverfahrens.⁷⁸⁷

Im Ergebnis vermag der WACC das Risiko einer Investition bereits intuitiv zu beschreiben, durch den Vergleich des gewichteten Kapitalkostensatzes mit marktüblichen Zinsen.

⁷⁸⁵ Vgl. NOOSTEN, D. (2018), S. 106 f.

⁷⁸⁶ Vgl. BASSEN, A./ GÖDKER, K. (2014), S. 331; S. 333.

⁷⁸⁷ Vgl. PANKOKE, T./ PETERSMEIER, K. (2009), S. 133.

Die Kenntnis von marktüblichen Zinsen ist die Voraussetzung der Ermittlung einer marktwertorientierten Finanzierung. Marktwertorientierte Finanzierung wiederum basiert auf der exakten Kenntnis der zukünftigen Kapitalstruktur des Unternehmens. Ein Wissen, welches für ein Unternehmen in einer Krise regelmäßig nicht vorliegen wird.

Aus der Sanierungsperspektive ergibt sich ein weiteres Problem dadurch, dass jede Änderung der Kapitalstruktur über den Zeitablauf eine Anpassung der Kapitalkosten verlangen würde. In der Bewertungspraxis wird diese Schwierigkeit der nicht-periodischen Definition des WACC überwiegend ausgeblendet und ein einheitlicher WACC verwendet.⁷⁸⁸

Ein in einer Szenarioanalyse den möglichen künftigen Umweltzuständen zugeordneter durchschnittlicher Kapitalkostensatz vermag die Auswirkung von Kapitalstrukturveränderungen auf den Unternehmenswert abzubilden. Die Kapitalstrukturveränderungen können ihren Ursprung gleichermaßen in der Zunahme von Fremdkapital, zum Beispiel durch Aufnahme eines Sanierungskredits haben, aber auch in der Zunahme des Eigenkapitalanteils, exemplarisch durch einen Debt-Equity-Swap.

Neben den Schätzungen darüber, wie eine Zielkapitalstruktur des Unternehmens in der Zukunft aussehen könnte, muss auch eine realistische Prognose darüber erstellt werden, wie schnell diese Zielkapitalstruktur zu erreichen ist.⁷⁸⁹ Da sich die gegenwärtige Kapitalstruktur eines sanierungsbedürftigen Unternehmens meist nicht mit Annahme des Fortbestehens des Unternehmens deckt, muss eine detaillierte Planung über den Weg gemacht werden, mit dem das Unternehmen in den folgenden Perioden die Kapitalstruktur eines gesunden Unternehmens erreichen will. Nur so kann ein plausibler Diskontierungszinssatz ermittelt werden.⁷⁹⁰ Basiert die Berechnung des WACC hingegen auf der aktuellen Kapitalstruktur und steigt der Fremdkapitalanteil über die Zeit, was in der Krise gewöhnlich der Fall sein wird, kommt es zu einer systematischen Unterbewertung des Unternehmens. Sinkt der Fremdkapitalanteil, z. B. im Rahmen eines Debt-Equity-Swaps, dann kommt es zu einer systematischen Überbewertung des Unternehmenswerts.⁷⁹¹

⁷⁸⁸ Vgl. COPELAND, T./ KOLLER, T. / MURRIN, J. (2002), S. 203.

⁷⁸⁹ Vgl. MEYER, B. H. (2006), S. 47.

⁷⁹⁰ Vgl. DAMODARAN, A. (2015), S. 367.

⁷⁹¹ Vgl. PANKOKE, T./ PETERSMEIER, K. (2009), S. 133.

4.3.1.2 APV-Ansatz

Beim APV-Ansatz wird analog zum Entity-Ansatz zunächst der Gesamtwert des Unternehmens bestimmt. Dementsprechend werden diejenigen Cashflows diskontiert, die der Gesamtheit aller Kapitalgeber zur Verfügung stehen. Der Unterschied zwischen APV- und Entity-Ansatz liegt in der unterschiedlichen Berücksichtigung des Einflusses der Kapitalstruktur auf den Unternehmenswert.⁷⁹² Der Unternehmenswert im APV-Ansatz ergibt sich durch:⁷⁹³

$$UW_E = \sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{(1 + r_{EKU})^t} + RW$$

mit einem Restwert als:

$$RW = \frac{FCF_{n_t}}{r_{EKU} * (1 + r_{EKU})^{n_t}}$$

mit	UW_E	=	Unternehmenswert bei vollständiger Eigenfinanzierung
	FCF	=	Free Cashflow vor Zinsen nach Steuern
	r_{EKU}	=	Renditeforderung der Eigenkapitalgeber eines unverschuldeten Unternehmens
	n_t	=	Prognosezeitraum in Jahren

Der APV-Ansatz basiert auf der Annahme einer autonomen Verschuldungspolitik und der WACC-Ansatz auf einer wertorientierten Verschuldungspolitik. Bei ansonsten gleichen Verschuldungsgraden in den Perioden führt der APV-Ansatz zu einem höheren Unternehmenswertausweis. Begründet werden kann dies durch die unterschiedliche Berücksichtigung der Verschuldungsstrategien in den Verfahren.⁷⁹⁴

Insbesondere in insolvenznahen Entscheidungssituationen sollte der APV-Ansatz aufgrund der angenommenen autonomen Finanzierungsstrategie Vorteile gegenüber dem WACC-Ansatz aufweisen.

⁷⁹² Vgl. ERNST, D./ SCHNEIDER, S./ THIELEN, B. (2017), S. 29.

⁷⁹³ Vgl. THOMMEN, J.P./ ACHLEITNER, A.K./ GILBERT, D./ HACHMEISTER, D. (2020), S. 410.

⁷⁹⁴ Vgl. PERRIDON, L./ STEINER, M./ RATHGEBER, A. (2017), S. 224.

Beim Entity-Ansatz wird der Einfluss der unterschiedlichen Kapitalstruktur über den WACC einbezogen. Bei der APV-Methode hingegen wird der Marktwert des Gesamtkapitals komponentenweise ermittelt. Zunächst wird der Marktwert des Gesamtkapitals berechnet unter der Fiktion eines unverschuldeten Unternehmens.⁷⁹⁵

Die operativen Free Cashflows aus der echten betrieblichen Tätigkeit werden mit der Renditeforderung der Eigenkapitalgeber diskontiert.⁷⁹⁶ Um die Einflüsse des Fremdkapitals auf den Unternehmenswert zu berücksichtigen, wird zum Marktwert des Eigenkapitals noch der Barwert der Steuervorteile hinzuaddiert und um Insolvenzkosten der Fremdkapitalgeber gemindert.⁷⁹⁷ Der Steuervorteil errechnet sich aus den Steuerersparnissen aufgrund der steuerlichen Abzugsfähigkeit der Fremdkapitalzinsen, die mit dem Fremdkapitalkostensatz diskontiert werden. Aus der Addition des Marktwerts des Gesamtkapitals bei Fiktion eines unverschuldeten Unternehmens und des Taxshield ergibt sich nach Abzug der zinstragenden Verbindlichkeiten der Marktwert des Eigenkapitals. Dieser wird bei den im jeweiligen Verfahren geforderten Annahmen dem Marktwert aus der Berechnung über den Entity-Ansatz entsprechen.⁷⁹⁸

Eine Zunahme des Verschuldungsgrades würde dabei zu einem gestiegenen Unternehmenswert führen. Der Wert des Steuervorteils wird periodengerecht bestimmt.⁷⁹⁹

$$UW_S = \sum_{t=1}^T \frac{r_{FK} * FK_t * (1 - S)}{(1 + r_f)^t} + RW$$

mit

$$RW = \frac{r_{FK} * FK_t * (1 - S)}{r_f * (1 + r_f)^t}$$

mit UW_S = Unternehmenswert aus Steuervorteil
 r_{FK} = Renditeforderung der Fremdkapitalgeber

⁷⁹⁵ Vgl. BEYER, F. (2014), S. 26.

⁷⁹⁶ Vgl. MAIER, D. (2017), S. 41.

⁷⁹⁷ Vgl. SCHREITER, M./ SCHWETZLER, B. (2019), S. 175.

⁷⁹⁸ Vgl. HÖLSCHER, R./ HELMS, N. (2013), S. 233 f.

⁷⁹⁹ Vgl. LANGGUTH, H. (2015), S. 56 f.

Das APV-Verfahren ist immer dann sinnvoll, wenn sich die Kapitalstruktur des Unternehmens im Zeitverlauf ändert, da der Basiszinssatz im Gegensatz zu den anderen Verfahren unabhängig von der Kapitalstruktur ist. Dieses hat nur einen Einfluss auf das Taxshield. Problematisch ist jedoch die Ermittlung der Renditeforderungen für das unverschuldete Unternehmen. Im konkreten Fall einer Unternehmenskrise werden Renditeforderungen mindestens kurzfristig nachrangig sein.⁸⁰⁰

4.3.2 Equity-Methode

In Nettokapitalisierungsverfahren, zu denen der Equity-Ansatz zählt, wird der Unternehmenswert direkt als Marktwert des Eigenkapitals ermittelt und nicht wie bei den Bruttoverfahren über den Marktwert des Gesamtkapitals. Die Cashflows die ausschließlich den Eigenkapitalgebern zustehen, d.h. die Flows to Equity, werden direkt berechnet.⁸⁰¹

Zins- und Tilgungszahlungen einschließlich deren Steuerwirkung werden also schon bei der Cashflow-Berechnung berücksichtigt. Der adäquate Diskontierungszinssatz enthält lediglich die Renditeforderungen der Eigenkapitalgeber und es kommt kein Mischzinssatz zum Einsatz.⁸⁰²

Der Barwert des Flows to Equity zuzüglich des Marktwerts des nicht betriebsnotwendigen Vermögens ergibt dann den Marktwert des Eigenkapitals als Unternehmenswert.⁸⁰³

Der Unternehmenswert entspricht unter sonst identischen Annahmen dem der anderen Verfahren, auch wenn für hoch verschuldete Unternehmen der Entity-Ansatz empfohlen wird.⁸⁰⁴ Der Equity-Ansatz gleicht in seiner Vorgehensweise weitgehend dem in Deutschland lange Zeit weit dominierenden Ertragswertverfahren. Beide Verfahren können jedoch bei der Bestimmung des Kalkulationszinssatzes voneinander abweichen. Beim Equity-Ansatz bzw. bei DCF-Methoden allgemein wird meistens die Renditeforderung der Eigenkapitalgeber über kapitalmarkttheoretische Modelle wie dem Capital Asset

⁸⁰⁰ Vgl. SEPPELFRICKE, P. (2012), S. 28.

⁸⁰¹ Vgl. DIERKES, S./SCHÄFER, U. (2015), S. 19.

⁸⁰² Vgl. MAIER, D. (2017), S. 46.

⁸⁰³ Vgl. SEPPELFRICKE, P. (2012), S. 28 f.

⁸⁰⁴ Vgl. ZWIRNER, C./ZIMNY, G. (2018), S. 2713.

Pricing Model (CAPM) bestimmt.⁸⁰⁵ Bei der Ertragswertmethode wird zur Ermittlung die Verzinsung einer risikoäquivalenten Alternativanlage des Investors herangezogen.⁸⁰⁶

Durch die vermeintlich leichtere Bestimmung des Kapitalkostenansatzes und der Überschaubarkeit des Verfahrens ist der Equity-Ansatz für Laien nachvollziehbarer und wird als praxisfreundlicher empfunden.⁸⁰⁷

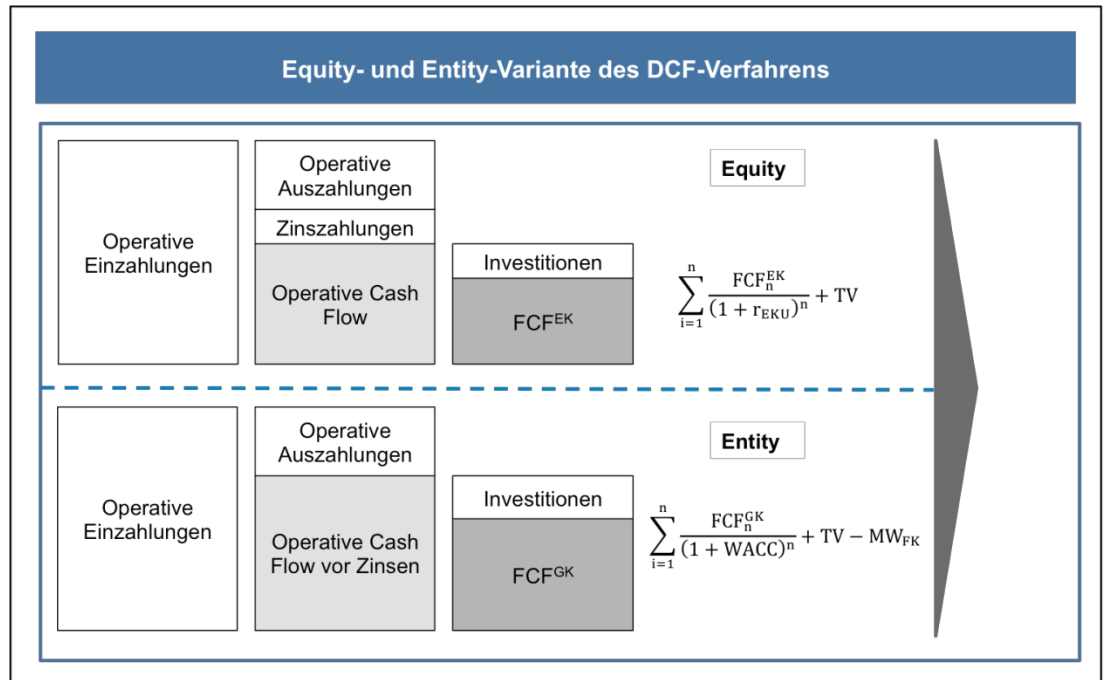


Abbildung 8: Equity- und Entity-Variante des DCF-Verfahrens⁸⁰⁸

4.4 Bildung der Cashflows und des Terminal Value im Entity-Ansatz

Zur Bestimmung des Unternehmenswertes existieren zwei wesentliche Einflussgrößen im DCF-Ansatz. Dies sind die Einzahlungsüberschüsse, dargestellt durch eine gewählte Cashflow-Größe, und der Endwert der Unternehmung, der Terminal Value. Die Cashflows werden auf vielfältige Weise, dem jeweiligen Zweck entsprechend, berechnet. Ähnliches gilt für die Bestimmung des Terminal Value. Nachdem die Cashflows für die

⁸⁰⁵ Vgl. MOCKLER, M. (2009), S. 239.

⁸⁰⁶ Vgl. SEPPELFRICKE, P. (2020), S. 146 f.

⁸⁰⁷ Vgl. WEHMEIER, W. (2008), S. 19.

⁸⁰⁸ Eigene Darstellung in Anlehnung an SEILER, Y./STAUBER, J. (2003), S.119.

ersten Jahre prognostiziert werden, werden die darüberhinausgehenden Jahre diskontiert und gehen als ewige Rente bzw. als Terminal Value in die Gesamtrechnung ein.⁸⁰⁹

Ein Endwert wird aber erst beachtlich, wenn das Ende einer Unternehmung naht. In einem Projekt mag das darstellbar sein oder mit dem Ablauf eines Patentes absehbar, die Geschäftstätigkeit einer gewöhnlichen Unternehmung findet allerdings kein zwangsläufiges altersbedingtes Ende.⁸¹⁰ So finden sich beispielsweise japanische Hotels, die angeblich seit mehr als 1.300 Jahren betrieben werden,⁸¹¹ oder die deutsche Brauerei Weihenstephan, die auf immerhin knapp 1.000 Jahre Teilhabe an der Wirtschaft zurückblicken kann.⁸¹²

Im Deutschen Aktienindex, dem DAX 40,⁸¹³ wurzelt das älteste Unternehmen im 17. Jahrhundert, als Friedrich Jakob Merck eine Apotheke in Darmstadt übernahm und so den ersten Schritt in der Geschichte des heutigen gleichnamigen weltweit tätigen Pharma- und Chemiekonzerns ging.⁸¹⁴

Beim Rückgriff auf die Modelle der DCF-Bewertung müssten konsequenterweise die freien Cashflows bis ins Unendliche geschätzt werden, was in der Realität aber nicht umgesetzt werden kann. Eine explizite Schätzung der künftigen Einzahlungsüberschüsse findet für die nächsten fünf bis zehn Jahre statt.⁸¹⁵ Alle weitergehenden Zahlungen werden im Endwert der Unternehmung abgebildet, dem Terminal Value. Die Abstellung auf eine unbegrenzte Lebensdauer führt bei den DCF-Verfahren zu einer leichten modellbedingten Überhöhung des Unternehmenswertes, der aber als nachrangiger Fehler vernachlässigt werden kann.⁸¹⁶

Bei einer längerfristigen Untersuchung könnten Zahlungen, die mehr als 25 oder 30 Jahre in der Zukunft liegen auch vernachlässigt werden, da die Barwerte dann bereits gegen

⁸⁰⁹ Vgl. ERNST, D./ SCHNEIDER, S./ THIELEN, B. (2017), S. 27.

⁸¹⁰ Vgl. N.N. (2004), S. 134 f.

⁸¹¹ Vgl. ALLEN, J. (2013), S. 1.

⁸¹² Vgl. MERTENS, C. (2009), S. 53.

⁸¹³ Stand 14.05.2022.

⁸¹⁴ Vgl. SCHOLTYSECK, J./ BURHOP, C./ KIBENER, M. (2018), S. 6.

⁸¹⁵ Vgl. FRÜHLING, V. (2004), S. 714.

⁸¹⁶ Vgl. HÜTTICHE, T./ SCHMID, F. (2020), S. 366.

Null streben. Ein über 30 Jahre bei 10 % diskontierter Euro hat einen Barwert von gerade einmal 6 Eurocent.⁸¹⁷

4.4.1 Kalkulation des operativen Free Cashflow

Weitergehend bildet der operative Cashflow einer Unternehmung die Zahlungsüberschüsse ab, welche aus der laufenden Geschäftstätigkeit erwirtschaftet werden. Erfasst werden alle in einer definierten Periode erwirtschafteten liquiden Mittel. Der operative Cashflow beinhaltet all jene Zahlungsströme, welche dem Zweck der Unternehmung dienen bzw. aus der unmittelbaren Leistungserbringung erwachsen. Die Daten aus dem Jahresabschluss werden um Vorjahresdaten ergänzt, die mit angepassten Abschreibungen und Rückstellungen des Umlaufvermögens eingerechnet werden.⁸¹⁸

Das EBIT bildet die Grundlage für die Berechnung des operativen Cashflows als fundamentales Element im Entity-Ansatz. Das EBIT entspricht dabei dem operativen Ergebnis vor Zinsen und Steuern.⁸¹⁹

Das EBIT wird um die adaptierten Steuern bereinigt. Adaptierte Steuern sind dabei eine kalkulatorische Größe. Kalkulatorische Größen können nicht aus der GuV gewonnen werden. Beschrieben wird z. B. die Differenz zur Steuerbelastung der Unternehmung, wenn dort kein Fremdkapital Einsatz finden würde und es ebenso keinerlei Aufwendungen oder Erträge aus nicht betriebsnotwendigem Kapital geben würde. Das Ergebnis dieser Bereinigung des EBIT ist der NOPLAT.⁸²⁰

Der Net Operating Profit Less Adjusted Taxes entspricht dem deutschen Geschäftsergebnis abzüglich angepasster Steuern.⁸²¹

⁸¹⁷ Vgl. PINDYCK, R./RUBINFELD, D. (2009), S. 15.

⁸¹⁸ Vgl. WREDE, N. (2009), S. 22 f.

⁸¹⁹ Vgl. BINDER, B. (2017), S. 54.

⁸²⁰ Vgl. ZIEMER, F. (2018), S. 114.

⁸²¹ Vgl. HAYN, M./BASSEMIR, M. (2020), S. 238.

Berechnung operativer Free Cashflow	
	EBIT (operatives Ergebnis vor Zinsen und Steuern)
-	Adaptierte Steuern
=	NOPLAT (operatives Ergebnis vor Zinsen und nach adaptierten Steuern)
+	Abschreibungen
+	Erhöhung/ Reduktion der Rückstellungen
=	Operativer Brutto-Cashflow
-	Investitionen in das Anlagevermögen
-	Erhöhung/ Reduktion des Working Capital
=	oFCF (operativer Free Cashflow)

Tabelle 4: Berechnung operativer Free Cashflow⁸²²

Im weiteren Verlauf der indirekten Ermittlung wird der NOPLAT um die Abschreibungen und die Entwicklung der Rückstellungen angepasst. Ebenfalls abgezogen werden sämtliche nicht liquiditätswirksamen Erträge. Das Ergebnis ist der Brutto-Cashflow. Der Brutto-Cashflow repräsentiert den Wert, auf den eine Unternehmung für Investitionszwecke oder zur Ertragsverwendung zurückgreifen kann.⁸²³

Wird im weiteren Verlauf der Brutto-Cashflow um die Investitionen in das Anlagevermögen und die Veränderung des Working Capitals bereinigt, dann ist das Ergebnis der operative Free-Cashflow. Die Veränderung des Working Capitals und die Investitionen in das Anlagevermögen bilden das Netto-Umlaufvermögen.⁸²⁴

Wird das Umlaufvermögen um die unverzinslichen kurzfristigen Verbindlichkeiten und die nicht-betriebsnotwendigen liquiden Zahlungsmittel nebst den Wertpapieren im Umlaufvermögen reduziert, ergibt sich das Working Capital. Forderungen aus Lieferung und Leistung, Lagerbestände und die betriebsnotwendigen liquiden Mittel bleiben Bestandteil des Working Capitals.⁸²⁵

⁸²² Vgl. Eigene Darstellung in Anlehnung an WÖLTJE, J. (2017), S. 231.

⁸²³ Vgl. ADERS, C./ BALLWIESER, W. (2019), S. 219.

⁸²⁴ Vgl. ZIEMER, F. (2018), S. 113 f.

⁸²⁵ Vgl. PASSARDI, M/ RUPP, M. (2020), S. 93.

Wird das Working Capital periodengerecht untersucht und die Veränderung abgebildet, so kann aus dem Ergebnis abgeleitet werden, wie intensiv ein Unternehmen in das jeweilige Netto-Umlaufvermögen investiert oder eben desinvestiert hat. Das Ergebnis stellt Veränderungen des Geldvermögens dar.⁸²⁶

Die Beschreibung des Working Capital entspricht der Definition des Working Capital im weiteren Sinne,⁸²⁷ auf welche in dieser Arbeit abgestellt wird. Alternativ dazu findet sich in der Literatur eine Definition zum Working Capital im engeren Sinne, welche Vorratsvermögen, die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen bereinigt um geleistete Anzahlungen und die Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen beinhaltet.⁸²⁸

4.4.2 Das Zwei-Phasenmodell der Detailprognoseperiode und der Prognosephase

Der operative Free-Cashflow wird im Rahmen der individuellen Cashflow-Planung des Unternehmens ermittelt.⁸²⁹ Die Planung der Unternehmung im Rahmen des Zwei-Phasenmodells zerfällt in zwei Detaillierungsgrade.⁸³⁰ Das Zwei-Phasenmodell bildet dabei die Grundlage, es basiert auf einer maximal drei- bis fünfjährigen Detailprognoseperiode und wird gefolgt von einer weitergehenden höchstens achtjährigen Prognosephase.⁸³¹

Für die Periode der Detailprognoseplanung erstellt das Unternehmen eine konkrete Cashflow-Planung, ausgehend von den vorliegenden Unternehmensplanungen oder einem Businessplan, und gleicht diese Planungen mit den konjunkturellen Realitäten ab.⁸³² Dabei ist eine ausführliche Planung notwendig, welche auf konkretisierten Gewinn- und Verlustrechnungen, den Kapitalflussrechnungen und den Planbilanzen basiert. Sobald der hohe Detaillierungsgrad im Rahmen der Unternehmenssteuerung nicht mehr wirtschaftlich sinnvoll darstellbar ist, wird der weitere Planungsraum als eher oberflächlichere Prognosephase behandelt.⁸³³

⁸²⁶ Vgl. NIPPEL, P. (2020), S. 147.

⁸²⁷ Vgl. DECKER, L. (2015), S. 71 ff.

⁸²⁸ Vgl. COENENBERG, A./ HALLER, A./ SCHULTZE, W. (2018), S. 216 ff.

⁸²⁹ Vgl. KREITSCHMANN, D./ TILLER, H./ CARSTENSEN, B. (2012), S. 278.

⁸³⁰ Vgl. NOEVER, M./ SCHAUMANN, K./ SCHÖLZEL, S./ WARM, S. (2020), S. 2083.

⁸³¹ Vgl. ADERS, C./ BALLWIESER, W. (2019), S. 214 f.

⁸³² Vgl. BEHLING, K. (2019), S. 1040.

⁸³³ Vgl. GEORG, S./ SESLER, S. (2020), S. 21 f.

Die zeitliche Dimension der Detailplanungsphase wirkt sich nicht unmittelbar auf den Unternehmenswert aus. Der Planungshorizont erreicht damit nicht den Stellenwert, den die Wachstumsrate oder die Kapitalkosten einnehmen. In der Praxis umfasst die Länge der Detailplanungsphase fünf Jahre. Je weiter die Detailplanungsperiode in die Zukunft reicht, desto eher wird eine Anpassung der Annahmen notwendig. Der Umfang notwendiger Korrekturen oder die Folgen für den Unternehmenswert sind uneinheitlich bzw. wirken sich unterschiedlich stark aus.⁸³⁴

Ist das zu bewertende Unternehmen in einem dynamischen Markt mit starkem Wachstum aktiv, so kann die Validität der Planung erhöht werden, indem eine weitere modifizierte Detailplanungsphase in einem Drei-Phasenmodell dem Terminal Value vorangestellt wird.⁸³⁵

Eine Verkürzung der Detailplanungsphase in einer Wachstumsphase der Unternehmung hat einen beachtlichen Einfluss auf den Unternehmenswert, da ein anderer Cashflow festgeschrieben wird. Die starke Wirkung des Terminal Values auf den Unternehmenswert ist ein Schwachpunkt der DCF-Verfahren.⁸³⁶

Dient die Prognoseplanung während der Krise gleichzeitig als Fortbestehensprognose, so ist zu prüfen, ob das Unternehmen fortgeführt werden kann oder ob ein Insolvenzantrag zu stellen sein wird. Die Fortbestehensprognose als reine Prüfung der Zahlungsfähigkeit ist im Rahmen der Finanzplanung zu erstellen, aber aus weiteren Perspektiven zu begründen.⁸³⁷

Anhand der Prognosen können Problemfelder erkannt und verfolgt werden. Eine hohe Fremdkapitalquote könnte auf eine erhöhte Insolvenzgefahr hinweisen, solange mit der hohen Verschuldung nicht eine entsprechende Rentabilität einhergeht.⁸³⁸ Die Kombination von Aussagen der Prognosemodelle sind bei der Krisenvermeidung und im weiteren Verlauf der Sanierungsplanung hilfreich.⁸³⁹

⁸³⁴ Vgl. DREFKE, S. (2016), S. 75.

⁸³⁵ Vgl. DRUKARCZYK, J./SCHÜLER, A. (2015), S. 144.

⁸³⁶ Vgl. LORENZ, M. (2009), S. 133.

⁸³⁷ Vgl. GROß, P. (2005), S. 1862 f.

⁸³⁸ Vgl. MUCHE, T. (2007), S. 387.

⁸³⁹ Vgl. BAETGE, J. (2002), S. 2281.

4.4.3 Kalkulation des Terminal Value

Alle Cashflows, die nicht innerhalb der Detailplanung erfasst werden, werden durch den Terminal Value abgebildet. Die weitere Prognosephase wird als Restwert, Endwert oder als Fortführungswert, also als Terminal Value abgebildet. Er wird so zum Platzhalter aller unberücksichtigten künftigen diskontierten Cashflows.⁸⁴⁰

Der relative Anteil des Terminal Value am Gesamtwert der Unternehmung kann dabei hoch ausfallen. Das gilt für Unternehmen in der Krise ebenso wie für Start-up-Unternehmen. In beiden Fällen ist eine beachtliche Gewichtung des Terminal Value üblich, da in diesen extremen Lebensphasen einer Unternehmung regelmäßig keine positiven Einzahlungsüberschüsse erwirtschaftet werden. Der Anteil des Terminal Value am Unternehmenswert erreicht in diesen Fällen durch die Kompensation negativer Barwerte nicht selten mehr als 100 % des ausgewiesenen Unternehmenswertes.⁸⁴¹

Eine feste Bindung und strenge Umsetzung des Modells ist nicht notwendig und auch nicht immer zielführend. Denkbar ist auch eine Lösung, in der die nächsten Jahre genau und die darauffolgenden Jahre gröber kalkuliert werden, um den Einfluss des Terminal Value auf den Wert der Unternehmung kleinzuhalten.⁸⁴²

Im Zwei-Phasenmodell der DCF-Modelle ergibt sich der Wert der Unternehmung aus der Summe der Barwerte der Cashflows der Detailprognoseperiode, gemehrt um den Barwert des Terminal Value.⁸⁴³

Werden Unternehmen in der Reifephase des Unternehmenslebenszyklus untersucht, so beträgt der Wert des Terminal Value am Gesamtwert der Unternehmung üblicherweise weniger als 3 %.⁸⁴⁴

⁸⁴⁰ Vgl. KREYER, F. (2009), S. 32.

⁸⁴¹ Vgl. KUHNER, C./MALTRY, H. (2013), S. 747 ff.

⁸⁴² Vgl. HÜRLIMANN, C. (2019), S. 55.

⁸⁴³ Vgl. LODERER, C./JÖRG, P./PICHLER, K./ZGRAGGEN, P. (2010), S. 273 ff.

⁸⁴⁴ Vgl. HAWAWINI, G./VIALLET, C. (2010), S. 416.

Im Rahmen kleiner Anpassungen der Wachstumsrate g kann der Wert der Unternehmung über den Terminal Value direkt beeinflusst werden. Änderungen der unterstellten Wachstumsrate lassen im positiven Fall den Wert der Unternehmung steigen und ihn im negativen Fall den Wert der Unternehmung sinken.⁸⁴⁵

Die für die Bewertung relevanten Cashflows, werden entweder mit der Wachstumsrate g ihr Wachstum fortsetzen oder ein gleichbleibendes Niveau wahren. Der Terminal Value wird dargestellt durch:

$$TV = \frac{CF_{TV}}{(i - g)}$$

mit

TV	=	Terminal Value
g	=	Wachstumsrate
CF_{TV}	=	bewertungsrelevante Cashflows

Der CF_{TV} ist dabei die normalisierte Höhe des bewertungsrelevanten Cashflows im ersten Jahr nach der Detailprognosephase.⁸⁴⁶

Aus der Fokussierung auf den Entity-Ansatz ergibt sich der FCF als relevanter Cashflow.⁸⁴⁷ Die angemessene Bestimmung der normalisierten Cashflows ist signifikant für die weitere Berechnung, da bei Rückgriff auf DCF-Verfahren der Terminal Value einen beachtlichen Anteil am Gesamtwert der Unternehmung haben wird.⁸⁴⁸

Die Bestimmung des Terminal Values darf nicht dadurch vereinfacht werden, dass der letzte in der Detailprognosephase ermittelte Cashflow in die Zukunft fortgeschrieben wird.⁸⁴⁹ Aus der Logik einer Wachstumsrate kann abgeleitet werden, dass das Wachstum der Unternehmung perspektivisch kleiner werden wird und ein geringer Anteil des Unternehmensergebnisses investiert werden muss.⁸⁵⁰ Bleiben die Investitionsquoten mit

⁸⁴⁵ Vgl. LODERER, C./ JÖRG, P./ PICHLER, K./ ZGRAGGEN, P. (2010), S. 273 ff.

⁸⁴⁶ Vgl. KRANEBITTER, G./ MAIER, D. (2017), S. 464 f.

⁸⁴⁷ Vgl. BEINERT, C. (2003), S. 194.

⁸⁴⁸ Vgl. BARKLEY, T. (2020), S. 166.

⁸⁴⁹ Vgl. SAMONAS, M. (2015), S. 131 ff.

⁸⁵⁰ Vgl. SCHOPPE, S. (2010), S. 44 f.

Blick auf das Working Capital und das Anlagevermögen in der Planung unverändert, so wird in der Folge das reale Unternehmen zu hoch bewertet. Für die Prognosephase aus dem Zwei-Phasenmodell gilt gewöhnlich eine Gleichgewichtsannahme. Die Gleichgewichtsannahme unterstellt exemplarisch ein konstantes Verhältnis von Umsatz zu EBIT oder eine konstante Wachstumsrate g der Unternehmung.⁸⁵¹

Die Wachstumsrate g darf aufgrund der langfristigen Sichtweise nicht zu optimistisch gewählt werden. Bei den Praktikern hat es sich bewährt, eine von der Unternehmung selbst losgelöste Betrachtung zu wählen und die Wachstumsrate g aus dem langfristigen Wachstum der Branche oder einer Peer-Group abzuleiten. In der Praxis werden für Unternehmen in der Reifephase für g Wachstumsraten zwischen 0 % und 1 % gewählt.⁸⁵²

Unternehmen in einer Sanierung streben wesentlich höhere Wachstumsraten an. Die geforderten größeren Wachstumsraten ergeben sich aus dem Leitbild der sanierten Unternehmung, das im IDW S6 eingeführt wurde. Ein Bestandteil dieses Leitbilds sind branchenübliche Rentabilitätsziele, die nur durch deutliche Wachstumsraten wieder erreicht werden können.⁸⁵³ Ein Beispiel dafür ist die Implantate AG, die nach erfolgreicher Sanierung im Jahr 2020 ein Umsatzwachstum von 30 % und ein um 84 % verbessertes EBITDA für das Jahr 2021 auswies.⁸⁵⁴

4.4.4 Ermittlung der geforderten Rendite der Eigenkapitalgeber

Die erwarteten Zahlungsströme bei einer Unternehmensbewertung sind im Allgemeinen unsicher, das gilt umso stärker im Fall einer Krise.⁸⁵⁵ Die prognostizierten Cashflows sind als ein Erwartungswert zu interpretieren, die der Eigenkapitalgeber mit Einzahlungsüberschüssen verbindet, welche ihm nach der Überwindung der Krise zur Verfügung stehen werden. Eine Diskontierung, die lediglich den Basiszinssatz einbezieht, kann zu einer Fehlbewertung des Unternehmens führen. Zur Sicherung der direkten Vergleichbarkeit

⁸⁵¹ Vgl. ERNST, D./ SCHNEIDER, S./ THIELEN, B. (2017), S. 39 ff.

⁸⁵² Vgl. KRANEBITTER, G./ MAIER, D. (2017), S. 463.

⁸⁵³ Vgl. BREMEN, M. (2014), S. 137.

⁸⁵⁴ Vgl. aap IMPLANTATE AG, WPKN A3H210 (2022).

⁸⁵⁵ Vgl. BALLWIESER, W./ HACHMEISTER, D. (2016), S. 16.

zwischen dem risikolosen Zinssatz und dem Bewertungsobjekt muss daher der Kapitalkostensatz um eine Risikoprämie erhöht werden.⁸⁵⁶

4.4.5 CAPM

Die Risikoprämie kann durch zwei unterschiedliche Verfahren ermittelt werden. Zunächst kann durch einen individualistischen Ansatz der zukünftige Cashflow auf Basis der individuellen Risikopräferenzen der Eigenkapitalgeber bewertet werden. Hierzu müssten jedoch die individuellen Risikonutzenfunktionen der Eigenkapitalgeber bekannt sein, was in der Realität regelmäßig ausgeschlossen ist.⁸⁵⁷ Hilfsweise basieren DCF-Verfahren auf dem kapitalmarktorientierten Ansatz zur Bewertung unsicherer Cashflows. Diese leiten die Risikoprämie anhand von Marktdaten ab. Voraussetzung für diese Ableitung ist eine Vorstellung darüber, wie sich dieses Risiko bepreisen lässt. Hierfür greifen die DCF-Verfahren meist auf das Capital Asset Pricing Model (CAPM) zurück.⁸⁵⁸

Dieses von William Sharpe⁸⁵⁹ als Weiterentwicklung des Portfoliomodells von Harry M. Markowitz⁸⁶⁰ entwickelte Modell soll die Preisbildung auf dem Kapitalmarkt für risikobehaftete Kapitalanlagen erklären⁸⁶¹

Im Sinne der Portfoliotheorie hängt die Investitionsentscheidung eines Individuums von der zukünftigen Rendite und dem damit verbundenen Risiko ab.⁸⁶² Als Risiko wird nicht nur eine negative Abweichung, sondern auch eine positive Abweichung vom Erwartungswert des zukünftigen Cashflows verstanden. Die Bemessung des Risikozuschlags richtet sich danach, wie hoch die Unsicherheit der zukünftigen Erträge eingestuft wird.⁸⁶³ Das Risiko ist als Standardabweichung der Rendite definiert, die zukünftige Rendite wird als Erwartungswert interpretiert.⁸⁶⁴

⁸⁵⁶ Vgl. PANKOKE, T./ PETERSMEIER, K. (2009), S. 108.

⁸⁵⁷ Vgl. REICHLING, P./ SPENGLER, T./ VOGT, B. (2006), S. 764.

⁸⁵⁸ Vgl. BALLWIESER, W. (2020), S. 271 f.

⁸⁵⁹ Vgl. SHARP, W. F. (1964), S. 425 ff.

⁸⁶⁰ Vgl. MARKOWITZ, H. (1952), S. 77 ff.

⁸⁶¹ Vgl. MONDELLO, E. (2017), S. 70.

⁸⁶² Vgl. PANKOKE, T./ PETERSMEIER, K. (2009), S. 111.

⁸⁶³ Vgl. WOHLBERG, H. (2018), S. 589.

⁸⁶⁴ Vgl. PANKOKE, T./ PETERSMEIER, K. (2009), S. 111.

Im CAPM ergibt sich die Rendite einer Anlage in Abhängigkeit vom Risiko. Dem CAPM liegen die restriktiven Annahmen des vollständigen Kapitalmarktes zugrunde. Es besteht im Modell des vollständigen Kapitalmarktes die Möglichkeit, zum risikolosen Zinssatz unbeschränkt Kapital aufzunehmen und anzulegen. Daneben sind alle am Kapitalmarkt gehandelten Wertpapiere unendlich teilbar und deren Menge ist exogen vorgegeben. Der Markt ist informationseffizient und alle Informationen stehen kostenlos zur Verfügung. Es existieren keinerlei Beschränkungen, Transaktionskosten oder Steuern. Die Wirtschaftssubjekte verfügen über identische Erwartungen bezüglich der Standardabweichungen und Kovarianzen der Wertpapierrenditen.⁸⁶⁵

Die zum Verständnis des CAPM wichtigste Annahme ist, dass sich alle Anleger risikoavers verhalten und den Erwartungswert des Risikonutzens ihres Vermögens maximieren wollen.⁸⁶⁶ Risikoavers bedeutet, dass ein Anleger bei zwei Anlagealternativen nur die risikoreichere wählen wird, wenn diese auch eine höhere Rendite verspricht. Der Investor wählt ausschließlich effiziente Portfolios. Effizient ist ein Portfolio, wenn bei gegebenem Risiko eine maximale Rendite erwartet werden kann oder bei gegebenen Renditeerwartungen ein minimales Risiko herrscht.⁸⁶⁷

Die Grundaussage des CAPM besteht darin, dass die Rendite einer Anlage im CAPM aus zwei Komponenten besteht, auf der einen Seite aus der Rendite einer risikolosen Anlage und auf der anderen Seite der Risikoprämie für die Übernahme des Risikos dieser speziellen Anlage. Dieses Kalkül ist äquivalent zu der Risikoäquivalenz zwischen Basiszinssatz und zu bewertenden Unternehmen.⁸⁶⁸

4.4.6 Systematisches und unsystematisches Risiko

Das CAPM unterteilt das Risiko eines Wertpapiers in die beiden Kategorien, die für die Schwankungen der Zahlungsströme verantwortlich sind. Das systematische Risiko beschreibt die Schwankungen der Rendite des Wertpapiers, die sich bei Schwankungen der Rendite des Gesamtmarkts ergeben.⁸⁶⁹ Dies umfasst alle exogenen Faktoren, die dem generellen gesamtwirtschaftlichen und politischen Umfeld zugeschrieben werden können.

⁸⁶⁵ Vgl. HÜPER, S. (2019), S. 17 f.

⁸⁶⁶ Vgl. ARROW, K. (1971), S 24 ff.

⁸⁶⁷ Vgl. DÖRSCHEL, A./ FRANKEN, L. / SCHULTE, J. (2012), S. 21.

⁸⁶⁸ Vgl. PANKOKE, T. / PETERSMEIER, K. (2009), S. 112.

⁸⁶⁹ Vgl. HÜPER, S. (2019), S. 19.

Die hierunter fallenden Einflüsse, wie beispielsweise Wechselkursschwankungen, Konjunkturschwankungen oder Steuerreformen, haben beachtliche Bedeutung für in der Krise besonders sensible Unternehmen.⁸⁷⁰ Diese exogenen Krisenauslöser oder Krisenverstärker fallen unter ein allgemeines Marktrisiko, da sie alle Unternehmen in einer Volkswirtschaft betreffen.⁸⁷¹

Das unsystematische Risiko beeinflusst die Rendite des Wertpapiers unabhängig von den Schwankungen des Gesamtmarktes.⁸⁷² Hierunter werden alle einzelwirtschaftlichen Einflussfaktoren zusammengefasst. Hierzu zählen beispielsweise die Positionierung des Unternehmens im Wettbewerb, der Grad der Abhängigkeit des Unternehmens von Lieferanten und Banken, die Qualität des Managements oder der Grad der gegenwärtigen Unternehmenskrise.⁸⁷³

Das unsystematische Risiko in einem Portfolio kann theoretisch durch Diversifizierung einer Anlage aufgelöst werden. Spiegelt das Portfolio alle im Markt befindlichen Anlagemöglichkeiten, so gleichen sich positive und negative Schwankungen der Wertpapiere aus. Wenn die Risikoprämie anhand des CAPM hergeleitet wird, findet das unsystematische Risiko keine Berücksichtigung.⁸⁷⁴

Die erwartete Rendite einer risikobehafteten Anlage nach dem CAPM definiert sich allgemein für ein Wertpapier durch:⁸⁷⁵

$$r_i = i + \beta (r_M - i)$$

mit	r_i	=	Erwartete Rendite einer risikobehafteten Anlage
	i	=	risikoloser Zins
	β	=	Betafaktor als Risikomaß für das systematische, marktbezogene Risiko des Unternehmens
	r_m		Rendite des Marktportfolios

⁸⁷⁰ Vgl. IDW (2008), Tz. 15, 167, 178.

⁸⁷¹ Vgl. KÜHN, M. (2020), S. 14.

⁸⁷² Vgl. HULL, J. (2016), S. 9.

⁸⁷³ Vgl. KNABE, M. (2012), S. 208.

⁸⁷⁴ Vgl. SHARPE, W. (1970), S. 91 ff.

⁸⁷⁵ Vgl. LOSBICHLER, H. (2015), S. 269.

Eine Problematik der Wertermittlung mittels DCF-Verfahren in der Unternehmenskrise liegt in der Herleitung des Diskontierungsfaktors. Eine Ermittlung der Betas mittels Regression aus Vergangenheitsdaten des zu bewertenden Krisenunternehmens ist in der Regel nicht ohne weiteres möglich, da diese Vergangenheitsdaten den Zeitraum vor der Krise abbilden, in dem das Unternehmen ein anderes Risikoprofil aufwies als zum Bewertungsstichtag. Erwartungswerte und Risikomaße können nicht aus der Vergangenheit in die Zukunft projiziert werden.⁸⁷⁶

Um ein Unternehmen in der Krise zu bewerten, kann als spezifische Risikoprämie jedoch nicht die Markttrisikoprämie unterstellt werden. Für die spezifische Risikoprämie eines Wertpapiers im CAPM ist der Risikobeitrag des Wertpapiers zum Risiko des gesamten Marktportfolios relevant. Das systematische Risiko im Markt ist nicht für jede Anlage gleich. Dieser individuelle Beitrag zum Marktisiko wird durch den Betafaktor repräsentiert.⁸⁷⁷ Er gibt die systematische Schwankungsbreite der Rendite des zu bewertenden Unternehmens im Verhältnis zur Schwankungsbreite der Markttrendite an und wird bestimmt als:⁸⁷⁸

$$\beta = \frac{\text{Cov}(r_i, r_m)}{\text{Var}(r_m)}$$

mit $\text{Var}(r_m)$ = Varianz des Marktportfolios
 $\text{Cov}(r_i, r_m)$ = relative Renditeentwicklung

Die Kovarianz $\text{Cov}(r_i, r_m)$ drückt die relative Renditeentwicklung des Wertpapiers im Verhältnis zur Renditeentwicklung des diversifizierten Marktportfolios aus.⁸⁷⁹ Das Produkt aus Betafaktor und Markttrisikoprämie ergibt dann die Risikoprämie des Wertpapiers, oder, bezogen auf die Unternehmensbewertung, die spezifische Risikoprämie des zu bewertenden Unternehmens.⁸⁸⁰

⁸⁷⁶ Vgl. GLEIBNER, W./WOLFRUM, M. (2008), S. 3 f.

⁸⁷⁷ Vgl. ERNST, D./SCHNEIDER, S./THIELEN, B. (2012), S. 58 ff.

⁸⁷⁸ Vgl. SHARPE, W. (1970), S. 91 ff.

⁸⁷⁹ Vgl. ISELBORN, M. (2017), S. 25.

⁸⁸⁰ Vgl. HÜPER, S. (2019), S. 21.

$\beta = 1 \rightarrow$ Einzelrendite entwickelt sich identisch zum Markt

$\beta > 1 \rightarrow$ Einzelrendite entwickelt sich überproportional zum Markt

$\beta < 1 \rightarrow$ Einzelrendite entwickelt sich unterproportional zum Markt

Das macht den Betafaktor zu einem Maß für das systematische Risiko eines Wertpapiers.

In der Praxis wird der Betafaktor eines Unternehmens unter Verwendung vergangenheitsbezogener Daten ermittelt. Das Beta für ein börsennotiertes Unternehmen als Teil des Marktportfolios wird aus den Vergangenheitsdaten durch eine Regressionsanalyse bestimmt.⁸⁸¹ Die relative Veränderung des Aktienkurses wird dabei als abhängige Variable und die relativen Änderungen des Vergleichsindex als erklärende Variable definiert. Der Regressionskoeffizient bildet dann das Beta für das jeweils betrachtete Wertpapier.⁸⁸²

Das systematische Risiko spaltet sich in zwei Komponenten: in das operative Geschäftsrisiko und dem Kapitalstrukturrisiko. Das Kapitalstrukturrisiko wird maßgeblich vom Verschuldungsgrad eines Unternehmens beeinflusst.⁸⁸³ Der Verschuldungsgrad hat Einfluss auf das Risiko für die Eigenkapitalgeber, da die operativen Überschüsse unter den Eigen- und Fremdkapitalgebern aufgeteilt werden müssen. Die Fremdkapitalgeber erhalten vertraglich fixierte Zins- und Tilgungszahlungen, die bei Ausschluss eines Insolvenzrisikos als risikolos anzusehen sind.⁸⁸⁴ Die Eigenkapitalgeber erhalten lediglich einen Residualanspruch in Höhe der nach Abzug der Fremdkapitalzinsen verbleibenden operativen Einzahlungsüberschüsse. In einem Zerschlagungsszenario wird der Residualanspruch gewöhnlich nicht befriedigt. Die Logik gebietet, dass solange es noch Residualerlöse gäbe, alle Fremdkapitalgeber befriedigt werden könnten und eine Zerschlagung von niemanden gefordert werden würde.⁸⁸⁵

⁸⁸¹ Vgl. DAMODARAN, A. (2002), S. 187.

⁸⁸² Vgl. DUFFI, D. (2001), S. 11 ff.

⁸⁸³ Vgl. SCHACHTNER, M. (2009), S. 17.

⁸⁸⁴ Vgl. WITT, P. (2019), S. 106.

⁸⁸⁵ Vgl. BRAUN, T. (2009), S. 186.

4.4.7 Leverage-Effekt

Bei einem Unternehmen in der Reifephase ist neben dem Eigenkapital auch das Fremdkapital nur bedingt ausfallgefährdet. In der Krisensituation gilt spätestens ab der Liquiditätskrise auch für das Fremdkapital ein Ausfallrisiko. Die Gefährdung des Kapitals verteilt sich nicht mehr nur auf die Eigenkapital-, sondern auch auf die Fremdkapitalgeber. Diese angepasste Risikoverteilung gilt es, in die Betaberechnung einzubinden.⁸⁸⁶

Die Renditeforderungen der Fremdkapitalgeber gegenüber der Krisenunternehmung werden durch Einbindung eines Risikoaufschlages höher, verglichen mit denen gegenüber einem Unternehmen mit höherer Bonität.⁸⁸⁷

Die Fremdkapitalgeber streben Informationen über das Risiko ihres Engagements auch während der Laufzeit des Kredites an und suchen nach Möglichkeiten, die wirtschaftliche Situation der Fremdkapitalnehmer abbilden zu können.⁸⁸⁸ Aus den öffentlichen und auch aus den quasi-öffentlichen Informationen,⁸⁸⁹ über die ein Fremdkapitalgeber verfügt, werden Finanzkennzahlen gebildet. Finanzkennzahlen sind bedingt geeignet, um aus den komplexen Informationen des Financial Reportings der Unternehmen überschaubare und prägnante Informationen zu bilden.⁸⁹⁰

Untersucht wird hier der Verschuldungsgrad der Unternehmung. Dazu wird das Eigenkapital der Unternehmung in eine relative Beziehung zum Fremdkapital in der Unternehmung gesetzt. Im grundlegenden Ansatz dient dabei das eingesetzte Eigenkapital als Haftungsmasse, aus der sich die Fremdkapitalgeber befriedigen können.⁸⁹¹ Da die Eigenkapitalkomponenten jedoch aus Bilanzwerten ermittelt werden und der Wegfall des Going Concern-Principles eine Bewertung auf der Basis von Gegenwartswerten verlangt, ist diese Finanzkennzahl im Krisenfall nicht belastbar. Ungeachtet dieser Schwäche bleibt der Verschuldungsgrad eine zentrale Kennzahl.⁸⁹²

⁸⁸⁶ Vgl. KNABE, M. (2012), S.75 f.

⁸⁸⁷ Vgl. HÖLSCHER, R./ HELMS, N. (2017), S. 222.

⁸⁸⁸ Vgl. YOUNG, D./ COHEN, J./ BENS, D. (2018), S. 1 f.

⁸⁸⁹ Vgl. ALLGÄUER, J./ LARISCH, M. (2011), S. 315.

⁸⁹⁰ Vgl. OSSOLA-HARING, C./ SCHLAGETER, A./ SCHÖNING, S. (2016), S. 112 f.

⁸⁹¹ Vgl. GUSERL, R/ PERNSTEINER, H. (2015), S. 215.

⁸⁹² Vgl. RAUSCHENBERG, F. (2017), S. 130 f.

Eine höhere Belastbarkeit der Informationen wird angestrebt, indem nicht sämtliche Informationen aus der Bilanz kritikfrei in die Berechnung übernommen werden. Bei der Betrachtung der Eigenkapitalpositionen im Nenner der Formel werden z. B. der Geschäfts- oder Firmenwert als immaterieller Wert oder ausstehende Kapitaleinlagen der Gesellschafter nicht herangezogen.⁸⁹³

Bei der Bestimmung des Fremdkapitals sind Mezzanine-Instrumente daraufhin zu untersuchen, ob sie die Kriterien eher für Fremd- oder für Eigenkapital erfüllen.⁸⁹⁴

Nicht eindeutig zuzuordnen sind exemplarisch vom Unternehmen selbst emittierte Wandelanleihen oder der Geschäfts- oder Firmenwert als Goodwill. Der Firmenwert als Goodwill wird aus drei Perspektiven betrachtet:

1. Originärer Firmenwert
2. Derivativer Firmenwert
3. Badwill

Weil der originäre Firmenwert einen selbst erstellten immateriellen Vermögensgegenstand darstellt, erhöht er den Unternehmenswert. Der immaterielle Vermögenswert kann nicht aus der Bilanz abgelesen werden, weil er einem Aktivierungsverbot unterliegt.⁸⁹⁵

Der derivative Firmenwert hingegen ist als Differenz aus dem Kaufpreis für die Unternehmung abzüglich der positiven Differenz aus dem um die Schulden geminderten Reinvermögens der Unternehmung zu bilden. Der derivative Firmenwert ist zu aktivieren.⁸⁹⁶

Während der Goodwill den Kaufpreisaufschlag für ein Unternehmen über die Bilanzwerte hinaus beschreibt, beschreibt der Badwill einen negativen Geschäfts- oder Firmenwert. In einer Krise wird der Goodwill keine Vermögensposition darstellen, sondern als

⁸⁹³ Vgl. GIERSBERG, J./VÖGTLE, M. (2007), S. 438 f.

⁸⁹⁴ Vgl. WAGNER, C. (2017), S. 13 f.

⁸⁹⁵ Vgl. § 248 Abs. 2 HGB.

⁸⁹⁶ Vgl. BORGMANN, M./DIERKES, S./KLOOCK, J. (2017), S. 264 f.

Badwill eine Korrekturposition zum Eigenkapital. Dieser Prüf- und Neubewertungsansatz ist auf sämtliche zweifelhaften Vermögenspositionen zu übertragen und anzuwenden.⁸⁹⁷

Die Kosten für das eingesetzte Kapital beeinflussen die Ergebnisse der DCF-Modelle. Die Verteilung der für die Eigen- und Fremdkapitalkosten unterstellten Rahmenbedingungen und deren Gewichtung durch Anpassungen der Kapitalstruktur beeinflussen den festgestellten Wert des Unternehmens.⁸⁹⁸

Der Unternehmenswert wird in all jenen Fällen sinken, in denen die Kosten für das Fremdkapital isoliert steigen. Erhöht sich der Anteil des Fremdkapitals, steigen die Gesamtkosten für das Fremdkapital. Der Gewinn wird jedoch nur in jenen Fällen geschmälert, in denen $r_{GK} < FK_i$ ist.⁸⁹⁹

Es ergibt sich folgender Zusammenhang zwischen der erwarteten Rendite auf das Eigenkapital und dem Verschuldungsgrad:⁹⁰⁰

$$r_{EK} = r_{GK} + (r_{GK} - FK_i) \cdot V$$

mit FK_i = Fremdkapitalzinssatz
 V = Verschuldungsgrad

Die Rendite des Eigenkapitals wird durch Änderungen des Verschuldungsgrads V maßgeblich beeinflusst. Dieser Leverage-Effekt bewirkt, dass solange die Gesamtkapitalrendite höher ist als der Fremdkapitalzinssatz aus einem höheren Verschuldungsgrad, eine höhere Eigenkapitalrendite resultiert. Es entsteht also mit höherem Verschuldungsgrad des Unternehmens eine größere Schwankungsbreite hinsichtlich der Rendite der Eigenkapitalgeber und somit ein größeres Risiko für diese.⁹⁰¹

Die Wirkung der zunehmenden Schwankungsbreite der Eigenkapitalrendite wird in den Fällen offensichtlich, in denen die Gesamtkapitalrendite der Unternehmung sinkt. Die

⁸⁹⁷ Vgl. THOMMEN J.P./ ACHLEITNER A.K./ GILBERT D./ HACHMEISTER D. (2020), S. 279 f.

⁸⁹⁸ Vgl. PELZER, S./ HAAS, S. (2014), S. 442.

⁸⁹⁹ Vgl. WAGNER, C. (2017), S. 55.

⁹⁰⁰ Vgl. PERRIDON, L./ STEINER, M./ RATHGEBER, A. (2017), S. 520 f.

⁹⁰¹ Vgl. THOMMEN J.P./ ACHLEITNER A.K./ GILBERT D./ HACHMEISTER D. (2020), S. 365.

Gesamtkapitalrendite der Unternehmung ist als leistungswirtschaftliches Risiko abhängig vom Fixkostenanteil und dem Auslastungsgrad.

Die Betrachtung des Leverage-Effektes führt zu einer weiteren Feststellung, denn der Effekt verdeutlicht, dass ein Unternehmen in der Ertragskrise bereits wirtschaftlich endgültig scheitern kann. Der Niedergang einer Unternehmung kann dann unvermeidlich werden, selbst wenn prinzipiell noch ein positiver Ertrag erwirtschaftet wird. Liegt hier der alleinige Auslöser der Krise, dann können auch allein schon finanzwirtschaftliche Maßnahmen die Krise beenden.⁹⁰²

Das unternehmensspezifische Risiko wird im Verlauf einer Krise zunehmen.⁹⁰³ Dies hat mehrere Gründe: Zum einen führt der meist erhöhte Verschuldungsgrad von Unternehmen in den späteren Phasen des Krisenverlaufs zu einer Erhöhung des Kapitalstrukturrisikos und damit zu einer Erhöhung des Betafaktors. Zum anderen wird das Beta durch das höhere operative Risiko von Unternehmen in Krisensituationen erhöht. Das aus diesen und weiteren Faktoren gestiegene unternehmensspezifische Risiko bewirkt eine erhöhte Renditeforderung der Eigenkapitalgeber und führt damit zu einem Ansteigen des Diskontierungsfaktors in der Krise.⁹⁰⁴ Wird das Beta also aus Vergangenheitsdaten des Unternehmens abgeleitet, so werden das Risiko der Eigenkapitalgeber und deren Renditeforderung tendenziell unterschätzt und die Bewertung führt zu einem zu hohen Unternehmenswert.⁹⁰⁵

Wird das Unternehmen regelmäßig durch eine Ratingagentur benotet, kann der Risikozuschlag auf den Zinssatz einer risikolosen Anlage auf Basis der Ratingnote berechnet werden. Das Kreditrating gibt eine Einschätzung ab, ob das Unternehmen in der Lage sein wird, die geforderten Zins- und Tilgungszahlungen zu leisten. Je besser die Ratingnote, umso niedriger das Ausfallrisiko. Aus einer guten Ratingnote resultiert für das Unternehmen aufgrund der geringen Ausfallwahrscheinlichkeit eine geringere Risikoprämie, also geringere Fremdkapitalkosten.⁹⁰⁶

⁹⁰² Vgl. LÄHN, M. (2013), S. 249.

⁹⁰³ Vgl. ZIEMER, F. (2017), S. 332.

⁹⁰⁴ Vgl. WOHLBERG, H. (2018), S. 589.

⁹⁰⁵ Vgl. DAMODARAN, A. (2018), S. 364.

⁹⁰⁶ Vgl. WINKEL, M. (2018), S. 33.

Unterbleibt eine Ratingprüfung, so kann der Fremdkapitalkostensatz versuchsweise über ein geratetes Vergleichsunternehmen abgeleitet werden.⁹⁰⁷ Das Verfahren kann an die Ableitung der Betas beim Eigenkapitalkostensatz angelehnt werden. Die Ableitung erfolgt innerhalb einer Peer-Group.⁹⁰⁸ Hierbei sind vor allem Vergleichsunternehmen relevant, die dem Krisenunternehmen hinsichtlich ihrer finanziellen Risikofaktoren gleichen. Von den Unternehmen, die als Vergleichsunternehmen herangezogen werden, lässt sich eine Ratingnote und damit ein Credit Spread übernehmen. Eine belastbare Peer-Group aus Unternehmen zu bilden, die sich alle in einer Krise befinden, scheint konstruiert. Der Versuch wird in der Realität scheitern. Während einer Unternehmenskrise wird die Ratingnote einen negativen Ausblick geben.⁹⁰⁹

4.4.8 Kapitalstruktur und Unternehmenswert

Die Annahmen von Modigliani und Miller bleiben bestehen, da das Risiko aus dem Leverage-Effekt keinen Einfluss auf die optimale Kapitalstruktur hat und die tatsächlichen Insolvenzkosten dominiert werden von steuerlichen Auswirkungen auf die optimale Kapitalstruktur.⁹¹⁰

In der Untersuchung der Bewertung von Vermögensgegenständen in Extremsituationen im Allgemeinen und bei Unternehmen in einer Krise im Speziellen zeigt sich die Diskrepanz zwischen der theoretischen Betrachtung der Kapitalstruktur einer Unternehmung und der praktischen Relevanz. Während die Kapitalstruktur im abgeschirmten Modell des vollkommenen Kapitalmarktes irrelevant ist, ist sie in der Realität von zentraler Bedeutung für die Sanierungsoptionen der Unternehmung.⁹¹¹

Die Implementierung eines möglichen Insolvenzrisikos in das Modell lässt keine spezifische Berücksichtigung von Insolvenzkosten auf Unternehmensebene zu, weil das Insolvenzrisiko als Risiko eines Zahlungsausfalls im Modell existiert.⁹¹²

⁹⁰⁷ Vgl. IDW (2014), Rz. 50.

⁹⁰⁸ Vgl. ZWIRNER, C./ZIMNY, M. (2018), S. 7.

⁹⁰⁹ Vgl. LODERER, C./JÖRG, P./PICHLER, K. et al. (2010), S. 169 ff.

⁹¹⁰ Vgl. PERRIDON, L./STEINER, M./RATHGEBER, A. (2017), S. 585.

⁹¹¹ Vgl. MODIGLIANI, F./MILLER, M. (1958), S. 278.

⁹¹² Vgl. ROBICHEK, A./MYERS, S. (1966), S. 727 ff.

Sollen im Modell Steuerzahlungen, Insolvenzzrisiken und Transaktionskosten abgebildet werden, so kann die These der Irrelevanz der Kapitalstruktur nicht aufrechterhalten werden.⁹¹³ In diesem Fall muss es für ein Unternehmen einen optimalen Verschuldungsgrad geben.⁹¹⁴

Wird als Basis ein unverschuldetes Unternehmen herangezogen, so steigt dessen Unternehmenswert mit der Aufnahme von Fremdkapital stetig an, solange $Ek_i > GK_i > FK_i$ gilt. Ursächlich ist dafür der steuermindernde Effekt der Fremdkapitalzinsen. Mit dem zunehmenden Verschuldungsgrad steigt jedoch auch das Insolvenzzrisiko und auf diesem Weg auch die Insolvenzkosten in Form von höheren Fremdkapitalkosten. Das Optimum der Verschuldung ist dann erreicht, wenn sich beide Wirkungen ausgleichen.⁹¹⁵

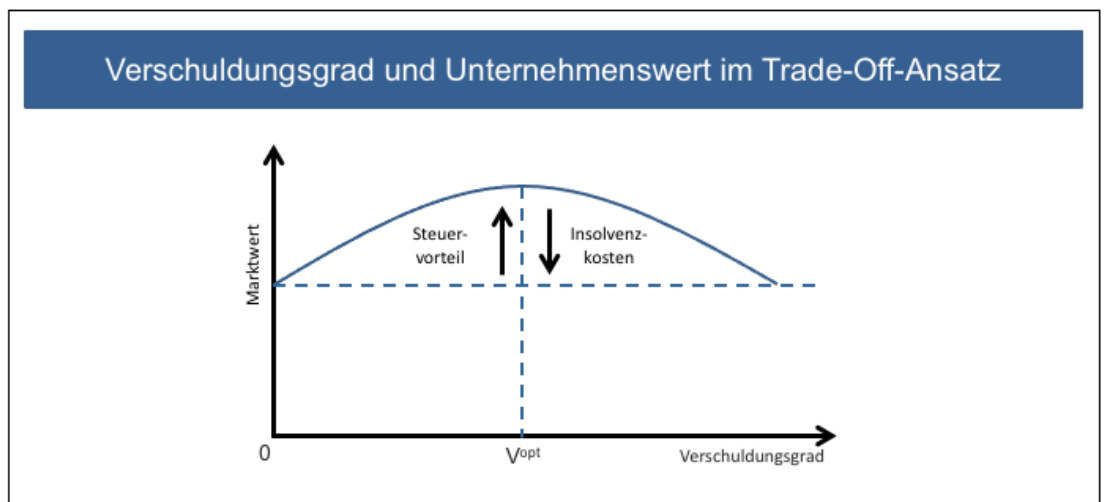


Abbildung 9: Verschuldungsgrad im Trade-Off-Ansatz⁹¹⁶

⁹¹³ Vgl. BAUMOL, W./ MALKIEL, B. (1967), S. 548 ff.

⁹¹⁴ Vgl. THOMMEN J.P./ ACHLEITNER A.K./ GILBERT D./ HACHMEISTER D. (2020), S. 367.

⁹¹⁵ Vgl. MYERS, S. (1984), S. 375 ff.

⁹¹⁶ Eigene Darstellung in Anlehnung an WAGNER, C. (2017), S. 62.

4.5 Ansätze zur Bewertung von Unternehmen in Krisenphasen

4.5.1 Modell von Knabe

Knabe untersucht „Die Berücksichtigung von Insolvenzrisiken in der Unternehmensbewertung“, indem er aus Perspektive der Eigenkapitalgeber eine Erwartung an eine unbegrenzte Lebensdauer und aus Perspektive der Fremdkapitalgeber ein bereits eingepreistes Insolvenzrisiko als Ausgangspunkt ermittelt.⁹¹⁷

Weil er den Wert einer Unternehmung in dem Nutzen sieht, den die Eigentümer heben können, zweifelt er die Berücksichtigung von Insolvenzrisiken der Eigenkapitalgeber bei der Wertermittlung an.⁹¹⁸

Der Ansatz kann mindestens in den Fällen angezweifelt werden, in denen den Eigenkapitalgebern das nahende Ende der eigenen Unternehmung bewusst ist. Den Herstellern von Produkten mit überholten Technologien, politisch nicht gewünschten Produkten oder Unternehmen, die in einem Kostenwettbewerb chancenlos sind, wählen regelmäßig eine Abschöpfungsstrategie. Diese Phase kann sich sehr wohl über einen langen Zeitraum hinziehen.

Weil die zukünftigen Cashflows als Wert eine unsichere Größe darstellen, setzt er an dieser Stelle an und integriert ein Insolvenzrisiko in den Erwartungswert zukünftiger Cashflows.⁹¹⁹

4.5.2 Modell von Friedrich

Das Modell von Friedrich (2015) basiert auf dem Modell von Kruschwitz/ Lodowicks/ Löffler (2005).⁹²⁰ Kruschwitz/ Lodowicks/ Löffler (2005) erkennen eine Schwierigkeit in der Bestimmung der Insolvenzkosten und umgehen das Problem, indem von Insolvenzkosten abstrahiert wird.

⁹¹⁷ Vgl. KNABE, M. (2012), S. 1 ff.

⁹¹⁸ Vgl. KNABE, M. (2012), S. 5 ff.

⁹¹⁹ Vgl. KNABE, M. (2012), S. 96 ff.

⁹²⁰ Vgl. KRUSCHWITZ, L./ LODOWICKS, A./ LÖFFLER, A. (2005), S. 221 ff.

Weiterhin gilt die Annahme in dem ursprünglichen Modell, dass die Investitions- und Abschreibungspolitik stets identisch sei. Da diese Annahme für unverschuldete, für verschuldete und sogar für insolvenzbedrohte Unternehmen gleichermaßen gilt, eine beachtliche Verzerrung.⁹²¹

Die Abschreibungspolitik sei unabhängig vom rechtlichen Status beständig und würde auch im Insolvenzfall nicht zu ändern sein. Auch unberücksichtigt der rechtlichen Entwicklung in der Insolvenzordnung, entfernt die Annahme das Modell von der Praxis.⁹²²

Weiter sei noch auf die Annahme verwiesen, die den Kapitalgebern homogene Erwartungen bezüglich der zukünftigen Brutto-Cashflows unterstellt.⁹²³

Kruschwitz/ Lodowicks/ Löffler (2005)⁹²⁴ wird ergänzt um einen weiteren Beitrag zur Lösung der Bewertung insolvenzbedrohter Unternehmen durch Gleißner⁹²⁵ auf der Vorüberlegung von Metz.⁹²⁶

$$EW_T = \frac{E_{T+1}(1-p)}{r+p}$$

mit:

EW	Ertragswert
T	Endzeitpunkt Detailplanungsphase
E	erwarteter Ertrag
r	risikoangepasster Zinsfuß
p	konstante Insolvenzwahrscheinlichkeit.

Bei einer Wachstumsrate $w > 0$ gilt:

$$EW_T = \frac{E_{T+1}(1-p)}{r-w+p(1+w)}$$

⁹²¹ Vgl. KRUSCHWITZ, L./ LODOWICKS, A./ LÖFFLER, A. (2005), S. 224.

⁹²² Vgl. KRUSCHWITZ, L./ LODOWICKS, A./ LÖFFLER, A. (2005), S. 224.

⁹²³ Vgl. KRUSCHWITZ, L./ LODOWICKS, A./ LÖFFLER, A. (2005), S. 225.

⁹²⁴ Vgl. KRUSCHWITZ, L./ LODOWICKS, A./ LÖFFLER, A. (2005), S. 221 ff.

⁹²⁵ Vgl. GLEIBNER, W. (2011), S. 12.

⁹²⁶ Vgl. METZ, V. (2007), S. 101.

Friedrich kritisierte an dem Ansatz folgende Punkte:

1. Wie gelangt man zu p ? Eine Ratingeinschätzung wäre nur zufällig richtig.
2. Wie wird der Erwartungswert zum Ertrag ohne Berücksichtigung von Insolvenzrisiken gebildet?
3. Wie wird r geschätzt, wenn im CAPM das Insolvenzrisiko bereits enthalten sein muss?
4. Wieso wächst der erwartete Ertrag ohne Insolvenzrisiko in der Fortführungsphase mit einer sicheren Wachstumsrate w ?⁹²⁷

Kruschwitz/ Lodowicks/ Löffler (2005) sahen hingegen bereits in ihrem Modell einen brauchbaren Ausgangspunkt und meinten für ein ausfallbedrohtes Unternehmen eine Bewertungsformel herleiten zu können, die der für ein nicht ausfallgefährdetes identisch ist. Es wird unterstellt, dass die Insolvenzgefahr keinen Einfluss auf den Wert der Unternehmung hat.⁹²⁸

Im Modell von Friedrich selbst wird zur Bewertung ein Discounted Cashflow Verfahren in den Mittelpunkt gestellt und die möglichen zukünftigen Ausprägungen werden über ein Binomialmodell mit den möglichen zukünftigen Zuständen oder der Insolvenzwahrscheinlichkeit gewichtet. Die Anwendbarkeit verschiedener DCF-Methoden in insolvenznahen Entscheidungssituationen haben Drukarczyk/ Schüler untersucht.⁹²⁹

Die weitere Entwicklung des Modells von Kruschwitz/ Lodowicks/ Löffler durch Friedrich basiert auf folgenden Annahmen:

- Arbitragefreie Bewertung
- Binomialmodell für Free Cashflows
- Subjektive Wahrscheinlichkeitsverteilung für erwartete Umweltzustände
- Lineare direkte und indirekte Insolvenzkosten
- Vereinfachende Besteuerungsannahmen bei Insolvenz
- Gegebene Investitionen
- Pfadabhängige Prüfung von Insolvenzrisiken

⁹²⁷ Vgl. BALLWIESER, W./ FRIEDRICH, T. (2015), S. 454.

⁹²⁸ Vgl. KRUSCHWITZ, L./ LODOWICKS, A./ LÖFFLER, A. (2005), S. 233 f.

⁹²⁹ Vgl. DRUKARCZYK, J./ SCHÜLER, A. (2015), S. 329 ff.

- Periodenweise Fremdkapitalaufnahme mit insolvenzrisikoangepassten Fremdkapitalzinssätzen.⁹³⁰

Friedrich verdeutlicht das Modell anhand eines vereinfachten Beispiels. Das Modellunternehmen verfügt über eine autonome Finanzierungspolitik, und die Lösung erfolgt mithilfe des Adjusted Present Value (APV)-Verfahrens.⁹³¹

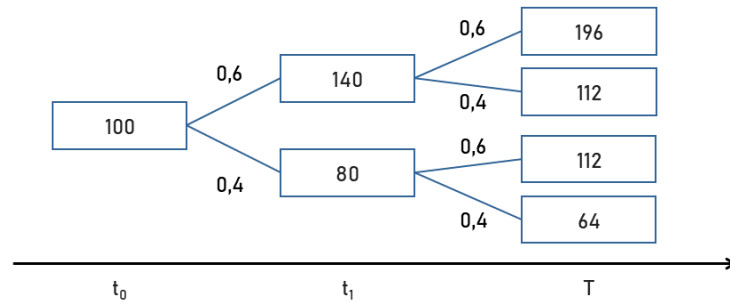


Abbildung 10: Exemplarische Cash-Flows in Ausgangslage⁹³²

Des dargestellten Cash-Flows gelten gleichermaßen für die verschuldete, wie auch für die unverschuldete Unternehmung.

Das Fremdkapital FK_t wird von einem anfänglichen Bestand von 100 zu Beginn ($t = 0$) mit 30 in Periode 1 und 70 in Periode 2 über den gesamten Planungszeitraum vollständig zurückgezahlt. Für das Unternehmen werden ein linearer Gewinnsteuersatz τ von 35%, Eigenkapitalkosten des unverschuldeten Unternehmens r_{EK}^U von 16% und ein risikoloser Zinssatz r_f von 5% angenommen. Der Parameter α beschreibt die direkten Insolvenzkosten und γ die indirekten Insolvenzkosten proportional abhängig vom erwarteten Free Cash Flow (FCF). Danach fallen direkte Insolvenzkosten $BC_{t,w}^D$ einmalig bei Eintritt von Insolvenz an.⁹³³

⁹³⁰ Vgl. BALLWIESER, W./FRIEDRICH, T. (2015), S. 454.

⁹³¹ Vgl. BALLWIESER, W./FRIEDRICH, T. (2015), S. 454.

⁹³² Vgl. eigene Darstellung in enger Anlehnung an BALLWIESER, W./FRIEDRICH, T. (2015), S. 454.

⁹³³ Vgl. BALLWIESER, W./FRIEDRICH, T. (2015), S. 455.

Parameter / t		T= 0,...,T
τ	Gewinnsteuersatz	35 %
r_{EK}^U	EK-Kosten des unverschuldeten Unternehmens	16 %
r_f	risikoloser Zins	10 %
α	direkte Insolvenzkosten	5 %
γ	indirekte Insolvenzkosten	5 %

Die Eigenkapitalgeber besitzen nach Friedrich in diesem Fall negative Zahlungsansprüche. Im Folgenden betrachtet Friedrich eine Kapitalgesellschaft. Die Eigenkapitalgeber unterliegen in diesem Beispiel keiner Nachschusspflicht.⁹³⁴

Insolvenz tritt im Modell ein, wenn die Cashflows des unverschuldeten Unternehmens zzgl. der Steuervorteile die vertraglich vereinbarten Zins- und Tilgungszahlungen unterschreiten.⁹³⁵

Unter diesen Annahmen kann das Kriterium für den Eintritt der Insolvenz nach Friedrich des zu bewertenden Objekts wie folgt formuliert werden:

$$FCF_{t,w}^U + \tau * r_{t-1,w}^{FK} * FK_{t-1} < r_{t-1,w}^{FK} * FK_{t-1} + FK_{t-1} - FK_t.$$
⁹³⁶

Unter Anwendung des obigen Insolvenzkriteriums zeigt sich bei der Bewertung der resultierenden Zahlungsüberschüsse ein Defizit in T = 2 im unteren Zweig des Binomialbaums:

$$64 + 0,35 * 0,1 * 70 < 0,1 * 70 + 70 - 0$$

$$66,45 < 77$$

$$66,45 - 77 = -10,55$$
⁹³⁷

⁹³⁴ Vgl. BALLWIESER, W./FRIEDRICH, T, (2015), S. 455.

⁹³⁵ Vgl. BALLWIESER, W./FRIEDRICH, T, (2015), S. 455.

⁹³⁶ Vgl. FRIEDRICH, T. (2015), S. 186 f.

⁹³⁷ Vgl. BALLWIESER, W./FRIEDRICH, T, (2015), S. 455.

Die Zahlungsüberschüsse nach Berücksichtigung von Zinsen, Tilgung und Steuern in den Zeit-Zustands-Kombinationen von $t = 1$ und $T = 2$ sind in der folgenden Abbildung veranschaulicht:⁹³⁸

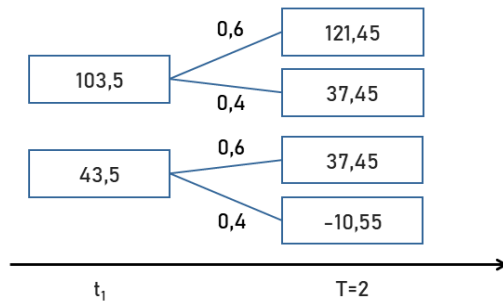


Abbildung 11: Exemplarische Berücksichtigung der Insolvenzkosten⁹³⁹

Die festgestellte Insolvenzgefahr zum Zeitpunkt $t = 1$ führt in $T = 2$ zu indirekten Insolvenzkosten $BC_{t,w}^I$, gemäß der obigen Gleichung und abhängig von den vorangegangenen Free Cash Flows (FCF). Diese belaufen sich bei den beiden unteren Zweigen des Binomialbaums in Abbildung 10 jeweils auf $0,05 \times 80 = 4$. Zusätzlich entstehen im untersten Zweig direkte Insolvenzkosten $BC_{t,w}^D$ nach der obigen Gleichung und abhängig vom FCF zum Zeitpunkt $t=0$, die sich auf $0,05 \times 100 = 5$ belaufen.

Nach Berücksichtigung dieser Kosten transformieren sich die Free Cash Flows von Abbildung 10 zu denen in Abbildung 12:

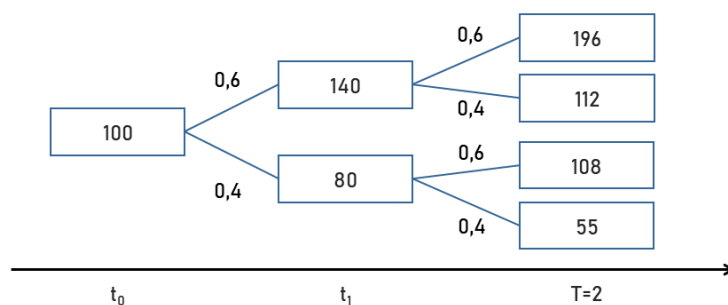


Abbildung 12: Exemplarische Berücksichtigung der Zins- und Tilgungszahlungen⁹⁴⁰

⁹³⁸ Vgl. BALLWIESER, W./FRIEDRICH, T. (2015), S. 455.

⁹³⁹ Vgl. eigene Darstellung in enger Anlehnung an BALLWIESER, W./FRIEDRICH, T. (2015), S. 455.

⁹⁴⁰ Vgl. eigene Darstellung in enger Anlehnung an BALLWIESER, W./FRIEDRICH, T. (2015), S. 455.

Um die Zins- und Tilgungszahlungen an die Fremdkapitalgeber zu ermitteln, traf Friedrich zunächst einige Annahmen:⁹⁴¹

Erstens nimmt Friedrich an, dass die Kredite jährlich neu aufgelegt werden. Des Weiteren nehmen die Fremdkapitalgeber ein Insolvenzrisiko in ihrem Zinssatz wahr. Sie fordern einen Fremdkapitalzinssatz $r_{t-1,w}^{FK,V}$ der sicherstellt, dass sie im Falle einer Insolvenz neben der risikolosen Verzinsung auch den Schuldenerlass erhalten. Dieser Fremdkapitalzinssatz übertrifft den risikolosen Zinssatz von 10%.

Zweitens wird angenommen, dass im Insolvenzfall die Ansprüche des Fiskus vorrangig sind.

Drittens wird im Insolvenzfall unterstellt, dass ein Schuldenerlass als Insolvenzgewinn in voller Höhe besteuert wird.⁹⁴²

Der Fremdkapitalzinssatz ergibt sich dann aus:

$$r_{t-1,w}^{FK,V} * FK_{t-1} = r_f * FK_{t-1} + (1 - q) * (FK_{t-1} - FK_t - R_{t,d})^{943}$$

In dieser Darstellung repräsentiert q die risikoneutrale Wahrscheinlichkeit für den positiven Umweltzustand, während $R_{t,d}$ die deterministische tatsächliche Tilgungszahlung bei Eintritt des negativen Umweltzustands in Periode t darstellt. Die risikoneutrale Wahrscheinlichkeit q wird durch folgende Gleichung bestimmt:

$$q = \frac{\frac{(1 + r_f) * [1 + E(g)]}{1 + r_{EK}^U} - d}{u - d}$$

und führt zu einem q als

$$q = \frac{\frac{(1 + 0,1) * [1 + 0,16]}{1 + 0,16} - 0,8}{1,4 - 0,8}$$

⁹⁴¹ Vgl. BALLWIESER, W./FRIEDRICH, T, (2015), S. 455.

⁹⁴² Vgl. BALLWIESER, W./FRIEDRICH, T. (2015), S. 456.

⁹⁴³ Vgl. BALLWIESER, W./FRIEDRICH, T, (2015), S. 456.

mit dem gesuchten Fremdkapitalzinssatz:

$$r_{t-1,w}^{FK,V} = \frac{0,1 * 70 + (1 - 0,5) - (70 - 0 - 9,85)}{70} = 0,5297. \text{ }^{944}$$

Der Rechnung folgend ergeben sich die Zins- und Tilgungszahlungen, dargestellt in der folgenden Abbildung.

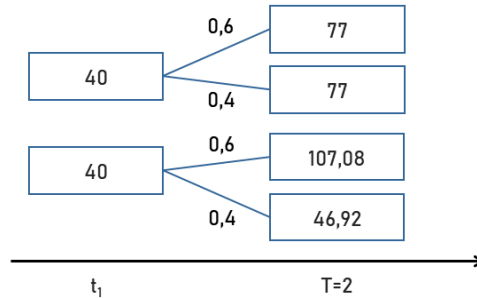


Abbildung 13: Exemplarische Berücksichtigung der Fremdkapitalbestände⁹⁴⁵

Die Zahlungen zum Zeitpunkt t=1 ergeben sich aus einem Fremdkapitalzins von 10% auf den Fremdkapitalbestand von 100 zum Zeitpunkt t=0 sowie einer Tilgung in Höhe von 30: $40 = 100 * 0,1 + 30$. Die Beträge von 77 in den beiden oberen Zweigen des Binomialmodells zum Zeitpunkt T=2 repräsentieren den Fremdkapitalbestand zum Zeitpunkt t=1 der sich aus $70 * 1,1$ ergibt. Die Beträge in den beiden unteren Zweigen weichen davon ab, da der Fremdkapitalzinssatz, der das Insolvenzrisiko berücksichtigt, 52,97% beträgt und ein Schuldenerlass beachtlich ist.⁹⁴⁶

Tritt in t keine Insolvenz ein gilt:

$$R_{t,w} + r_{t-1,w}^{FK} * FK_{t-1} = \frac{(1 + r_f) * FK_{t-1} - (FCF_{t,d}^L + FK_t) * (1 - q)}{q} - FK_t.$$

Die Insolvenz bleibt bei dem zweituntersten Umweltzustand in T=2 aus. Deshalb gilt:

$$70 + 0,5297 * 70 = \frac{(1 + 0,1) * 70 - (46,92 + 0) * (1 - 0,5)}{0,5} - 0$$

⁹⁴⁴ Vgl. BALLWIESER, W./FRIEDRICH, T, (2015), S. 456.

⁹⁴⁵ Vgl. eigene Darstellung in enger Anlehnung an BALLWIESER, W./FRIEDRICH, T, (2015), S. 455.

⁹⁴⁶ Vgl. BALLWIESER, W./FRIEDRICH, T, (2015), S. 456.

$$= 107,08.^{947}$$

Im Fall eines Eintritts der Insolvenz zum Zeitpunkt t erleiden die Fremdkapitalgeber einen Verlust, der sich als Differenz zwischen der erwarteten Tilgungszahlung $FK_{t-1} - FK_t$ und der tatsächlich geleisteten Tilgungszahlung $R_{t,w}$ ergibt. Die Zahlung an die Fremdkapitalgeber ist dann auf den Cashflow des verschuldeten Unternehmens L, spezifisch $FCF_{t,w}^L$, begrenzt:

$$R_{t,w} + r_{t-1,w}^{FK} * FK_{t-1} = FCF_{t,w}^L$$

mit

$$9,85 + 0,5297 * 70 = 46,92.^{948}$$

Die nächsten Schritte beinhalten die Berechnung der Netto-Steuervorteile. Wenn man die vereinbarten Zins- und Tilgungszahlungen mit den tatsächlichen Zins- und Tilgungszahlungen bei Insolvenz zum Zeitpunkt $T=2$ vergleicht, ergibt sich eine Differenz von $60,15 = 70 - 9,85$. Diese Differenz wird als zu versteuernder Insolvenzgewinn betrachtet, der zu einer zusätzlichen Steuerzahlung von $0,35 \times 60,15 = 21,05$ führt. In den Zeit-Zustands-Kombinationen von Insolvenz und abgewendeter Insolvenz ergeben sich erhöhte Steuervorteile, da diese durch die vereinbarten Fremdkapitalkosten entstehen.⁹⁴⁹

⁹⁴⁷ Vgl. BALLWIESER, W./FRIEDRICH, T, (2015), S. 456.

⁹⁴⁸ Vgl. BALLWIESER, W./FRIEDRICH, T, (2015), S. 456.

⁹⁴⁹ Vgl. BALLWIESER, W./FRIEDRICH, T, (2015), S. 456.

Die Netto-Steuvorteile werden in der folgenden Grafik dargestellt:

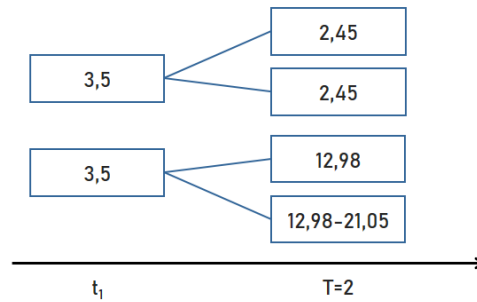


Abbildung 14: Exemplarische Berücksichtigung der Fremdkapitalzinsen nach Steuern.⁹⁵⁰

Die Werte zum Zeitpunkt $t=1$ ergeben sich aus den Fremdkapitalzinsen multipliziert mit dem Steuersatz: $100 * 0,1 - 0,35 = 3,5$. Zum Zeitpunkt $T=2$ fallen im oberen Teil des Binomialbaums folgende Kosten an: $70 - 0,1 * 0,35 = 2,45$. Im zweituntersten Zweig gilt: $0,5297 * 70 * 0,35 = 12,98$. Im untersten Zweig ist dieser Betrag um die Steuer auf den Insolvenzgewinn in Höhe von 21,05 zu reduzieren.⁹⁵¹

Der Wert des unverschuldeten Unternehmens unter Berücksichtigung von Insolvenzkosten $U_{BC}V_0$ beträgt 198,22. Er ergibt sich aus den subjektiven Wahrscheinlichkeiten aufgrund der Zahlungen ab $t=1$ in Abbildung 12, unter Verwendung eines Diskontierungszinssatzes von 16%. Für das verschuldete Unternehmen muss zu diesem Wert der Barwert der mit 10% diskontierten Netto-Steuvorteile addiert werden. Dadurch ergibt sich als Wert des verschuldeten Unternehmens V_0^L 203,42.⁹⁵²

Das elegante Modell von Friedrich liefert zwei einzahlige Werte als Bewertungsergebnis für das Beispielunternehmen bei Insolvenzrisiko:

1. unverschuldetes Unternehmen	$U_{BC}V_0$	198,22
2. verschuldetes Unternehmen	V_0^L	203,42

⁹⁵⁰ Vgl. eigene Darstellung in enger Anlehnung an BALLWIESER, W./ FRIEDRICH, T. (2015), S. 456.

⁹⁵¹ Vgl. BALLWIESER, W./ FRIEDRICH, T. (2015), S. 456.

⁹⁵² Vgl. BALLWIESER, W./ FRIEDRICH, T. (2015), S. 456.

Weil für das unverschuldete Unternehmen mangels Schulden aber kein Insolvenzrisiko existiert, wird der ermittelte Unternehmenswert zu gering sein. Hier wurde ein nicht existierendes Insolvenzrisiko in die Bewertung einbezogen.

Im Weiteren auf die Wertermittlung für das verschuldete Unternehmen abgestellt.

Die pfadabhängige Prüfung der Insolvenz und die Auswirkungen einer Insolvenz auf andere Zustandspunkte im Binomialmodell sind hilfreich für die Planung einer Sanierung. Ein einwertig ausgewiesener Unternehmenswert hingegen nicht.

Der aus dem Modell von Friedrich resultierende Wert bestimmt sich aus verschiedenen zukünftigen Umweltzuständen, die eine Insolvenz mit einer Wahrscheinlichkeit $q=0,16$ annehmen, mit $0,16 = 0,4 * 0,4$.⁹⁵³

Nach dem IDW S1 bestimmt sich der Wert eines Unternehmens durch den Barwert der aus dem Eigentum an dem Unternehmen resultierenden Nettozuflüsse an die Unternehmenseigentümer.⁹⁵⁴

Ebendiese Nettozuflüsse werden im Insolvenzfall deutlich geringer, vermutlich eingestellt sein und beim Fortbestand der Unternehmung deutlich höher. Eine berücksichtigte Insolvenzwahrscheinlichkeit von $q=16$ ist eben nur eine Wahrscheinlichkeit. Das Ereignis hingegen ist binär. Entweder das Unternehmen ist insolvent oder es ist es nicht.

Wie an anderer Stelle in der Arbeit ausgeführt, kann es auch keine Schwangerschaft zu 16 % geben. Eine Schwangerschaftswahrscheinlichkeit mit 16 % natürlich schon, aber die Schwangerschaft selbst ist 0 oder 1, Frau ist schwanger, oder sie ist es nicht.

Weiter wird im Modell von Friedrich die Insolvenz mit der Zahlungsunfähigkeit im Sinne der Insolvenzordnung gleichgesetzt.⁹⁵⁵ Die im Modell eingeführte Bedingung ist deutlich strenger als es die gerichtliche Überprüfung wäre. Das ist darüberhinaus schwierig, als dem Eintritt der Insolvenz als juristischer Akt eine Phase betriebswirtschaftlicher Prüfungen vorausgeht. Solange Vertrauen der Gläubiger in das insolvenzgefährdete Unternehmen und dessen Führung besteht, solange bleibt es auch zahlungsfähig. Die Insolvenz

⁹⁵³ Vgl. BALLWIESER, W./FRIEDRICH, T. (2015), S. 457.

⁹⁵⁴ Vgl. IDW S1 (2015), S. 3.

⁹⁵⁵ Vgl. §17 INSO.

basiert aus diesem Grund zunächst aus betriebswirtschaftlicher Perspektive aus dem Verlust des Vertrauens der gegenwärtigen und potenziellen Fremdkapitalgeber des Unternehmens und mündet erst danach in der juristischen Insolvenz aus dem Verlust der Zahlungsfähigkeit.

Weiter wird bei Friedrich dem Verschuldungsgrad ein maßgeblicher Einfluss auf die Insolvenzwahrscheinlichkeit zugerechnet, ein Zusammenhang, der empirisch unstrittig scheint.⁹⁵⁶ Unklar bleibt jedoch, ob der zunehmende Verschuldungsgrad nicht als Scheinkausalität vielmehr das Symptom einer latenten Unternehmenskrise ist.⁹⁵⁷ Ein ausgeschöpfter Leverageeffekt kann in einem Unternehmen mit erfolgreichem Geschäftsmodell rational sein.

Das gesamte Modell basiert weiterhin auf der Berücksichtigung von Fremdkapital als homogene Größe. Während die Prämisse für die Herleitung der Bewertungsformel nachvollziehbar ist, negiert sie sich in der Realität. Das Ausfallrisiko für die Gläubiger gliedert sich nach dem Grad der Besicherung des jeweiligen Fremdkapitalgeschäftes. Ein einheitliches, den Wert der Unternehmung beeinflussendes Ausfallrisiko des Fremdkapitals, besteht für die Gläubiger nicht.

Im Gegensatz zu den in verschiedenen Modellen nach Müller (1986)⁹⁵⁸, Clasen (1992)⁹⁵⁹, Slatter/ Lovett (1999)⁹⁶⁰ oder nach dem IDW (2018)⁹⁶¹ gezeichneten idealtypischen Krisenverläufen, unterstellt Friedrich (2015)⁹⁶² für seinen Bewertungsansatz, dass das Unternehmen operativ erfolgreich ist und die Fortführungsprämisse gilt. Für die Phase vor der Insolvenz wird in den Modellen jedoch regelmäßig eine bereits eskalierende Krise unterstellt.

⁹⁵⁶ Vgl. FRIEDRICH, T. (2015), S. 227.

⁹⁵⁷ Im IDW Praxishinweis 02/2018 wird erstmalig der Zusammenhang zwischen Unternehmenswert, Insolvenzwahrscheinlichkeit und Überschuldungsgrad reflektiert.

⁹⁵⁸ Vgl. MÜLLER, R. (1986), S. 25.

⁹⁵⁹ Vgl. CLASEN, J. (1992), S. 91 ff.

⁹⁶⁰ Vgl. SLATTER, S./LOVETT, D. (1999), S. 1 ff.

⁹⁶¹ Aktueller Stand am 30.05.2022 ist die Version von 16.05.2018.

⁹⁶² Vgl. FRIEDRICH, T. (2015), S. 227.

Insolvenzrisiken können in der Bewertung von Unternehmen berücksichtigt werden, wenn die erwarteten zukünftigen Cashflows in einem Binomialmodell pfadabhängig modelliert werden. Diese pfadabhängige Darstellung der Insolvenzwahrscheinlichkeit folgt Wahrscheinlichkeiten, welche aus den allgemeinen Insolvenzwahrscheinlichkeiten abgeleitet werden. Gleichwohl ist die Insolvenzwahrscheinlichkeit von den speziellen Insolvenzwahrscheinlichkeiten der Geschäftspolitik, der Marktentwicklung oder der Regulierungspolitik des Staates abhängig.⁹⁶³

Die aufgeführten Friktionen zwischen der vorgeschlagenen Lösung von Friedrich (2015) und dem Übertrag in die Praxis verdeutlichen die begrenzte Unterstützung der Unternehmensführung, bzw. der Gläubiger durch die Instrumente der Unternehmensbewertung bei der Entscheidungsfindung für oder gegen die Sanierung einer Unternehmung.

Die Entwicklung des Binomialbaums bietet eine Unterstützung des Sanierungsprozesses, jedoch nicht in gleichem Maße die Ermittlung des einwertigen Unternehmenswerts.

Ballwieser und Friedrich betonen in ihrer Bewertung von Unternehmen hinsichtlich des Insolvenzrisikos, dass eine schematische Erfassung desselben nicht angebracht ist. Vielmehr sollte die Bewertung unternehmensspezifisch auf der Grundlage mehrwertiger Prognosemodelle für die Cash-Flows erfolgen.

4.5.3 Weitere Modelle zur Bewertung bei Insolvenzrisiko

2018 veröffentlichten Lahmann/Schreiter/Schwetzler eine Untersuchung zum Einfluss von Insolvenz, Kapitalstruktur und Fremdkapitalhäufigkeit auf den Unternehmenswert.⁹⁶⁴

Im Mittelpunkt der Untersuchung steht der Einfluss der Insolvenzgefahr und der Finanzierung der Unternehmung auf den Unternehmenswert. Zur Analyse der Unternehmensfinanzierung werden sowohl das Verhältnis aus Eigen- und Fremdkapital als auch deren Laufzeiten berücksichtigt.

⁹⁶³ Vgl. BALLWIESER, W./FRIEDRICH, T. (2016), S. 457.

⁹⁶⁴ Vgl. LAHMANN, A./SCHREITER, M./SCHWETZLER, B. (2018), S. 73 ff.

Die entwickelte Bewertungsgleichung ermöglicht die Berücksichtigung der Finanzierungsstrategie auf zukünftige Cashflows unter Berücksichtigung der Steuereffekte, die Kosten der weiteren Finanzierung, als auch der Insolvenzkosten.

Mit den Informationen vermag das Modell, die wertmaximale Kapitalstruktur mit Blick auf den Mix und deren Laufzeiten und deren Auswirkungen auf den geforderten Fremdkapitalzins zu bestimmen. Aus den Ergebnissen werden Insolvenzwahrscheinlichkeiten abgeleitet.

Lahmann/Schreiter/Schwetzer verweisen innerhalb ihrer Untersuchung auf valide Ergebnisse ihrer Bewertungsgleichung.⁹⁶⁵

Die gewählten Parameter vereinfachen auch dieses Modell an wichtigen Stellen. Der Zinssatz wird als risikolose und konstante Größe eingeführt. Die Besteuerung der Unternehmung erfolgt konstant und ohne die Berücksichtigung persönlicher Steuern.

Fremdkapital wird als homogene Größe betrachtet, mit stets einheitlicher Laufzeit. Auch wenn hilfsweise die Größen im Modell als Durchschnittswerte zu interpretieren sind, ist das problematisch, weil ein Fremdkapitalgeber über die Laufzeit, bei steigendem Insolvenzrisiko, den Fremdkapitalzins nicht an die neue Risikostruktur anpassen kann.⁹⁶⁶

4.6 Zwischenfazit zur Bewertung als Instrument der Entscheidungsfindung

Die Elaboriertheit der bestehenden Modelle zur Bewertung einer Unternehmung unter Insolvenzrisiko beschränkt sie auf den Einsatz in einem Modellrahmen.

Die Entscheidung über die Feststellung der Sanierungsfähigkeit einer insolventen Unternehmung scheint jedoch einfach: ist der berechnete Fortführungswert größer als der Liquidationswert, wird das Unternehmen saniert, sonst wird die Unternehmung liquidiert.⁹⁶⁷

Die zur Ermittlung dieser Frage herangezogenen Bewertungsinstrumente kommen jedoch schnell an die Grenzen eines sinnvollen Einsatzes.⁹⁶⁸

⁹⁶⁵ Vgl. LAHMANN, A./ SCHREITER, M./ SCHWETZLER, B. (2018), S. 123.

⁹⁶⁶ Vgl. LAHMANN, A./ SCHREITER, M./ SCHWETZLER, B. (2018), S. 96.

⁹⁶⁷ Vgl. EIDENMÜLLER, H. (1999), S. 32 f. / Vgl. Kapitel 1.1.

⁹⁶⁸ Vgl. KNABE, M. (2012), S. 37 f.

In Unternehmenskrisen liegen nicht immer aussagekräftige Informationen über die momentane Finanz-, Ertrags- und Vermögenslage der Unternehmung vor, oder die vorhandenen Daten sind fehlerhaft. Im Vorfeld ist wenig belastbares Datenmaterial nicht selten bereits ein Auslöser oder ein Beschleuniger einer Insolvenz.⁹⁶⁹ Werden die Bewertungsverfahren mit fehlerhaften Daten angewendet, führt dies zu falschen Ergebnissen.⁹⁷⁰

Weiterhin ist es fraglich, auf welcher Basis entschieden wird, welche der beiden Verwertungsalternativen mehr Nutzen für die Anspruchsgruppen liefert. Die Gläubiger der Unternehmung bilden keine homogene Gruppe und haben unterschiedliche Erwartungen an den Fortgang des Verfahrens.⁹⁷¹

Die Erwartung einer Insolvenz spielt bei einer Insolvenzwahrscheinlichkeit ausgehend vom Rating, z.B. bei 0,1 %⁹⁷² für die Gläubiger keine zentrale Rolle, sondern ist Teil des allgemeinen Kalküls innerhalb der Preisfestsetzung, wohingegen bei einer Insolvenzwahrscheinlichkeit von 50 %, die Preis- und Zinsfestsetzung keine praktische Rolle mehr spielt.

Die heterogene Sichtweise auf die Sanierungsentscheidung führt zu der Neigung, einfache Antworten in für alle Beteiligten beherrschbaren Verfahren zu finden, da mit jedem weiteren Gläubiger die Insolvenzwahrscheinlichkeit zunimmt.⁹⁷³ Verbreitet und verständlich sind die klassischen statischen Investitionsrechenverfahren.⁹⁷⁴ Investitionsrechenverfahren lassen sich in die Gruppe der statischen und der dynamischen Verfahren unterteilen. Zu den statischen Verfahren zählen der Kostenvergleich, der Gewinnvergleich, die Amortisationsrechnung und die Rentabilitätsrechnung. Wesensstiftend ist bei den statischen Verfahren das Ausblenden der zeitlichen Unterschiede von Ein- und Auszahlungen. Das stark vereinfachende Konstruieren von repräsentativen Durchschnittsperioden ist für die hohe Akzeptanz bei Praktikern ausschlaggebend, reduziert jedoch die Aussagekraft der Vorteilhaftigkeiten.⁹⁷⁵ Je größer die untersuchten Nutzungszeiträume

⁹⁶⁹ Vgl. ABEL, P. (2017), S. 416.

⁹⁷⁰ Vgl. SCHACHT, M. (2009), S. 33.

⁹⁷¹ Vgl. HOMMEL, U./ PIPER, M./ SCHNEIDER, H. (2018), S. 1259.

⁹⁷² Exemplarisch für FitchRatings von AAA bis A-

⁹⁷³ Vgl. BRUNNER, A./ KRAHNEN, P./ PIETER, J. (2004), S. 20.

⁹⁷⁴ Vgl. BUSSE VON COLBE, W./ WITTE, F. (2018), S. 46.

⁹⁷⁵ Vgl. PERRIDON, L./ STEINER, M./ RATHGEBER, A. (2017), S. 36 ff.

sind, umso geringer ist die Validität, da Perioden mit krisenhaften Ausprägungen in der Durchschnittsbildung an Bedeutung verlieren.⁹⁷⁶

Für den Einsatz zur Bewertung von Unternehmen in Extremsituationen sind die statischen Investitionsrechenverfahren nicht geeignet.⁹⁷⁷

Weiterhin ist zu beachten, dass bei der Zerschlagung einer insolventen Unternehmung sowohl die Sanierung als auch die Liquidation der Vermögensgegenstände unter Zeitdruck geschehen wird. Dies wird die Sanierung verzögern und den Liquidationserlös negativ beeinflussen.⁹⁷⁸ Weiterhin handelt es sich bei den Werten lediglich um Schätzungen, welche erst noch realisiert werden müssen. Auch geht es darum, Abnehmer für die Vermögensgegenstände zu finden, was sich gerade bei großen Unternehmungen, die eine breite Palette von bspw. Spezialmaschinen vorweisen können, als schwierige Aufgabe herausstellen wird. In den meisten Fällen wird eine sofortige Liquidation der Vermögensgegenstände nicht möglich sein. Verkäufe, die erst in der Zukunft stattfinden, müssen deshalb auf den Bewertungsstichtag abgezinst werden.⁹⁷⁹

Da diese Aspekte weitgehend auf Schätzungen und Prognosen beruhen, ist die Ermittlung des Liquidationswerts ein subjektiv geprägter Prozess innerhalb des Bewertungskanons.⁹⁸⁰ Zudem besteht die große Gefahr, dass sich der errechnete Unternehmenswert im Nachhinein nicht realisieren lässt.⁹⁸¹

Auch die DCF-Methoden, welche geeignete Verfahren zur Bewertung insolventer Unternehmung bei Fortführung darstellen könnten, haben ihre Grenzen.⁹⁸² Die prognostizierten Daten können fehlerhaft sein, was gerade bei den Cashflows, zu einem fehlerhaften Ergebnis führt.⁹⁸³ Neben den Zinssätzen sind die unterstellten Wachstumsraten mögliche Fehlerquellen. Daher ist es wichtig, auf die Ermittlung und Begründung der Wertetreiber, welche die Stellschrauben der DCF-Methoden sind, ein großes Augenmerk zu legen.

⁹⁷⁶ Vgl. BLOHM, H./ LÜDER, K./ SCHAEFER, C. (2012), S. 39 ff.

⁹⁷⁷ Vgl. GALLI, A. (2017), S. 3 f.

⁹⁷⁸ Vgl. MANDL, G./ RABEL, K. (2019), S. 85.

⁹⁷⁹ Vgl. BALLWIESER, W./ HACHMEISTER, D. (2016), S. 199.

⁹⁸⁰ Vgl. MEITNER, M./ STREITFERDT, F. (2019), S. 543.

⁹⁸¹ Vgl. MATSCHKE, M. J./ BRÖSEL, G. (2013), S. 40 f.

⁹⁸² Vgl. TOMASZEWSKI, C. (1999), S. 108 f.

⁹⁸³ Vgl. OBERDÖRSTER, T. (2009), S. 74.

Durch die Festlegung der Wertetreiber kann der Unternehmenswert derselben Unternehmung differieren. Auf diese Weise kann schon ein auf den ersten Blick unbedeutend erscheinender Parameter einen signifikanten Einfluss auf den Unternehmenswert haben.⁹⁸⁴

Weichen die über die DCF-Ansätze ermittelten Unternehmenswerte stark voneinander ab, sollten die Berechnungen noch einmal überprüft werden,⁹⁸⁵ da die Ansätze des DCF-Verfahrens bei identischer Annahme über das künftige Finanzierungsverhalten alle zu demselben Ergebnis führen sollten.⁹⁸⁶

Ähnlich wie beim Liquidationsverfahren ist somit auch bei der DCF-Methode ein großer Manipulationsspielraum gegeben, der bei der Entscheidungsfindung eine zentrale Funktion einnehmen kann. So kann z. B. allein durch eine Änderung der Renditeforderung der Kapitalgeber der Unternehmenswert stark verändert werden.⁹⁸⁷ Werden diese Gefahren jedoch beachtet und wird sich um eine ordentliche Ermittlung der Unternehmenswerte bemüht, können diese als Entscheidungskriterien für eine insolvente Unternehmung in Betracht gezogen werden.⁹⁸⁸

Kommt es zu einer Fortführung der insolventen Unternehmung, sollten die Gläubiger hinter dem Vorhaben der Sanierung stehen und nicht nur auf ihre Ansprüche beharren. Zentral ist der Aufbau von Vertrauen in die Unternehmung.⁹⁸⁹ Nur in fruchtbarer Kooperation zwischen Gläubigern und Management kann die Aufwärtsentwicklung gelingen, durch die dann auch die Gläubiger profitieren.⁹⁹⁰ Für eine erfolgreiche Sanierung ist es deshalb wichtig, dass sich die Unternehmung an vereinbarte Vorgaben hält, da diese Elemente der Bewertung werden. Ohne die Aufstellung eines gehaltvollen Sanierungsplans und dessen Umsetzung wird eine dauerhafte Sanierung der Unternehmung kaum eine Chance haben.⁹⁹¹ Die Unternehmung ist an die Einhaltung des Plans gebunden, da die Insolvenz eine Machtverschiebung vom Management auf die Gläubiger bewirkt.

⁹⁸⁴ Vgl. ERNST, D./SCHNEIDER, S./THIELEN, B. (2017), S. 83.

⁹⁸⁵ Vgl. ERNST, D./SCHNEIDER, S./THIELEN, B. (2017), S. 94.

⁹⁸⁶ Vgl. DREFKE, S. (2015), S. 21.

⁹⁸⁷ Vgl. PFEIFFER, A. (2014), S. 29.

⁹⁸⁸ Vgl. BLASCKE, T. (2009), S. 82.

⁹⁸⁹ Vgl. SEEFELDER, G. (2012), S. 137.

⁹⁹⁰ Vgl. BRÜCKNER, D. (2017), S. 2498 ff.

⁹⁹¹ Vgl. MAYR, S. (2018), S. 81.

Die Sanierung der Unternehmung parallel zur Bewertung ist ein länger andauernder Prozess, der in mehreren Phasen abläuft. Dieser beginnt mit der Vermeidung von Zahlungsunfähigkeit und Überschuldung, durch die die Unternehmung aus der Verlustzone herausgeführt werden kann, und endet mit der Wiederherstellung des Wettbewerbes und der Renditefähigkeit. Faktisch in jeder dieser Phasen oder in jedem Teilschritt wird sich der Unternehmenswert verändern.⁹⁹²

Die Gläubiger gewinnen in einer Sanierung an Einfluss auf die Unternehmensführung, während sie in einem gerichtlichen Verfahren ihre Einflussmöglichkeiten weitgehend an das Insolvenzgericht und den Insolvenzverwalter abgeben. Findet die Sanierung in Eigenverwaltung statt, so bleibt die Entscheidungsbefugnis bei der Unternehmensführung bzw. beim Eigenkapital.⁹⁹³

Mit der Gläubigerentscheidung entscheidet sich gleichfalls, welche Rolle einem Interimsmanager bzw. dem Insolvenzverwalter zufällt. Gemessen werden kann deren Leistung an der Wertentwicklung des Unternehmens. Der Unternehmenswert ist somit eine geeignete Zielgröße aller Anspruchsgruppen.⁹⁹⁴

Zukünftigen Zuständen der Unternehmung nun unterschiedliche Werte beizulegen, ist sinnvoll, weil es unmittelbare Wertauswirkungen geben wird. Entscheidender als der ermittelte Wert der Unternehmung wird aber die Wahrscheinlichkeit sein, mit der dieser Zustand erreicht werden kann. Der Wert der Unternehmung ist ab diesem Zeitpunkt eine Hilfe zur Steuerung der Unternehmung, bzw. zur Steuerung der Sanierung.

Die Flexibilität der Gläubiger und der Unternehmensführung führt zu Handlungsoptionen die bewusst und zielgerichtet angesteuert werden können, aber nicht angesteuert werden müssen. So kann eine optionsbasierte Bewertung der Unternehmung unter Berücksichtigung der Insolvenzwahrscheinlichkeit im Rahmen der DCF-Theorie durchgeführt werden.⁹⁹⁵

⁹⁹² Vgl. SEEFELDER, G. (2012), S. 136 f.

⁹⁹³ Vgl. HUBER, S./RINNERT, A. (2019), S. 300.

⁹⁹⁴ Vgl. HEESSEN, B. (2018), S. 323.

⁹⁹⁵ Vgl. LODOWICK, A. (2008), S. 1 ff.

5 Finanzoptionen als Grundlage der Bewertung von Realoptionen

5.1 Investitionstheoretische Entscheidungen im Sanierungsmanagement

Wird die Sanierung einer Unternehmung als Investition betrachtet, so gilt es für die beteiligten Akteure in der Sanierung, die gleichen Fragestellungen zu beantworten, wie für Entscheider in allfälligen Investitionsfragen.⁹⁹⁶

Die Investitionsentscheidungen können nach der Bewertung auf Grundlage klassischer Investitionsrechenverfahren in eine Rangfolge überführt werden. Dabei wird der Rang bestimmt durch die relative und absolute Vorteilhaftigkeit der Alternativen.⁹⁹⁷

Die absolute Vorteilhaftigkeit beschreibt zunächst die Vorteilhaftigkeit der Investition in die Sanierung im unmittelbaren Vergleich mit einer Alternativanlage. Innerhalb der binären Beurteilung erfolgt eine feinere Justierung auf der Grundlage relativer Vorteilhaftigkeiten. Die relative Vorteilhaftigkeit erklärt, in welcher Rangfolge die Investitionsalternativen zueinanderstehen.⁹⁹⁸

Für das Sanierungsmanagement ist die Herangehensweise hilfreich bei der Beantwortung folgender drei grundlegender Fragen:

- a) Ist die Investition in die Sanierung absolut vorteilhaft?

Ob eine Investition in eine Sanierung überhaupt wirtschaftlich sinnvoll ist, wird mit der Untersuchung der absoluten Vorteilhaftigkeit beantwortet. Im Grundsatz ergibt sich die absolute Vorteilhaftigkeit aus einem positiven Kapitalwert. Im Rahmen einer optionsbasierten Analyse müsste ein negativer Kapitalwert jedoch nicht zwingend zur Ablehnung der Investition führen. Diese Einschränkung gilt, solange der erweiterte Kapitalwert positiv ist.⁹⁹⁹

- b) Welche der Sanierungsinvestitionen ist relativ vorteilhaft?

Im Rahmen der Sanierung werden dem Unternehmen mehrere Handlungsoptionen zur Verfügung stehen. Jede Option wird mit einer Investition verbunden sein, welche nicht

⁹⁹⁶ Vgl. THIELEMANN, M. (2019), S. 261.

⁹⁹⁷ Vgl. PERRIDON, L./ STEINER, M./ RATHGEBER, A. (2017), S. 155.

⁹⁹⁸ Vgl. NOOSTEN, D. (2018), S. 7.

⁹⁹⁹ Vgl. PERRIDON, L./ STEINER, M./ RATHGEBER, A. (2017), S. 57.

zwingend eine monetäre sein muss.¹⁰⁰⁰ Das Sanierungsmanagement hat aus den möglichen Optionen jene auszuwählen, welche den größtmöglichen Nutzen stiften. Dient die Sanierung dem Erhalt der Unternehmung, dann kann der Nutzen einer Sanierung als Rendite interpretiert werden. Die Logik bliebe bestehen, wenn ein Verlust reduziert würde.¹⁰⁰¹ Die Handlungsalternativen können in einer relativen Vorteilhaftigkeit zueinander in eine Rangliste überführt werden, nachdem sie bewertet wurden.¹⁰⁰²

c) Handelt es sich um ein Einzel- oder eine Programminvestition?

In einem vollkommenen Kapitalmarkt würde jede absolut vorteilhafte Investition durchgeführt.¹⁰⁰³ Eine Unternehmung wird aber nicht in dem Modellrahmen des vollkommenen Kapitalmarkts saniert. Die Analogie der Sanierungsentscheidung zu einer Investitionsentscheidung setzt zudem voraus, dass Sanierungsentscheidungen quantitativ begrenzt sind bzw. dass eine Vielzahl von Sanierungsentscheidungen in einem Sanierungskonzept gebündelt werden.¹⁰⁰⁴

5.2 Wertbeitrag der Flexibilität

Flexibilität ist als Aspekt einzuführen, weil Bewertungsmodelle vielfach mit Wahrscheinlichkeiten argumentieren, welche nicht durch aktives Tun oder Unterlassen zu erreichen sind. In vielen Fällen ist die Zukunft der krisenbetroffenen Unternehmung aber Ergebnis aktiver Handlungsentscheidungen beteiligter Akteure und kein unbeeinflussbarer oder feststehender Fakt.

Die Gläubiger der krisenbetroffenen Unternehmung sehen sich Handlungsalternativen gegenüber. Weil sich Alternativen gegenseitig ausschließen können, muss der Entscheider eine Auswahl treffen. In der Ausnahmesituation der Unternehmenskrise werden sämtliche Handlungsalternativen noch stärker mit Unsicherheiten behaftet sein als gewöhnlich. Weiterhin sind die Konsequenzen bzw. die Wirkungen der jeweiligen Entscheidung unsicher.¹⁰⁰⁵

¹⁰⁰⁰ Vgl. ZIRENER, J. (2005), S. 291.

¹⁰⁰¹ Vgl. NIERING, C./HILLEBRAND, C. (2020), S. 16.

¹⁰⁰² Vgl. SCHUSTER, T./USKOVA, M. (2018), S. 79 f.

¹⁰⁰³ Vgl. PERRIDON, L./STEINER, M./RATHGEBER, A. (2017), S. 101.

¹⁰⁰⁴ Vgl. HOHBERGER, S./DAMLACHI, H. (2019b), S. 905.

¹⁰⁰⁵ Vgl. MOHAUPT, J. (2017), S. 197 f.

Unsicherheit bedeutet, dass einerseits unsichere zukünftige Zustände existieren und andererseits unbeherrschbare Risiken bestehen. Unsicherheit beschreibt den Umweltzustand, indem ein Akteur sich nicht in der Lage sieht, den möglichen zukünftigen Umweltzuständen eine Wahrscheinlichkeit zuzuordnen. Wandelt sich im Entscheidungskalkül Unsicherheit zu Risiko, dann sieht sich der Entscheider nicht in der Lage, Eintrittswahrscheinlichkeiten zuzuordnen.¹⁰⁰⁶

Entscheidungen für oder gegen eine Sanierung sind per Definition irreversible Entscheidungen. Eine Entscheidung ist irreversibel, wenn sie nicht oder nur mit hohen Kosten rückgängig gemacht werden kann.¹⁰⁰⁷

Die Kapitalwertmethode als Grundmodell aller zukunftsbasierter Bewertungsverfahren vermittelt eine binäre Entscheidungsgrundlage in Sanierungsfragen.¹⁰⁰⁸ „Null oder Eins“ als Handlungsempfehlung lässt den Entscheider bei einem positiven Kapitalwert die Sanierung durchführen und bei einem negativen Kapitalwert das Unternehmen liquidieren.¹⁰⁰⁹ Aus dem Wesen der Unternehmenskrise heraus lassen sich aber weitere Gedanken verfolgen, z. B. könnte man die Sanierungsentscheidung als auch die Liquidationsentscheidung etwas in die Zukunft verschieben, um womöglich Marktentwicklungen abzuwarten oder eine belastbarere Informationsbasis zu schaffen.¹⁰¹⁰

Das Verfahren unterstellt weiterhin eine festgelegte zukünftige Entwicklung. Fällt ein positives Sanierungsurteil und initialisiert das Management den Prozess, dann nehmen nach dem Kapitalwertkalkül sowohl das Management der Unternehmung als auch die weiteren Verfahrensbeteiligten eine passive Rolle ein. Ein fixierter und unabänderlicher Plan zur Sanierung widerspricht jedoch jeder kaufmännischen Logik und blendet die kleinschrittige Phasierung der Unternehmensführung zur Entscheidungsfindung sowie die anschließende Kontrolle aus.¹⁰¹¹

¹⁰⁰⁶ Vgl. PERRIDON, L./ STEINER, M./ RATHGEBER, A. (2017), S. 117 f.

¹⁰⁰⁷ Vgl. MÜLLER, D. (2018), S. 13.

¹⁰⁰⁸ Vgl. HOSE, C. (2019), S. 272.

¹⁰⁰⁹ Vgl. HOFFMANN, W. (2011), S. 15.

¹⁰¹⁰ Vgl. WINNENBROCK, F. (2019), S. 361 f.

¹⁰¹¹ Vgl. GÜNTHER, T. (2019), S. 39.

Hilfsweise kann eine Integration der Unsicherheiten auf zwei Wegen erfolgen. Zum einen kann eine Anpassung der erwarteten zukünftigen Einzahlungsüberschüsse erfolgen. Eine Reduzierung des zukünftigen Cashflows in der Prognose implementiert eine weitere negative zukünftige Entwicklung der Unternehmung. Ergänzt werden könnte dieser Ansatz um eine Erhöhung des Kalkulationszinssatzes, was einer Attraktivitätssteigerung alternativer Investments entspricht.¹⁰¹² Weil durch diese Anpassungsstrategie eine Doppelberücksichtigung des Risikos stattfindet, sinkt die Sanierungswahrscheinlichkeit der Unternehmung.¹⁰¹³

Die Doppelberücksichtigung des Risikos ist ein grundsätzliches Problem in der Sanierung. Die gleichzeitige Berücksichtigung finanzieller und operationeller Risiken erhöht die Komplexität des Sanierungsprozesses erheblich. Dies kann die Planung und Umsetzung von Sanierungsmaßnahmen erschweren und zu einem höheren Maß an Unsicherheit führen.

Die Führung des Unternehmens in der Krise fühlt sich alten Entscheidungen verpflichtet. Dieses Commitment kann eskalieren, sobald beachtliche Ressourcen eingesetzt wurden, sich die Entscheidung als falsch erwiesen hat und die Unternehmensführung mit zusätzlichen Investitionen die ursprüngliche Entscheidung stützen will. Andere Handlungsoptionen werden nicht mehr wahrgenommen.¹⁰¹⁴

Erklärt werden kann dieses Führungsverhalten mit der Transaktionskostentheorie. Sie erklärt, dass jede wirtschaftliche Handlung von Akteuren Kosten verursacht.¹⁰¹⁵ Wesentlich für die Sanierungsentscheidung sind diese Kosten immer dann, wenn sie die Eigenschaften von Sunk Costs haben. Sunk Costs in der Sanierung sind spezifische Investitionen, weil sie bei einer Entscheidung gegen eine Sanierung nicht wiedergewonnen werden können.¹⁰¹⁶

¹⁰¹² Vgl. BERK, J./DEMARZO, P. (2011), 173 ff.

¹⁰¹³ Vgl. EVERTZ, D./KRYSTEK, U. (2010), S. 43 ff.

¹⁰¹⁴ Vgl. STAW, B./ROSS, J. (1987), S. 39 ff.

¹⁰¹⁵ Vgl. WILLIAMSON, O.E. (1985), S. 41.

¹⁰¹⁶ Vgl. MCAFEE, P./MIALON, H./MIALON, S. (2010), S. 323 ff.

Kosten zu reduzieren, indem Handlungsstränge des Managements gar nicht erst verfolgt werden, entspricht der Regel: „Wirf kein gutes Geld dem schlechten hinterher!“.¹⁰¹⁷ Das Festhalten an einmal getroffenen Entscheidungen basiert ebenso auf irrationalem Entscheidungsverhalten, wie der sofortige Ausschluss von Entscheidungsmöglichkeiten.¹⁰¹⁸

Zutreffend ist die Behauptung aus der Kaufmannsweisheit nur in jenen Fällen, in denen es bereits klar ist, dass es sich um schlechtes Geld handelt. Die Behauptung setzt das ohne Beleg voraus. Zur Prüfung müssen die Optionen zunächst einmal klar sein. Teil des Auswahlverfahrens muss dann die Bewertung dieser Handlungsoptionen mit dem Ziel einer effizienten, möglichst optimalen Allokation der finanziellen Ressourcen im Sinne einer erfolgreichen Sanierung sein. Ein Mangel an bekannten Handlungsalternativen führt weiterhin dazu, dass an der einmal getroffenen Entscheidung durch das Management festgehalten wird.¹⁰¹⁹

Ohne die Berücksichtigung von Flexibilität und bei Beachtung der gewöhnlichen Maßnahmen zur Integration von Risiko in das Kapitalwertkalkül werden zu sanierende Unternehmen systematisch unterbewertet.¹⁰²⁰ Dies führt unmittelbar zu einer Vernichtung von Kapital bei krisenbetroffenen Unternehmen durch die Unterlassung von Sanierungsmaßnahmen.¹⁰²¹

5.3 Erweiterung um Flexibilitäten im Kapitalwertmodell

Soll der Bewertungsansatz eine dynamische Komponente erhalten und nicht statisch bleiben, so muss die Möglichkeit implementiert werden, auf Veränderungen der wirtschaftlichen Situation der krisenbetroffenen Unternehmung jederzeit mit bedingten Folgeentscheidungen reagieren zu können.¹⁰²²

„Statisch“ bezieht sich dabei auf die einmalige Festlegung eines Entscheidungszeitpunktes, wohingegen „dynamisch“ die regelmäßige Überprüfung und Anpassung der Ent-

¹⁰¹⁷ Vgl. ECKERT, G. (2017), o.S.

¹⁰¹⁸ Vgl. EVERTZ, D./ KRYSTEK, U. (2010), S. 57.

¹⁰¹⁹ Vgl. DRUMMOND, H. (1994), S. 43 ff.

¹⁰²⁰ Vgl. ADAMS, M./ RUDOLF, M. (2009), S. 366.

¹⁰²¹ Vgl. TRIGEORGIS, L. (2000), S. 1 ff.

¹⁰²² Vgl. PERRIDON, L./ STEINER, M./ RATHGEBER, A. (2017), S. 155.

scheidung bedeutet. Das Verständnis von dynamischen Verfahren muss in diesem Kontext über die gewöhnliche Definition von dynamischen Verfahren hinausgehen, die lediglich sämtliche Zinswirkungen schwankender Einzahlungsüberschüsse erfasst, in der Überwindung der Probleme, die eine Bildung repräsentativer Durchschnittsperioden mit sich bringt.¹⁰²³

Flexibilität als Anpassungsfähigkeit an Umweltzustände eröffnet Handlungsspielräume. Handlungsspielräume beschreiben alle Möglichkeiten, proaktiv Modifikationen der Strategien vorzunehmen und operativ auf Änderungen reagieren zu können. Die Flexibilität wird zu einer eigenen Wertkomponente als Teil des Unternehmenswertes und damit zu einem Element der Sanierungsentscheidung.¹⁰²⁴

Ein genügendes Maß an Flexibilität versetzt das Unternehmen in die Lage, die Chancen in einem Markt zu nutzen und gleichzeitig Risiken auszuweichen. Die Flexibilität wird so zu einer zentralen Eigenschaft der Unternehmung.¹⁰²⁵ Die zeitliche Flexibilität schafft in diesem Zusammenhang einen Wert aufgrund der Reduzierung von Unsicherheiten. Auf der einen Seite können durch neue Informationen Unsicherheiten über den tatsächlich eintretenden Umweltzustand reduziert werden. Diese eher defensive Perspektive reduziert das Verlustrisiko einer Entscheidung. Auf der anderen Seite werden stetig neue Informationen die Erwartungen an künftige Umweltzustände schärfen und genauere Prognosen ermöglichen.¹⁰²⁶ Die Verarbeitung der neueren Informationen führt zu einer offensiveren Strategie, in deren Folge die Gewinne ausgebaut werden könnten.¹⁰²⁷

Flexibilität modifiziert auf diese Weise die Risikoverläufe von Sanierungsentscheidungen. Aus symmetrischen Risikostrukturen mit gleichmäßigen Verlust-Risiko-Relationen werden asymmetrische Verläufe.¹⁰²⁸

¹⁰²³ Vgl. MÜLLER, D. (2018), S. 343.

¹⁰²⁴ Vgl. AMRAM, M./ KULATILKA, N. (1999), S. 6.

¹⁰²⁵ Vgl. KALUZA, B. (2005), S. 5.

¹⁰²⁶ Vgl. HÜTTICHE, T./ SCHMID, T. (2023), S. 1171 ff.

¹⁰²⁷ Vgl. DAMISCH, P. (2002), S. 118.

¹⁰²⁸ Vgl. MEISE, F. (1998), S. 18.

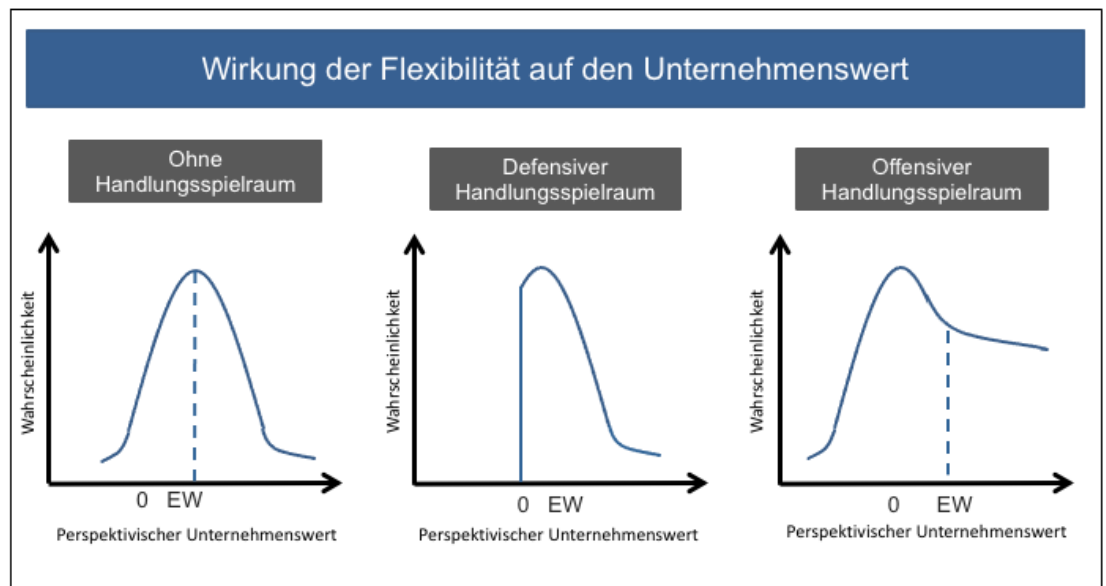


Abbildung 15: Wirkung der Flexibilität auf den Unternehmenswert¹⁰²⁹

Sobald die Unternehmensführung unternehmerische Flexibilität behält und auf Entwicklungen reagieren kann, entstehen reale Optionen.¹⁰³⁰ Eine reale Option beschreibt dabei die Möglichkeit, innerhalb eines bestimmten Zeitraums zu festgelegten Preisen eine bestimmte Handlung auszulösen.¹⁰³¹

Der gewählte Modus als Element der Wahrscheinlichkeitstheorie beschreibt als Lagemaß eine Wahrscheinlichkeitsverteilung. Es handelt sich dabei nicht um eine Stichprobe, da eine konkrete Zuordnung einer Menge zu einer Ausprägung stattfindet.¹⁰³²

Es liegt in der Natur einer Unternehmensführung, auf Veränderungen der Umwelt zu reagieren. Die Reaktionen werden sich unmittelbar in der Verteilung der Wahrscheinlichkeiten niederschlagen.¹⁰³³ Der Kapitalwert wird zum erweiterten Kapitalwert, so er flexibel und aktiv über den Zeitablauf beeinflusst wird.¹⁰³⁴

Die Wahrscheinlichkeit positiver Entwicklungen nimmt zu, während gleichzeitig die Wahrscheinlichkeit negativer Entwicklungen abnimmt. In der Abbildung führt dies zu

¹⁰²⁹ Eigene Darstellung in Anlehnung an MEISE, F. (1998), S. 18.

¹⁰³⁰ Vgl. MYERS, S. C. (1977), S. 163.

¹⁰³¹ Vgl. COPELAND, T./ ANTIKAROV, V. (2002), S. 21 f.

¹⁰³² Vgl. SCHMEINK, L. (2012), S. 1 ff.

¹⁰³³ Vgl. GROß, P. (2018), S. 222 f.

¹⁰³⁴ Vgl. DE BUHR, L. (2014), S. 42.

einer nun rechtsschiefen Dichtefunktion. Die Differenz zwischen dem bisherigen Erwartungswert bei statischer und dem neuen Erwartungswert aus flexibler Begleitung ist als Wert einer Handlungsoption zu interpretieren.¹⁰³⁵

$$\text{Erweiterter Kapitalwert} = \text{Statischer Kapitalwert} + \text{Wert der Option}^{1036}$$

Die Flexibilität des Managements, Entscheidungen über zukünftige Maßnahmen auf Grundlage zukünftiger Informationen zu treffen, kann als Realoption definiert werden.¹⁰³⁷ Die Realoptionsanalyse soll den Wert dieser Flexibilität monetär abbilden.¹⁰³⁸ Durch die Ähnlichkeit mit Finanzoptionen kann die zugrunde liegende Optionspreistheorie auf die Bewertung realer Investitionsobjekte und auf Unternehmensbewertungen bei Übernahme der Prämissen übertragen werden.¹⁰³⁹

Die Flexibilität des Managements beeinflusst die zukünftigen Kapitalwerte positiv. Ohne die Beeinflussung der Unternehmensentwicklung würde der erwartete Kapitalwert einer symmetrischen Dichtefunktion entsprechen. In diesem Fall entspricht der Erwartungswert aber einem Modus.¹⁰⁴⁰

5.3.1 Szenario- oder Sensitivitätsanalyse

Wird eine Unternehmung bewertet, die sich in einer Krise befindet, dann müssen alle Parameter diese Risiken widerspiegeln. Mit Hilfe der Szenarioanalyse kann der Einfluss einzelner Parameter auf den Gesamtwert der Unternehmung abgebildet werden. Dies umfasst alle den Wert unmittelbar oder auch nur mittelbar beeinflussenden Aspekte.¹⁰⁴¹

¹⁰³⁵ Vgl. SEPPELFRICKE, P. (2020), S. 211.

¹⁰³⁶ Vgl. MEISE, F. (1998), S. 46.

¹⁰³⁷ Vgl. MARTÍNEZ-CESEÑA, E./ AZZOPARDI, B./ MUTALE, J. (2012), S. 260 f.

¹⁰³⁸ Vgl. ERNST, D./ SCHNEIDER, S./ THIELEN, B. (2017), S. 181.

¹⁰³⁹ Vgl. BÖSCH, M. (2020), S. 147.

¹⁰⁴⁰ Vgl. TRIGEORGIS, L. (2000), S. 4.

¹⁰⁴¹ Vgl. GIESSLER, J. (2018), S. 123.

Naheliegender ist eine Variation der Einzahlungsüberschüsse oder des Kalkulationszinsfußes. Beide Werte repräsentieren bereits zusammengefasste Datenmengen und haben unmittelbar einen starken Einfluss auf den Gesamtwert der Unternehmung.¹⁰⁴² In der Sanierungsphase wird es schwierig sein, eine valide Ermittlung der notwendigen Daten durchzuführen oder bestehende Daten anzupassen.¹⁰⁴³

Eine feinere Darstellung angepasster Unternehmensdaten kann erreicht werden, indem z. B. die Marktentwicklung, eigene Kosten oder Absatzmengen verändert werden. Eine Variation dieser schwächer zusammengefassten Daten wird einen geringeren, aber messbaren Einfluss auf den Wert der Unternehmung haben.¹⁰⁴⁴

Sobald die Analyse den eigenen Machtbereich zur Steigerung der Planungssicherheit Dritter verlässt, wird es aufwendiger und damit kostenintensiver, belastbare Daten zu erhalten. Gelingt eine Sensitivitätsanalyse, dann verfügt der Adressat der Information über den jeweiligen Unternehmenswert in wechselnden Szenarien.¹⁰⁴⁵

Eine Sensibilisierung für die Wechselwirkungen der Inputparameter findet als positiver Nebeneffekt für den Entscheider nicht ausreichend statt. Eine umfangreichere Darstellung der Wechselwirkungen würden eine wachsende Datenmenge liefern, die aufgrund vielfältiger Möglichkeiten verschiedener Szenarien schnell gegen unendlich laufen würde und aufgrund der Grenzen menschlicher Leistungsfähigkeit nicht mehr verarbeitbar wäre.¹⁰⁴⁶ Im Rahmen perspektivischer Großdatenanalytik werden die großen Datenmengen zunehmend beherrschbar.¹⁰⁴⁷

Zur Wahrung der Übersichtlichkeit finden sich gewöhnlich drei Szenarien als Entscheidungsgrundlage. Der erwartete Verlauf wird um ein optimistischeres und um ein pessimistischeres Szenario ergänzt. Damit findet zwar eine Integration der unternehmerischen

¹⁰⁴² Vgl. SCHÜLER, A. (2018), S. 1215.

¹⁰⁴³ Vgl. BECKMANN, C. (2006), S. 10 f.

¹⁰⁴⁴ Vgl. ERNST, D./ SCHNEIDER, S./ THIELEN, B. (2017), S. 14 f.

¹⁰⁴⁵ Vgl. IDW S6 (2018), Tz. 70.

¹⁰⁴⁶ Vgl. DILL, A. (2016), S. 94.

¹⁰⁴⁷ Vgl. RASCHE, C./ SCHMIDT-GOTHAN, H. (2018), S. 1987.

Unsicherheit in die Bewertung statt, eine Bewertung denkbarer Flexibilitäten hingegen unterbleibt.¹⁰⁴⁸

5.3.2 Entscheidungsbaumverfahren

Der Versuch, aus dem statischen Kapitalwertverfahren ein dynamisches Verfahren zu wandeln, fand nicht zuerst eine Lösung in dem Realoptionsansatz. Die Kapitalwertmethode wurde zunächst in ein Entscheidungsbaumverfahren projiziert. Entscheidungsbäume sind bewährte Instrumente, um zukünftige Umweltentwicklungen als Entscheidungsgrundlage zu verarbeiten und die Schwächen der Szenario- und Sensibilitätsanalyse, bzw. der Monte-Carlo-Simulation zu überwinden.¹⁰⁴⁹

Die Sanierung eines Unternehmens ist ein langwieriger Prozess. Alle Entscheidungen, die zukünftig getroffen werden, stehen in Abhängigkeiten mit bereits getroffenen Entscheidungen und Umweltentwicklungen. Der Gesamtplan der Sanierung wird auf diesem Weg in Teilpläne zerlegt, deren Umsetzung bedingt sein wird von der Entwicklung des Sanierungsprozesses. Eine derart flexible Planung ist einer fixen Planumsetzung schon allein deshalb konzeptionell überlegen, weil die Unsicherheiten innerhalb der Teilplanergebnisse zum jeweils nächsten Zustand viel geringer sind als im Gesamtplan.¹⁰⁵⁰

Die denkbaren zukünftigen Umweltzustände werden in gleichmäßigen Entwicklungsschritten über die Zeit abgebildet und umfassen potenzielle Strategien der Sanierungsentseider. Die jeweiligen Entscheidungsmomente werden durch Entscheidungspunkte dargestellt, bei denen die Wahl zwischen Alternativen möglich ist. Aus jeder gegenwärtigen Situation der Darstellung in der obigen Abbildung ergeben sich zwei zukünftige Umweltzustände, die mit der Wahrscheinlichkeit p bzw. $1-p$ angegeben werden.¹⁰⁵¹

Der Entscheidungsbaum wird nun unter der Prämisse rekursiv bewertet, dass die optimale Strategie immer die ist, bei der der Kapitalwert am höchsten ist. Mit Hilfe des Roll-Back-Verfahrens können die prozessbestimmenden und entscheidenden Entscheidungspunkte

¹⁰⁴⁸ Vgl. BATRAN, A. (2008), S. 211 f.

¹⁰⁴⁹ Vgl. PERRIDON, L./ STEINER, M./ RATHGEBER, A. (2017), S. 150.

¹⁰⁵⁰ Vgl. BATRAN, A. (2008), S. 210.

¹⁰⁵¹ Vgl. HULL, C. (2019), S. 350 ff.

identifiziert werden. Der Entscheider kann Entscheidungen so optimieren und den wesentlichen Entscheidungspunkten die höchste Aufmerksamkeit zukommen lassen.¹⁰⁵²

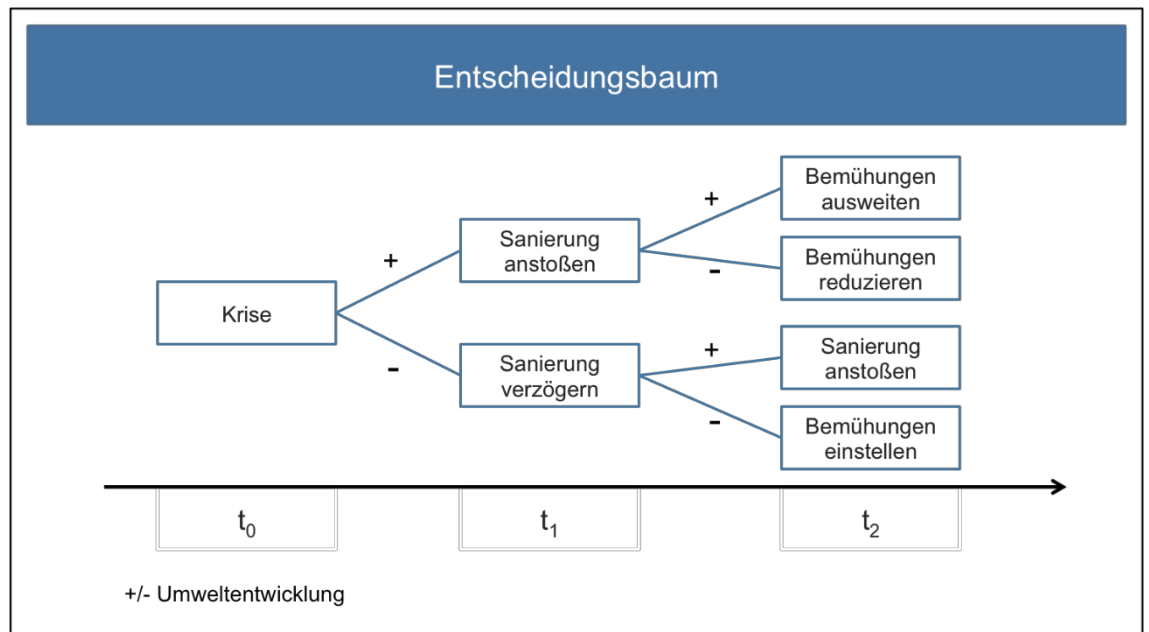


Abbildung 16: Entscheidungsbaum¹⁰⁵³

Die Anzahl potenzieller Strategien geht gegen Unendlich, und um als Managementinstrument nützlich zu sein, werden die vielfältigen realen Möglichkeiten in eine grobe Einteilung überführt. Der praktische Nutzen leidet durch die Reduktion auf eine Heuristik nicht. Grenzen findet das Verfahren dennoch darin, dass schnell die Übersichtlichkeit in komplexeren Systemen verloren geht. Die Schätzung der Wahrscheinlichkeit p stellt ein ähnliches Problem dar wie die Bestimmung eines Kalkulationszinssatzes. Theoretisch müsste für jeden Zwischenschritt ein jeweils neuer Diskontierungsfaktor herangezogen werden, da sich mit jeder Entscheidung auch das Risiko für den Fortbestand der Unternehmung ändert.¹⁰⁵⁴

¹⁰⁵² Vgl. HARRIS, R./ PRINGLE, J. (1985), S. 237 ff.

¹⁰⁵³ Eigene Darstellung in Anlehnung an BECKMANN, C. (2006), S. 40.

¹⁰⁵⁴ Vgl. HOMMEL, U./ LEHMANN, H. (2001), S. 18.

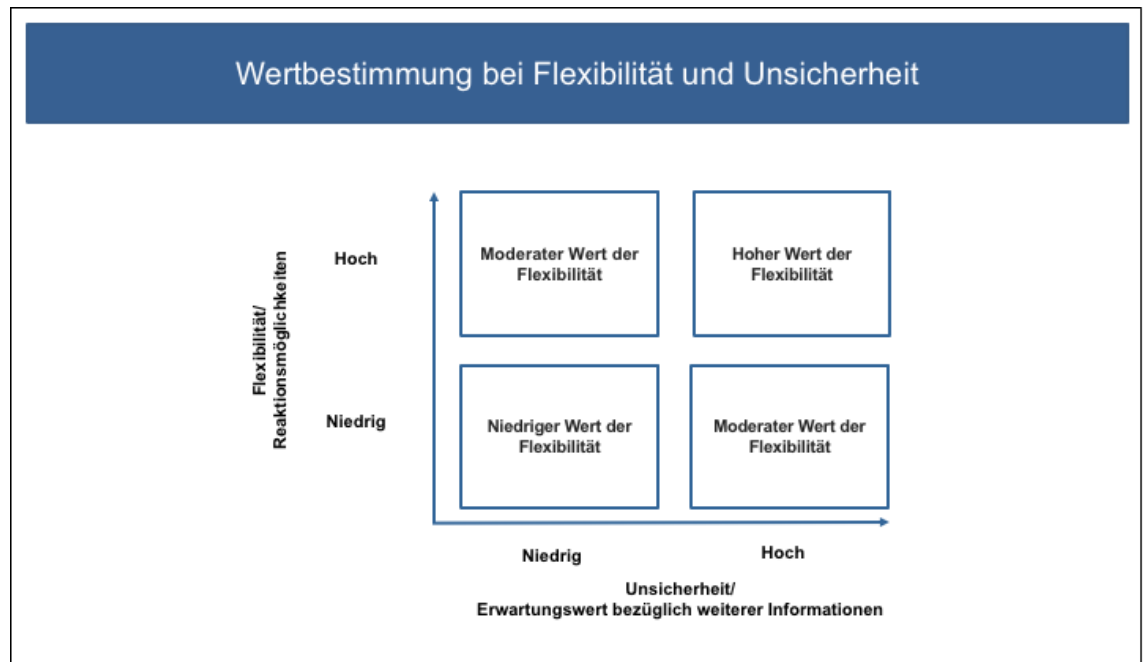


Abbildung 17: Wertbestimmung bei Flexibilität und Unsicherheit¹⁰⁵⁵

Die Analyse mit Hilfe des Entscheidungsbaums beinhaltet eine Wertkomponente für die Flexibilität und stellt für den Entscheider eine erste Bewertung dar, die beinahe die Qualität der Bewertung mit Hilfe des Realoptionsansatzes erreicht. Qualität bezieht sich hier auf das Unterstützungsniveau in der Sanierung.¹⁰⁵⁶

5.4 Realoptionen als Bewertungsinstrument

5.4.1 Vorüberlegung zu Optionen

Bei einer Option schließen zwei Marktteilnehmer einen Vertrag, bei dem der Käufer Flexibilität erwirbt. Der Verkäufer einer Option verpflichtet dem Käufer gegenüber, eine vorher vereinbarte Menge eines Vermögensgegenstandes („Underlying“ S) über eine bestimmte Laufzeit („amerikanische Ausprägung“ t) oder zu einem bestimmten Zeitpunkt („europäische Option“ T) zu einem fixen Preis („Ausübungspreis“ X) abhängig vom Vertrag zu verkaufen (Put) oder zu kaufen (Call).¹⁰⁵⁷ Die Flexibilität ergibt sich aus dem Recht des Käufers, die Option auszuüben, er geht keine weitere Verpflichtung ein. Es ergeben sich Möglichkeiten, die frei von Zwängen sind.

¹⁰⁵⁵ Eigene Darstellung in Anlehnung an COPELAND, T.E./KEENAN, P.T. (1998), S. 46.

¹⁰⁵⁶ Vgl. TRIGEORGIS, L. (2000), S. 153.

¹⁰⁵⁷ Vgl. HULL, C. (2019), S. 32.

Eine Option ist ein derivatives Finanzinstrument und basiert auf einem Recht, welches dem Optionsinhaber eingeräumt wird bzw. er käuflich erwirbt. Nur er kann entscheiden, ob er das Recht ausüben möchte oder nicht. Wird das Recht nicht wahrgenommen, dann verfällt die Option.¹⁰⁵⁸

Der Optionsvertrag steht für eine asymmetrische Zahlungs- und Risikostruktur zum Vorteil des Optionsinhabers. Dieser Vorteil kann zur Bepreisung der Option bewertet werden. Daraus resultiert auch die zentrale Unterteilung in Call- oder Put-Optionen. Call-Optionen sind Kaufoptionen, Put-Optionen hingegen sind Verkaufsoptionen.¹⁰⁵⁹ Übertragen auf die Sanierungsentscheidung sind die Optionen als Investitions- oder Desinvestitionsentscheidungen zu verstehen.

Mithilfe der Bewertung soll der Marktwert dieser Sanierungsoptionen für alle Zeitpunkte

$$0 \leq t \leq T$$

bestimmt werden. Dazu gelte im weiteren Verlauf der Untersuchung T als der Fälligkeitszeitpunkt und X als der Ausübungspreis der Option. Die Call- und die Put-Optionswerte C_T bzw. P_T seien in T definiert als:¹⁰⁶⁰

$$C_T = \max(S_T - X, 0) \text{ bzw.}$$

$$P_T = \max(X - S_T, 0)$$

Der Wert der Option teilt sich in zwei Komponenten, in einen inneren Wert und in einen Zeitwert. Der innere Wert der Option ist der Kapitalwert, zu dem die Option in diesem Augenblick $t_{\text{Gegenwärtig}}$ ausgeübt werden könnte unter der Bedingung $t_{\text{Gegenwärtig}} = T$, solange der Anteil der Finanzoption mindestens null beträgt.¹⁰⁶¹

$$\text{Innerer Wert}_{(t)} = \max\{S_t - X; 0\}$$

In Anlehnung an die Formel zur Feststellung des inneren Wertes einer Call-Option entwickeln sich drei Szenarien:

¹⁰⁵⁸ Vgl. BÖSCH, M. (2020), S. 37.

¹⁰⁵⁹ Vgl. PERRIDON, L./ STEINER, M./ RATHGEBER, A. (2017), S. 374.

¹⁰⁶⁰ Vgl. COX, J./ ROSS, S. (1976), S. 383.

¹⁰⁶¹ Vgl. DIXIT, A./ PINDYCK, R. (1994), S. 37.

Die Call-Option wird beschrieben als *in the money*, wenn der gegenwärtige Wert des Underlyings höher ist als der Ausübungskurs, der innere Kurs also positiv ist.

Die Call-Option ist *at the money*, sobald der gegenwärtige Wert des Underlyings dem Ausübungskurs entspricht, der innere Wert also etwa Null ist.

Die Call-Option ist *out of the money*, sobald der gegenwärtige Wert des Underlyings niedriger ist als der Wert der Ausübungskurs und so der innere Wert der Option kleiner Null wäre. Da keine negative Auszahlung, also keine Verpflichtung für den Halter der Option entstehen kann, ist der innere Wert der Option in diesen Fällen Null.

Die Klassifizierung erfolgt für Put-Optionen analog.¹⁰⁶²

Der Preis der Option kann in der Realität vom inneren Wert abweichen. Die Differenz aus dem inneren Wert der Option und seinem Preis ist der Zeitwert. Der Zeitwert nimmt über den Zeitverlauf immer weiter ab und ist in dem Augenblick der Ausübung der Option Null, da in dem Ausübungszeitpunkt keine Kursveränderung mehr eintreten kann.¹⁰⁶³

Beinhalten im Rahmen der Sanierung identifizierte Optionen die folgenden vier Merkmale, so werden sie mit Blick auf die Handlungsmöglichkeiten zu werthaltigen Optionen.¹⁰⁶⁴

- **Werthaltigkeit:** Realoptionen verursachen regelmäßig Anfangskosten, konkret bedeutet dies, dass der Option eine Investition zu Grunde liegt. Mit dieser Investition erzeugt die Unternehmung die Option und die daraus resultierenden werthaltigen Rechte.¹⁰⁶⁵
- **Zweckgebundenheit:** Mit der Investition ist ein konkretes Ziel und ein konkreter Nutzen verknüpft, welcher über ursprüngliche Investition hinausgehen kann. Die Ausprägung kann sowohl ein Investitions- als auch Desinvestitionszweck sein. Aus dieser Kategorisierung heraus können Arten von Realoptionen voneinander abgegrenzt werden.¹⁰⁶⁶

¹⁰⁶² Für sämtliche Szenarien: Vgl. PERRIDON, L./ STEINER, M./ RATHGEBER, A. (2017), S. 377.

¹⁰⁶³ Vgl. HOCKMANN, H./ THIEBEN, F. (2020), S. 149.

¹⁰⁶⁴ Vgl. AMRAM, M./ KULATILAKA, N. (1999), S. 13 f.

¹⁰⁶⁵ Vgl. GLOSE, M. (2013), S. 99.

¹⁰⁶⁶ Vgl. PERRIDON, L./ STEINER, M./ RATHGEBER, A. (2017), S. 32.

- **Flexibilität:** Flexibilität gewinnt der Akteur, indem die Entscheidung nicht unmittelbar erfolgen muss, ob er eine Investition fortführen möchte oder dieses Engagement beenden möchte. Für diese Auswahl steht dem Entscheider eine Zeitspanne zur Verfügung. Analog zu Finanzoptionen hat der Inhaber der Option die Möglichkeit, nicht aber den Zwang, die Investition zu tätigen oder zu unterlassen.¹⁰⁶⁷
- **Irreversibilität:** Eine einmal ausgeübte Optionsentscheidung kann nicht mehr zurückgenommen werden. Die Entscheidung ist unumkehrbar. Mit der Entscheidung für oder gegen eine Investition oder für oder gegen eine Desinvestition entstehen beim Akteur Kosten. Verzichtet der Akteur auf die Ausübung der Option, begrenzt er die Kosten auf die Kosten für den Erwerb der ursprünglichen Option.

5.4.2 Optionen als Basis für unternehmerische Handlungsoptionen

In der Literatur diskutieren Autoren bereits seit den 1980er Jahren die Analogie von Optionen, wie sie in Finanzmärkten zu beobachten und zu bewerten sind, zu den realen Optionen in einer Unternehmung.¹⁰⁶⁸

Anknüpfungspunkte sind die bereits beschriebenen grundlegenden Eigenheiten der Finanzoptionen, wie die Flexibilität, die Unsicherheit oder die Unumkehrbarkeit der getroffenen Entscheidung. Dem Recht zur Durchführung steht das Recht zur Unterlassung gleich.¹⁰⁶⁹

Bei der Ausübung einer Option entstehen Sunk Costs. Sunk Costs sind unwiederbringliche Kosten. Sie setzen sich zusammen aus den Kosten der Vorbereitung und der Prüfung einer Entscheidung. Bei einem rationalen Entscheider spielen Sunk Costs keine Rolle bei der Auswahl einer Alternative, da sie unabhängig von der konkreten Wahl bestehen. Im

¹⁰⁶⁷ Vgl. PERRIDON, L./ STEINER, M./ RATHGEBER, A. (2017), S. 157.

¹⁰⁶⁸ Vgl. MYERS, S. (1977); TRIGEORGIS, L. (1986); BLACK, F./ SCHOLES, M. (1973); COX, J./ ROSS, S./ RUBINSTEIN, M. (1979).

¹⁰⁶⁹ Vgl. SEPPELFRICKE, P. (2020), S. 212 f.

idealen Entscheidungsprozess des rationalen Entscheiders werden sie als entscheidungsirrelevante Kosten geführt.¹⁰⁷⁰ Dies ist so nicht der Fall bei vielen Gläubigern, die meinen, auch wenn schon 95 % verloren sind, läge ihre Quote noch bei 100 %.¹⁰⁷¹

Optionen weisen asymmetrische Ergebnisstrukturen auf. Die Gewinne aus einer Option sind der Höhe nach unbegrenzt. Das Verlustrisiko hingegen ist begrenzt auf den ursprünglich gezahlten Optionspreis.¹⁰⁷² Ausgehend von diesen Übereinstimmungen können die abstrakten Modelle aus der Optionspreistheorie zur Bewertung realer Optionen herangezogen werden.¹⁰⁷³

Die Parallelen von Finanzoptionen und Realoptionen mögen umfangreich sein, sie sind jedoch nicht vollkommen. Zunächst klafft eine Lücke bei der Betrachtung der Laufzeiten: Während eine Realoption in den meisten Fällen eine lange Laufzeit aufweist, haben Finanzoptionen vielfach Laufzeiten von einem Jahr. In ihrer Natur sind Realoptionen komplexer als eine klassische Finanzoption. Diese Regelmäßigkeit erklärt sich aus dem Aspekt, dass eine Finanzoption üblicherweise aus einer definierten Option mit einem konkreten Ausübungspreis besteht. Realoptionen hingegen sind praktisch immer vielfach zusammengesetzte Optionen, aus denen Entscheidungsalternativen mit den jeweiligen Erträgen betrachtet werden müssen.¹⁰⁷⁴

Ein aktiver Markt,¹⁰⁷⁵ an dem die Assets gehandelt werden, auf die eine Finanzoption abstellt, existiert in der Form nicht für Realoptionen. In vielen Fällen kann überhaupt kein Preis für das Underlying der Realoption in einem Markt beobachtet werden. Die Preise für das Underlying der Realoption unterliegen nicht den Beschränkungen, die für Finanzoptionen gelten.¹⁰⁷⁶

Im Vertragsrahmen einer Finanzoption ist der Stillhalter und der Eigentümer der Option klar festgelegt. In der Betrachtung einer Realoption verschwimmt eine klare Zuordnung,

¹⁰⁷⁰ Vgl. SCHILD, U. (2004), S. 105.

¹⁰⁷¹ Vgl. Interview SCHMITTMANN, Anhang, ZN 11.

¹⁰⁷² Vgl. ERNST, D./ SCHNEIDER, S./ THIELEN, B. (2017), S. 272.

¹⁰⁷³ Vgl. HÖLSCHER, L./ NESTLER, A./ OTTO, R. (2007), S. 71.

¹⁰⁷⁴ Vgl. CRASSEL, N. (2003), S. 23 f.

¹⁰⁷⁵ Vgl. BALLWIESER, W. (2013), S. 99.

¹⁰⁷⁶ Vgl. HOMMEL, U./ LEHMANN, H. (2001), S. 19.

da zunächst eine Konkretisierung der Rechte aus einer Realoption heraus zusätzliche Kosten verursachen würden. Im Rahmen von Realoptionen eine Ausschließlichkeit zu unterstellen bedeutet, dass ein Recht auf Investition durch gewerbliche Schutzrechte wie Patente oder sonstige vergleichbare Rechte gewahrt werden muss. Eine vergleichbare Wirkung kann aus betriebswirtschaftlicher Sicht vorliegen, wenn z. B. Markteintrittsbarrieren existieren oder aus einem Wissens- oder Technologievorsprung eine Exklusivität bei der Wahl von Handlungsalternativen gewährleistet ist.¹⁰⁷⁷

Durch rechtliche Aspekte kann der Markt selbst in vielen Fällen verzerrt werden, wenn nämlich z. B. der Kauf eines Patentes zu einem konkreten Zeitpunkt oder das Erschließen eines Baugrundstückes die Voraussetzung für die Sicherung der Realoption ist. In diesen Fällen kann aus der jeweiligen Wettbewerbssituation heraus die Sicherung der Option Einfluss auf die Wahl der Investitionsalternative selbst haben, und umgekehrt.¹⁰⁷⁸

Eine zusätzliche Begrenzung ergibt sich durch den laufenden Eintritt weiterer Realoptionen im Rahmen der Ausübung einer Realoption. Das bedeutet, dass mit der Ausübung einer Realoption durch die veränderte Rahmensituation des Underlyings neue Realoptionen entstehen. Das Unterlassen der Ausübung einer Realoption führt analog zu weiteren neuen Realoptionen.¹⁰⁷⁹

Handelt es sich um eine Option auf eine andere Option, wird von einer Compound Option gesprochen.¹⁰⁸⁰ Bei der klassischen Compound Option handelt es sich um eine Option europäischer Ausprägung.¹⁰⁸¹ Die Compound Option tritt in vier Ausprägungen auf. Es gibt die Variante einer:

- Kaufoption auf eine Kaufoption,
- Verkaufsoption auf eine Kaufoption,
- Verkaufsoption auf eine Verkaufsoption, und
- Kaufoption auf eine Verkaufsoption.¹⁰⁸²

¹⁰⁷⁷ Vgl. KOCH, U. (2001), S. 83.

¹⁰⁷⁸ Vgl. SEPPELFRICKE, P. (2020), S. 254.

¹⁰⁷⁹ Vgl. TRIGEORGIS, L. (1988), S. 148.

¹⁰⁸⁰ Vgl. HULL, C. (2019), S. 738 f.

¹⁰⁸¹ Vgl. DAMISCH, P. (2002), S. 309.

¹⁰⁸² Vgl. HULL, C. (2019), S. 738 ff.

Jede Variante fußt dabei auf zwei Basispreisen und zwei Ausübungszeitpunkten. Die Ausübung der Kauf- bzw. der Verkaufsoption zum ersten Basispreis zu einem ersten Ausübungszeitpunkt verschafft dem Inhaber das Recht, den zugrundeliegende Vermögensgegenstand zu dem vereinbarten zweiten Basispreis an dem vereinbarten zweiten Ausübungszeitpunkt zu kaufen bzw. zu verkaufen.¹⁰⁸³

Ein Bezug zur Lebenswirklichkeit, abgebildet in einer Realoption, könnte sich in einem schwebenden Vergabeverfahren finden. Der Bieter erwirbt bereits eine Option auf eine Option, Rohstoffe zu erwerben, obwohl der Auftrag noch nicht erteilt wurde. Erhält der Bieter den Auftrag, zieht der Bieter das Recht zu einem festen Zeitpunkt die Rohstoffe zu dem vereinbarten Preis zu erwerben. Erhält der Bieter den Auftrag nicht, so lässt er die erste Option verfallen und erwirbt die folgende Option nicht mehr.¹⁰⁸⁴

Ausgehend vom vorangestellten Beispiel berücksichtigt der Realoptionsansatz Handlungsalternativen, welche in klassischen Bewertungsansätzen keine Beachtung finden. Solange ein Unternehmen zwischen Alternativen wählen kann, stiftet die Flexibilität einen zusätzlichen Wert. Dieser zusätzliche Wert steigert den klassischen Unternehmenswert um den Wert der Flexibilität.¹⁰⁸⁵

Im Verlauf einer Unternehmenskrise verliert eine Unternehmung stetig an Flexibilität und die Zahl der Handlungsalternativen sinkt kontinuierlich. Dem Gedanken folgend reduziert bereits die Zurückhaltung im wirtschaftlichen Miteinander der Stakeholder im Dunstkreis einer Krise den Wert der Unternehmung.¹⁰⁸⁶

5.4.3 Arten von Realoptionen

Es gibt eine Vielzahl von Realoptionstypen. Zunächst unterscheiden sich die Realoptionstypen nach ihren verbrieften Rechten, also danach, ob es sich um eine Calloption, eine Putoption oder eine Verbundoption handelt.¹⁰⁸⁷

¹⁰⁸³ Vgl. HÖLSCHER, L./ NESTLER, A./ OTTO, R. (2007), S. 72 f.

¹⁰⁸⁴ Vgl. DAMISCH, P. (2002), S. 260.

¹⁰⁸⁵ Vgl. HULL, C. (2019), S. 775.

¹⁰⁸⁶ Vgl. HOHBERGER, S./ DAMLACHI, H. (2019c), S. 5.

¹⁰⁸⁷ Vgl. KRUSCHWITZ, L./ HUSMANN, S. (2012), S. 279.

Zur Orientierung in der weiteren Untersuchung sollen die Optionstypen in einem Übertrag auf Realoptionen kategorisiert werden.¹⁰⁸⁸ Die Flexibilität der Option ist der Kern aller Realoptionen. Diese Flexibilität kann verschiedene Ausprägungen einnehmen.¹⁰⁸⁹

In Projekten in der Sanierungspraxis existieren vielfältige Realoptionen. Dem Ziel einer standardisierten Einteilung und Abgrenzung ist es dienlich, wenn der unternehmerische Flexibilitätsgewinn anhand einheitlicher und leicht nachvollziehbarer Prüfkriterien kategorisiert werden kann.¹⁰⁹⁰

Orientiert an typischen Unterteilungen in der Literatur sollen acht Typen von Realoptionen die Grundlage der weiteren Untersuchung bilden:

- Wachstumsoption
 - option to expand (Erweiterungsoption)
 - option to innovate (Innovationsoption)
- Lernoption
 - option to defer investment (Warteoption)
 - option to stage investment (Option auf mehrstufige Investitionen)
- Versicherungsoption
 - option to abandon for salvage value (Abbruchoption)
 - option to contract (Einschränkungsoption)
- Wechseloption
 - option of temporary shut down (Stilllegungsoption- und Wiedereröffnungsoption)
 - option to switch (Umstellungsoption).¹⁰⁹¹

Innerhalb der eingeführten Kategorisierung ist eine weitere Verdichtung der Typenklassen der Realoptionen mit Blick auf ihre unternehmerische Wirkungsweise sinnvoll.¹⁰⁹²

¹⁰⁸⁸ Vgl. ERNST, D./ SCHNEIDER, S./ THIELEN, B. (2012), S. 268 ff.

¹⁰⁸⁹ Vgl. CRASSETT, N. (2003), S. 23 f.

¹⁰⁹⁰ Vgl. SPINLER, S./ HUCHZERMEIER, A. (2004), S. 67 f.

¹⁰⁹¹ Vgl. TRIGEORGIS, L. (1993) S. 210 ff.; TRIGEORGIS, L. (1988), S. 70.

¹⁰⁹² Vgl. COPELAND, T.E./ KEENAN, P.T. (1998), S. 47 ff.

5.4.3.1 Wachstumsoptionen

Die Wachstumsoption (Growth Option) - bearbeitet von Myers (1977),¹⁰⁹³ Brealey/Myers/ Franklin (1991),¹⁰⁹⁴ Kester (1984),¹⁰⁹⁵ Trigeorgis (1988),¹⁰⁹⁶ Pindyck (1988)¹⁰⁹⁷ und Chung/ Charoenwong (1991)¹⁰⁹⁸ - findet Anwendung bei Infrastruktur-basierten Projekten, bei strategischen Akquisitionen und bei Produktion mit mehreren Produktgenerationen. In diesen Szenarien kann der Marktwert der Unternehmung niedriger sein als der Wert der Unternehmung für einzelne Akteure.

Eine Erweiterungsoption (*option to expand*) ist eine Option, bestimmte Maßnahmen zu ergreifen, um perspektivisch die eigene Geschäftstätigkeit auszuweiten. Die hier gestiftete Flexibilität für das Management wurde von Trigeorgis/ Mason (1987),¹⁰⁹⁹ Pindyck (1988),¹¹⁰⁰ McDonald/ Siegel (1985)¹¹⁰¹ und Brennan/ Schwartz (1985)¹¹⁰² untersucht.

Zu einer Ausweitung des Vermögens der Unternehmung führen gleichermaßen die option to expand (Erweiterungsoption) und die option to innovate (Innovationsoption). Beide bilden gemeinsam die Wachstumsoptionen.¹¹⁰³ Die Erweiterungsoption fokussiert dabei nicht auf die Schaffung neuer Projekte, sondern auf eine Neubewertung getätigter Investitionen in der Zukunft.¹¹⁰⁴

Bei einer Erweiterungsoption erwirbt der Optionsinhaber die Flexibilität, die Sanierung von einer konkreten Bedingung abhängig zu machen. Eine solche Bedingung kann z. B. die Entscheidung einer Bank oder eines Kunden der insolventen Unternehmung sein. Bei

¹⁰⁹³ Vgl. MYERS, S. (1977), S. 147 ff.

¹⁰⁹⁴ Vgl. BREALEY, R./ MYERS, S./ FRANKLIN, A. (2020), S. 1 ff.

¹⁰⁹⁵ Vgl. KESTER, C. (1984), S. 153 ff.

¹⁰⁹⁶ Vgl. TRIGEORGIS, L. (1988), S. 145 ff.

¹⁰⁹⁷ Vgl. PINDYCK, R. (1988), S. 969 ff.

¹⁰⁹⁸ Vgl. CHUNG, K./ CHAROENWONG, C. (1991), S. 21 ff.

¹⁰⁹⁹ Vgl. TRIGEORGIS, L./ MASON, S. (1987), S. 14 ff.

¹¹⁰⁰ Vgl. PINDYCK, R. (1988), S. 969 ff.

¹¹⁰¹ Vgl. McDONALD, R./ SIEGEL, D. (1985), S. 331 ff.

¹¹⁰² Vgl. BRENNAN, M./ SCHWARTZ, E. (1985), S. 1 ff.

¹¹⁰³ Vgl. MYERS, S.C. (1977), S. 147 ff.

¹¹⁰⁴ Vgl. SEPPELFRICKE, P. (2020), S. 219.

einer Wachstumsoption handelt es sich prinzipiell um eine amerikanische Call-Option.¹¹⁰⁵

Im Gegensatz zur Erweiterungsoption gibt die Innovationsoption die Möglichkeit, eine unabhängige Folgeinvestition zu tätigen.¹¹⁰⁶ Im Rahmen einer Sanierung könnten im operativen Management die Einführung neuer Marken oder im strategischen Management Aktivitäten im Bereich der Forschung und Entwicklung exemplarisch eingeführt werden.¹¹⁰⁷

Innovationsoptionen lassen sich nicht immer intuitiv erkennen. Gemeinsame Kriterien von Innovationsoptionen sind, dass dem Halter die Ausübung der Option freigestellt bleibt und die Optionserschließung weniger Kosten verursacht als die sofortige vollständige Investition. Der Käufer der Option realisiert so Vorteile gegenüber den Mitbewerbern.¹¹⁰⁸

5.4.3.2 Lernoptionen

Tourinho (1979),¹¹⁰⁹ Titmann (1985),¹¹¹⁰ McDonald/ Siegel (1986),¹¹¹¹ Ingersoll/ Ross (1992)¹¹¹² und Copeland/ Koller/ Murrin (2002)¹¹¹³ diskutierten die Aufschoption (option to defer). Die Aufschoption beschreibt die Möglichkeit, eine Investition in die Zukunft zu verschieben und nicht sofort durchzuführen. Sie wurde untersucht bei Projekten zur Rohstoffgewinnung, der Immobilienentwicklung oder der Landwirtschaft.

Die Möglichkeit, in der jeweiligen Phase zunächst zu lernen und die Informationen in diesem Lernprozess verarbeiten zu können, um dann eine optimale Entscheidung aus-

¹¹⁰⁵ Vgl. HULL, C. (2019), S. 976.

¹¹⁰⁶ Vgl. BÖSCH, M. (2020), S. 148.

¹¹⁰⁷ Vgl. TRIGEORGIS, L. (1995), S. 9.

¹¹⁰⁸ Vgl. FAAB, K. (2007), S. 140 f.

¹¹⁰⁹ Vgl. TOURINHO, O. (1979), S. 1 ff.

¹¹¹⁰ Vgl. TITMAN, S. (1985), S. 505 ff.

¹¹¹¹ Vgl. MCDONALD, R./ SIEGEL, D. (1986), S. 707 ff.

¹¹¹² Vgl. INGERSOLL, J./ ROSS, S. (1992), S. 2 ff.

¹¹¹³ Vgl. COPELAND, T./ KOLLER, T./ MURRIN, J. (2002), S. 111.

wählen, bilden die *option to defer investment* (Warteoption) und die *option to stage investment* (Option auf mehrstufige Investitionen). Sie bilden die Gruppe der Lernoptionen.¹¹¹⁴

Das Management kann in einer Sanierungsphase nicht sofort auf alle notwendigen Kompetenzen zurückgreifen und es hat regelmäßig auch noch keinen vollumfänglichen Überblick über die Gesamtsituation.¹¹¹⁵

Um der Komplexität von Managemententscheidungen Rechnung zu tragen, untersuchten Geske (1979),¹¹¹⁶ Trigeorgis (1993),¹¹¹⁷ Brennan/ Schwartz (1985)¹¹¹⁸ und Kulatilaka/ Kogut (1994)¹¹¹⁹ auf komplexe Optionen (*compound option*). Realoptionen werden hier in multikausalen Beziehungen dargestellt.

Im Grundsatz ermöglicht die Warteoption dem Management, die notwendigen Informationen zu sammeln und zu verarbeiten.¹¹²⁰ Weil in der Unternehmenskrise meist Zeitdruck herrscht, kommt die Inanspruchnahme einer Warteoption nur bedingt in Frage. Die während einer Sanierungsphase vielfach zu treffenden Entscheidungen zur Reallokation der betroffenen Ressourcen zu verzögern, bis die Datenverarbeitungsprozesse im Unternehmen abgeschlossen sind, wäre jedoch für das Sanierungsmanagement wertvoll.¹¹²¹

Die Bestimmung des optimalen Auslösezeitpunktes der Investition bzw. die Überprüfung des gewählten Zeitpunktes ist erst in einer *ex post* Analyse möglich, da im Zeitablauf die Auslösezeitpunkte der Investitionen mit alternativen Auslösezeitpunkten im Wettbewerb stehen und sich gegenseitig beeinflussen werden.¹¹²²

Der optimale Auslösezeitpunkt wird ferner dadurch bestimmt, ob die Option der Unternehmung exklusiv zur Verfügung steht, oder es den anderen Unternehmen am Markt ebenfalls möglich ist. Betrifft die Krise eventuell die gesamte Branche, so können sich

¹¹¹⁴ Vgl. BÖSCH, M. (2020), S. 147.

¹¹¹⁵ Vgl. HOHBERGER, S./ PECHER, S./ HEIDRICH, M./ DAMLACHI, H. (2019), S. 1027.

¹¹¹⁶ Vgl. GESKE, R. (1979), S. 375.

¹¹¹⁷ Vgl. TRIGEORGIS, L. (1993), S. 208 ff.

¹¹¹⁸ Vgl. BRENNAN, M./ SCHWARTZ, E. (1985), S. 135 ff.

¹¹¹⁹ Vgl. KULATILKA, N./ KOGUT, B. (1994), S. 123 ff.

¹¹²⁰ Vgl. HOMMEL, U./ LEHMANN, H. (2001), S. 16.

¹¹²¹ Vgl. CRASSETT, N./ TOMASZEWSKI, C. (2018), S. 648 ff.

¹¹²² Vgl. SEPPELFRICKE, P. (2020), S. 219 f.

durch eine frühe Auslösung Wettbewerbsvorteile ergeben. Denkbar ist auch der umgekehrte Fall, indem der Wettbewerber zu First-Mover-Problematiken führen könnte und so die Krise verstärken würde.¹¹²³

Mit der Ausübung der Option werden die weiteren inhärenten Warteoptionen gestrichen.¹¹²⁴ Diese im Rahmen der Streichung von Optionen verursachten Opportunitätskosten müssen im Entscheidungsprozess reflektiert werden.¹¹²⁵

Die bisher eingeführten strategischen Realoptionen werden um eine Verbundkomponente erweitert. Verbundoptionen gewinnen immer dann an Bedeutung, wenn das krisenbetroffene Unternehmen weitergehende Bedeutung für Dritte hat, z. B. aufgrund von technologischen oder personellen Fähigkeiten.¹¹²⁶

Anders als bei den Warteoptionen betreffen die Optionen auf Ausübung mehrstufiger Investitionsdurchführungen ein isoliertes Investitionsobjekt. Innerhalb eines Sanierungsplanes kann nun schrittweise die Sanierung Schritt für Schritt durchgeführt werden, und so gewinnt das Management der Unternehmung an Flexibilität in den weiteren Entscheidungen, auch wenn die konkrete mathematische Bewertung immer komplexer wird.¹¹²⁷ Voraussetzung für das Heben dieser Optionen ist es, dass der Sanierungsplan so zu gestalten ist, dass die Sanierungsinvestitionen in Teilprozesse zerlegt werden können.¹¹²⁸

Sollte die Sanierung nicht im gewünschten Rahmen gelingen, so ist ein Abbruch zwischen den Teilschritten jederzeit möglich. Im Umkehrschluss eröffnet diese Sichtweise eine nachvollziehbare Sicherung gegen ungewünschte Entwicklungen in den internen Prozessen, aber auch jederzeit gegenüber externen Einflüssen. Das Unterlassen des jeweils nächsten Sanierungsschrittes kommt einer Beendigung des Gesamtprojektes gleich und führt zu einem denkbaren Design als Abbruchoption im Stile einer Put-Option.¹¹²⁹

¹¹²³ Vgl. TRIGEORGIS, L. (1991) S. 143 ff.

¹¹²⁴ Vgl. BANK, M./MAGER, F. (2000), S. 302 ff.

¹¹²⁵ Vgl. WITT, P. (2019), S. 99.

¹¹²⁶ Vgl. HAUSCHILD, B. (2013), S. 87 ff.

¹¹²⁷ Vgl. HOMMEL, U./LEHMANN, H. (2001), S. 18.

¹¹²⁸ Vgl. SCHUSTER, T./USKOVA, M. (2018), S. 18 f.

¹¹²⁹ Vgl. MEISE, F. (1998), S. 112 ff.

5.4.3.3 Versicherungsoptionen

Myers/ Majd (1990)¹¹³⁰ betrachteten den Wert der Flexibilität, um ein Projekt vor der Beendigung der jeweiligen Projektstufe zu beenden. Eine Abbruchoption (*option to abandon*) wurde projektiert auf die Markteinführung neuer Produkte in unsicheren Märkten oder bei kapitalintensiven Industrien.

Die Möglichkeit, ein Projekt in Teilschritte zu zerlegen und innerhalb eines Projektes nach jedem Teilschritt über die Realisierung des nächsten Projektschrittes zu entscheiden, wurde von Majd/ Pindyck (1987),¹¹³¹ Carr (1988),¹¹³² und Trigeorgis (1993)¹¹³³ untersucht. Das Management kann Entscheidungen Marktveränderungen besser anpassen. Im Wesentlichen wurde die Projektstufenoption (Time-to-Build Option) für Start-up-Unternehmen, Forschung & Entwicklung oder langfristige und kapitalintensive Projekte analysiert.

Die *option to abandon for salvage value* (Abbruchoption) und die *option to contract* (Einschränkungsoption) bieten die Möglichkeit, wirtschaftliche Verluste zu begrenzen, indem das Management über die Zeit auf z. B. negative Marktentwicklungen reagieren kann. Der Effekt kann als Versicherungsschutz interpretiert werden und gilt daher innerhalb der Familie der Realoptionen als Versicherungsoption. Die Versicherungsoption hat keinen limitierenden Einfluss auf etwaige Sanierungserfolge oder die Erlöse der Unternehmung.¹¹³⁴

Das Management erhält dabei die Möglichkeit, die Erlöse aus der Liquidation des Projektes jederzeit zu erhalten. Für Sanierungsbeteiligte wird so eine Exit-Option als Rücktrittsrecht geschaffen. Die Liquidation wird in jenen Szenarien durchgeführt, in denen die Sanierung nicht den angestrebten Erfolg stiftet.¹¹³⁵ Eine Exit-Option bei weiteren Akteuren einer Sanierung stellt den für das Sanierungsmanagement ungünstigsten Effekt dar, auch weil sie als Put-Option amerikanischer Ausprägung konstruiert ist.¹¹³⁶

¹¹³⁰ Vgl. MYERS, S./MAJD, S. (1990), S. 1 ff.

¹¹³¹ Vgl. MAJD, S./PINDYCK, R. (1987), S. 7 ff.

¹¹³² Vgl. CARR, P. (1988), S. 1235 ff.

¹¹³³ Vgl. TRIGEORGIS, L. (1993), S. 208 ff.

¹¹³⁴ Vgl. MYERS, S.C./MAJD, S. (1990), S. 1 ff.

¹¹³⁵ Vgl. RIEGEL, R. (2019), S. 91 f.

¹¹³⁶ Vgl. MEISE, F. (1998), S. 109.

Die Einschränkungsoption hat eine der Erweiterungsoption entgegengesetzte Wirkung. Sie ist dort vorhanden, wo ein Sanierungsvorhaben reduziert werden kann. Die unternehmerische Flexibilität bedeutet für den Sanierer die Möglichkeit, den Sanierungsrahmen zu reduzieren und den entsprechenden relativen Anteil des investierten Kapitals zurückzugewinnen, oder mindestens die aktuellen Kosten zu reduzieren.¹¹³⁷

Speziell im Rahmen einer übertragenden Sanierung ergibt sich für das kaufende Unternehmen die Option, Teile der erworbenen krisenbetroffenen Unternehmung wieder zu verkaufen oder stillzulegen.¹¹³⁸ Dem Käufer der Unternehmung steht so eine Put-Option zur Verfügung. In der Vorplanung des Sanierungsplans sollte daher beachtet werden, dass die übertragende Sanierung keinerlei Regelungen zum Gesamterhalt der Krisenunternehmung beinhalten sollte, um die Option für den Käufer zu erhalten.¹¹³⁹

5.4.3.4 Wechseloptionen

Der Wechsel von einer Betriebsart in eine andere Betriebsart wurde von Margrabe (1978),¹¹⁴⁰ Kensinger (1987),¹¹⁴¹ Kulatilaka/ Trigeorgis (1994)¹¹⁴² und Werker (2015)¹¹⁴³ erforscht. Typische Einsatzgebiete der Wechseloption (*option to switch*) sind rohstoffabhängige Produktionsanlagen.

Wechseloptionen bieten dem Management die Option, zwischen zukünftigen Szenarien zu wechseln. Der Grundidee der Realoption folgend ist jede Realoption im weiteren Sinne auch eine Wechseloption, da nach der Auslösung der Option eine Veränderung des Umweltzustandes erreicht wird. Der Begriff der „Wechseloption“ im engeren Sinne unterteilt sich weiterhin in die *option of temporary shut down* (Stilllegungsoption- und Wiedereröffnungsoption) und die *option to switch* (Umstellungsoption).¹¹⁴⁴

Theoretisch hat die Wechseloption eine beachtliche Relevanz in der Sanierung, da das Sanierungsmanagement die Möglichkeit zu wechseln vielfältig in die Sanierungsplanung

¹¹³⁷ Vgl. COPELAND, T.E./ KOLLER, T. / MURRIN, J. (2002), S. 469.

¹¹³⁸ Vgl. KNOPS, K.-O./ KARABULUT, S. (2019), S. 169.

¹¹³⁹ Vgl. TRIGEORGIS, L. (2000), S. 12.

¹¹⁴⁰ Vgl. MARGRABE, W. (1978), S. 177 ff.

¹¹⁴¹ Vgl. KENSINGER, J. (1987), S. 1 ff.

¹¹⁴² Vgl. KULATILAKA, N./ TRIGEORGIS, L. (1994), S. 778 ff.

¹¹⁴³ Vgl. WERKER, S. (2016), S. 1 ff.

¹¹⁴⁴ Vgl. MYERS, S.C. (1977), S. 147 ff.

einfließen lassen kann. Praktisch kann das die Wahl zwischen Technologien, zunächst gewählten Rohstoffen oder Vertragspartnern bedeuten. Es bieten sich wirtschaftliche Vorteile durch die Möglichkeit, operative Anpassungen vornehmen zu können.¹¹⁴⁵

Den negativen Auswirkungen, die sich aus dem vorzeitigen Ausscheiden einzelner Vertragspartner aus dem Sanierungsprozess ergeben, z. B. Lieferanten oder Kapitalgebern, kann so bereits in der Planungsphase begegnet werden.¹¹⁴⁶

Darüber hinaus ist es zielführend, wenn im Sanierungsplan bereits berücksichtigt wird, dass bei schwankenden Faktorpreisen stets die Möglichkeit besteht, die kostenminimale Lösung zu wählen, oder bei schwankenden Nachfragen die Möglichkeit, flexibel zu reagieren. Die Abwesenheit der Input- bzw. Outputflexibilität hat in vielen Fällen Anteil an einer Krise.¹¹⁴⁷

Eine Flexibilitätssicherung kann das Unternehmen in der Sanierung durch die Stilllegungsoption- und Wiedereröffnungsoption erreichen. Die Option besteht im ersten Blick aus zwei unabhängigen Optionen, nämlich zunächst der Option, einen Unternehmensbereich stillzulegen, dies jedoch in einer Form, die eine spätere Wiederinbetriebnahme zulässt. Entscheidungskalkül für die Stilllegung als auch für die Wiedereröffnung wird dabei der Deckungsbeitrag sein.¹¹⁴⁸

Ein negativer Deckungsbeitrag wird zu einer Schließung führen, wohingegen die Aussicht auf einen positiven Deckungsbeitrag eine Wiedereröffnung auslösen würde. Das Optionskalkül ist dahingehend zu erweitern, dass der Deckungsbeitrag nach einer Wiedereröffnung auch die Kosten für die Wiederinbetriebnahme kompensieren muss.¹¹⁴⁹

Der stillzulegende Bereich darf eben nicht einfach nur außer Betrieb genommen werden, sondern dieser Vorgang muss bereits in einer Art und Weise erfolgen, dass die Unternehmung in der Lage bleibt, die Aktivität in diesem Bereich wieder aufleben zu lassen. Prak-

¹¹⁴⁵ Vgl. WYCISK, C. (2009), S. 276.

¹¹⁴⁶ Vgl. BATRAN, A. (2008), S. 195.

¹¹⁴⁷ Vgl. HULL, C. (2019), S. 976.

¹¹⁴⁸ Vgl. SEPPELFRICKE, P. (2020), S. 219 f.

¹¹⁴⁹ Vgl. WERKER, S. (2015), S. 20.

tisch bedeutet dies z. B. die Konservierung einer Maschine oder die alternative Verwendung fachkompetenter Mitarbeiter aus diesem Bereich. Die Option wird deshalb auch vielfach als Produktionsoption geführt.¹¹⁵⁰

5.5 Die Bewertungsparameter des Realoptions-Ansatzes

Optionen werden unabhängig von ihrer jeweiligen Ausprägung durch eine Reihe von Faktoren und Parametern beeinflusst.¹¹⁵¹

Liegen vergleichbare Strukturen und Sachverhalte zwischen dem Chance und Risikokalkül von realwirtschaftlichen Projekten und denen einer Finanzoption vor, kann zur Bewertung auf finanzwirtschaftlich bewährte Optionspreisverfahren zurückgegriffen werden. Diese Bewertungsergebnisse bilden die realen Optionen ab.¹¹⁵²

Voraussetzung ist die Fähigkeit zur Identifikation und Übertragung aller Werttreiber der Realität auf die einer Finanzoption zur Konstruktion einer Realoption. Vergleichbar den DCF-Verfahren beeinflussen dann in der neu konstruierten Realoptionen verschiedene Werttreiber die weitere Entwicklung des Realoptionswertes. Analog zu den Optionspreismodellen für Finanzoptionen sind diese Werttreiber zu identifizieren, bevor die tatsächliche Bewertung einer Realoption durchgeführt werden kann.¹¹⁵³

Der weitere Verlauf der Arbeit stellt dabei sechs wertbeeinflussende Faktoren im Realoptionsansatz in den Mittelpunkt der Betrachtung.¹¹⁵⁴

5.5.1 Der Wert des Basisinstrumentes

Das Underlying bzw. der Basiswert bezeichnet den Wert des Vermögensgegenstandes, dem die Option zugrunde liegt. Bei einer Finanzoption ist das in aller Regel ein börsenhandeltes Wertpapier, dessen Wert öffentlich ist.¹¹⁵⁵

Hingegen gestaltet sich die Festlegung und Bewertung des Basiswertes einer Realoption schwieriger, da sie in den meisten Fällen vielschichtiger sein wird. Relativ einfach ist die

¹¹⁵⁰ Vgl. DAMISCH, P. (2002), S. 216.

¹¹⁵¹ Vgl. SCHUSTER, T./USKOVA, M. (2015), S. 95 f.

¹¹⁵² Vgl. PERRIDON, L./STEINER, M./RATHGEBER, A. (2017), S. 155 f.

¹¹⁵³ Vgl. SEPPELFRICKE, P. (2020), S. 254 f.

¹¹⁵⁴ Vgl. PEEMÖLLER, V./BECKMANN, C. (2019), S. 1583 ff.

¹¹⁵⁵ Vgl. SCHUSTER, T./USKOVA, M. (2015), S. 107.

Bestimmung immer dann, wenn der Realoption regelmäßig gehandelte Objekte zugrunde liegen. Das könnten börsenermittelte und laufend verfügbare Rohstoffpreise als Wertersatz für die Grundlage von Sanierungsplänen sein.¹¹⁵⁶

Im Rahmen einer Realoptionsbewertung wird in der Regel kaum ein Wert für ein zu sanierendes Unternehmen als Basisinstrument an einem Markt zu ermitteln sein. In all diesen Fällen kann auf eine Annahme konkreter Marktpreise verzichtet werden. Dieser Ansatz gilt als die Marktverzicht-Annahme.¹¹⁵⁷ Die Bewertung auf dieser geschilderten Grundlage ist in der Praxis üblich, weil kein Unternehmen aus der Peer-Group eine engere Korrelation mit dem Unternehmen haben kann als das Unternehmen selbst. Aufgrund der Spezialität einer Unternehmenskrise schließt sich die Bildung einer Peer-Group ohnehin weitgehend aus.¹¹⁵⁸

Dem Ansatz folgend ergeben sich zwei Ansätze, einen Basiswert zu ermitteln. Auf der einen Seite können die Werte vergleichbarer Investitionsobjekte herangezogen werden, auf der anderen Seite kann die Kapitalwertmethode genutzt werden.¹¹⁵⁹

Grundlage der Ermittlung eines Kapitalwertes sind die diskontierten zukünftigen Cashflows der Investition. Dieser Ansatz ist auch in der Praxis üblich. Diskontiert wird regelmäßig mit dem adjustierten, risikogewichteten Zinssatz WACC bei den FCF oder alternativ mit dem objektspezifischen Zinssatz.¹¹⁶⁰

Demgegenüber ist die Bewertung anspruchsvoller, wenn den Realoptionen in Sanierungssituationen z. B. Unternehmen oder Unternehmensteile zugrunde liegen, die es in dieser Form noch gar nicht gibt. Hier gilt es eine Peer-Group für Vergleichswerte zu finden. Das könnten z. B. Unternehmen sein, die dem Leitbild der sanierten Unternehmung entsprechen.¹¹⁶¹

¹¹⁵⁶ Vgl. HOMMEL, U./ LEHMANN, H. (2001), S. 17.

¹¹⁵⁷ Vgl. COPELAND, T./ ANTIKAROV, V. (2002), S. 22.

¹¹⁵⁸ Vgl. MONDELLO, E. (2017), S. 459.

¹¹⁵⁹ Vgl. CRASSELT, N. (2003), S. 25.

¹¹⁶⁰ Vgl. ERNST, D./ SCHNEIDER, S./ THIELEN, B. (2012), S. 273 f.

¹¹⁶¹ Vgl. MEYER, B. (2006), S. 63 ff.

5.5.2 Der Ausübungspreis

Der Basiskurs bzw. der Ausübungspreis ist bei Finanzoptionen leicht zu ermitteln, da er bereits bei Erwerb der Option festliegt. Er ist der Preis, der zum Ausübungszeitpunkt für den Verkauf des Basiswertes gilt.¹¹⁶² Ein Kaufpreis für ein Unternehmen wird nur in den seltensten Fällen dem Unternehmenswert entsprechen. Der Unternehmenswert wird durch die Verhandlungsmacht und -stellung der Vertragspartner in die eine oder andere Richtung beeinflusst.¹¹⁶³ Warren Buffet beschrieb den Zusammenhang als: „Price is what you pay, value is what you get“.¹¹⁶⁴

Bei einer Realoption entspricht der Ausübungspreis den Barwerten der Ein- und Auszahlungen zum Ausübungszeitpunkt. Ausgenommen hiervon sind nur die Realoptionen mit einer aufschiebenden Wirkung. In Insolvenzverfahren ist die Bestimmung des Basiskurses und der daraus abgeleiteten Ausübungspreise schwierig. In Sanierungsprojekten sind sowohl die Anfangsauszahlung als auch die Folgeinvestition und sämtliche Einzahlungen nur mit Unsicherheit zu bestimmen.¹¹⁶⁵

5.5.3 Die Verfallzeit der Option

Für den Rückgriff auf reale Optionen ist die Betrachtung der Laufzeiten insofern wichtig, als dass es hier keine festen Laufzeiten gibt. Feste Laufzeiten könnten sich exogen einstellen, z. B. Gerichtstermine aus dem Insolvenzverfahren selbst. Das Umfeld, in dem sich das krisenhafte Unternehmen bewegt, wird ausgesprochen dynamisch sein. Speziell die Entscheidungen der Stakeholder zu Detailfragen der Sanierungen sind jederzeit in der Lage, neue Laufzeiten zu eröffnen oder andere zu beenden.¹¹⁶⁶

Bei der Unternehmensbewertung in der Sanierung ist es zielführend, die Laufzeiten der Optionen an die Laufzeiten des Sanierungsvorhabens aus dem Sanierungsgutachten anzupassen.¹¹⁶⁷

¹¹⁶² Vgl. HULL, C. (2019), S. 302 ff.

¹¹⁶³ Vgl. ERNST, D./ SCHNEIDER, S./ THIELEN, B. (2012), S. 274 f.

¹¹⁶⁴ Vgl. BUFFET, W. (2008), o.S.

¹¹⁶⁵ Vgl. PERRIDON, L./ STEINER, M./ RATHGEBER, A. (2017), S. 141.

¹¹⁶⁶ Vgl. SEPPELFRICKE, P. (2020), S. 255.

¹¹⁶⁷ Vgl. HOHBERGER, S./ DAMLACHI, H./ WÄCHTER, V./ HERMANN, M./ et al. (2019), S. 132.

5.5.4 Opportunitätskosten der genutzten Option

Aktien als Basisinstrument könnten den Inhaber in Form von Dividendenzahlungen an den Gewinnen der Aktiengesellschaft teilhaben lassen, Inhaber von Optionen erwerben mit dem Kauf der Option jedoch keinerlei Rechte an der Gesellschaft selbst.¹¹⁶⁸

Eine Aktie repräsentiert ein Bündel von Rechten. Mit der Dividendenzahlung wird das Recht auf Teilhabe am Gewinn der Gesellschaft für das laufende Geschäftsjahr aufgelöst, d.h. quasi auf null gestellt. Die Auflösung dieses Rechts schlägt unmittelbar auf den Kurs der Aktie durch, da die zu erwartende Dividende einen Teil des Kurses darstellt. Rechnerisch würde der Kurs der Aktie exakt um die Höhe der ausgeschütteten Dividende schrumpfen.¹¹⁶⁹ Die Reduzierung des Aktienkurses führt auf diesem Umweg zu einem entsprechenden Rückgang des Wertes der Option und verhält sich analog für den Restwert einer Unternehmung bei einer übertragenden Sanierung von Unternehmensteilen im Rahmen einer Gesamtsanierung.¹¹⁷⁰

Werden Dividenden im Realoptionsmodell beachtet, so ist eine Unterteilung der Optionen in eine europäische bzw. amerikanische Ausprägung relevant, da ein vorzeitiges Ausüben des Optionsrechts im Gegensatz zu einer Ausübung zu einem fixen Laufzeitende einen geldwerten Vorteil darstellen kann.¹¹⁷¹

Der Übertrag auf reale Optionen wird auch dadurch komplizierter, dass es in der Sanierungsphase einer Unternehmung typischerweise keine Dividendenzahlung gibt.¹¹⁷² Die übertragende Sanierung eines Unternehmensbereiches mündet regelmäßig in der Liquidation der restlichen Unternehmensteile. Opportunitätskosten treten jedoch in Form einer entgangenen Verzinsung des eingesetzten Kapitals in alternativen Anlagen auf.¹¹⁷³ Bei einer erfolgreichen Sanierung begründet sich der entgangene Gewinn mindestens durch

¹¹⁶⁸ Vgl. HULL, C. (2019), S. 305 f.

¹¹⁶⁹ Vgl. MONDELLO, E. (2017), S. 4 f.

¹¹⁷⁰ Vgl. BAMBERGER, H. G. (2019), S. 24.

¹¹⁷¹ Vgl. ERNST, D./ SCHNEIDER, S./ THIELEN, B. (2012), S. 275.

¹¹⁷² Vgl. DÖRHÖFER, A./ HAUFLER, H. (2018), S. 1462.

¹¹⁷³ Vgl. LIEBLER, H./ SEFFER, A. (2018), S. 652 f.

die zeitlich verzögerte Verzinsung ab dem Zeitpunkt, ab dem die sanierte Unternehmung wieder eine branchenübliche Rendite erwirtschaftet.¹¹⁷⁴

5.5.5 Der risikofreie Zinssatz

Der letzte Bewertungsparameter ist der risikofreie Zinssatz. Den Finanzoptionen entsprechen, findet ein risikofreier Zinssatz bei Realoptionen als Diskontierungszinssatz Anwendung. Begründet wird dies durch die analoge Anwendung einer risikoneutralen Bewertung. Hierbei wird bei Realoptionen ebenfalls standardmäßig auf risikofreie Staatsanleihen mit gleicher Laufzeit wie die zu bewertende Realoption abgestellt.¹¹⁷⁵

Der Kalkulationszins wird in der einfachsten Darstellung als die Verzinsung einer risikofreien Alternativanlage interpretiert. Die Klassifizierung als risikolos stellt hierbei z. B. auf ein Rating der Bonität des Emittenten ab. Exemplarisch könnte der Zins einer Triple-A bewerteten Anleihe herangezogen werden. Der Kalkulationszins ist dadurch immer auch ein Vertreter von Opportunitäten.¹¹⁷⁶

Da es nicht genügt, die insolvenzauslösenden Tatbestände zu überwinden, wird gemäß dem IDW S6 die marktübliche Rendite der jeweiligen Branche als Zielgröße der Sanierung gefordert.¹¹⁷⁷ Das führt zu dem Effekt, dass die Sanierung insolventer Unternehmen umso unattraktiver für externe Kapitalgeber wird, je höher die Gewinne sind, die in dem relevanten Markt erwirtschaftet werden. Hierbei handelt es sich um eine Einstiegsoption, deren Opportunität das Engagement in einem Unternehmen der Peer-Group wäre.¹¹⁷⁸

Sinkt der Zinssatz, so erhöht sich der Wert einer Put-Option. Bei einem steigenden Zinssatz erhöht sich der Wert einer Call-Option. Die Zahlung von Dividenden hat einen indirekten Einfluss auf den Optionswert.¹¹⁷⁹

¹¹⁷⁴ Vgl. IDW S6, 2018a, Tz. 14/ Tz. 90.

¹¹⁷⁵ Vgl. HULL, C. (2019), S. 305.

¹¹⁷⁶ Vgl. PERRIDON, L./ STEINER, M./ RATHGEBER, A. (2017), S. 288.

¹¹⁷⁷ Vgl. IDW S6, 2018a, Tz. 14/ Tz. 90.

¹¹⁷⁸ Vgl. DAMLACHI, H./ HOHBERGER, S. (2019a), S. 80.

¹¹⁷⁹ Vgl. SCHUSTER, T./ USKOVA, M. (2015), S. 56.

Wirkungen der Bewertungsparameter		
Bei Zunahme des Parameters:	Preis der Kaufoption	Preis der Verkaufsoption
Ausübungspreis	Fällt	Steigt
Restlaufzeit	Steigt	Steigt
Kurs des Underlying	Steigt	Fällt
Volatilität	Steigt	Steigt
Risikoloser Zinssatz	Steigt	Fällt

Tabelle 5: Wirkungen der Bewertungsparameter¹¹⁸⁰

5.5.6 Volatilität der Erträge des Basisinstrumentes

Die Volatilitäten der jeweiligen Erträge aus dem zu sanierenden Unternehmen, welches als Basisinstrument interpretiert wird, bilden den zentralen Werttreiber der zu bewertenden Realoptionen.¹¹⁸¹

Klassische Risikoanalysen stellen darauf ab, dass zunehmende Unsicherheiten den Wert des Basiswertes reduzieren werden. Diese Systematik lässt sich so nicht auf Realoptionen übertragen, da Realoptionen ein Risiko nicht ausschließlich als Gefahr von Verlusten, sondern gleichermaßen als Chance auf Erträge definieren. Ein zunehmendes Risiko führt zu einem steigenden Realoptionswert der Investition selbst.¹¹⁸²

Die Volatilität ist eine wesentliche Größe im Bewertungsmodell realer Optionen. Gleichzeitig ist sie schwierig im Modell darzustellen, da für die meisten in Realoptionen abgebildeten Sanierungsinvestitionen weder eigene Werte noch Vergleichswerte zur Verfügung stehen.¹¹⁸³ Die notwendigen Daten müssen hilfsweise hergeleitet werden. Die Schwierigkeit der Herleitung verstärkt sich in einer Krise zusätzlich, da die denkbaren

¹¹⁸⁰ Eigene Darstellung in Anlehnung an SCHUSTER, T./USKOVA, M. (2015), S. 56.

¹¹⁸¹ Vgl. HULL, C. (2019), S. 305.

¹¹⁸² Vgl. ERNST, D./SCHNEIDER, S./THIELEN, B. (2012), S. 278.

¹¹⁸³ Vgl. BÖSCH, M. (2020), S. 19.

zukünftigen Zustände der Unternehmung mit dem Fortgang der Krise immer vielfältiger und deren Eintritt immer unsicherer werden.¹¹⁸⁴

Die Volatilität wird unter anderem als Risikokennziffer dargestellt, die das Risiko bzw. die Unsicherheit beschreibt, mit der die erwarteten Erträge aus der Sanierungsinvestition auch eintreten werden. Mit zunehmender Volatilität werden die realen Erträge auch über den Zeitverlauf zunehmend schwanken.¹¹⁸⁵

Der bereits diskutierte Beta-Faktor aus dem CAPM ist im Gegensatz dazu ein relatives Risikomaß, da beim Beta-Faktor die Abweichung eines Wertes zu einem Vergleichswert gemessen wird.¹¹⁸⁶

Differenziert werden drei Typen von Volatilität:¹¹⁸⁷

- Implizite Volatilität
- Erwartete Volatilität
- Historische Volatilität¹¹⁸⁸

Mit Hilfe der historischen Volatilität steht ein Maß zu Verfügung, welches Abweichungen einer Preis- oder Kursbewegung von einem Trend misst. Die Volatilität kann dann als relative Abweichung für eine Untersuchungsperiode angegeben werden. Eine hohe Volatilität beschreibt eine hohe Abweichung vom fortgeführten Durchschnittswert des betrachteten Kurses.¹¹⁸⁹

Die implizite Volatilität ergibt sich aus dem Kurs der Option selbst und wird mit Hilfe eines Optionspreismodells bestimmt. Ein Vergleich mit anderen Volatilitäten kann dann einen angemessenen Preis bestimmen.¹¹⁹⁰

Im Gegensatz zu der validen historischen Volatilität bzw. der impliziten Volatilität beschreibt die erwartete Volatilität einen Schätzwert einer zukünftigen Kursentwicklung.

¹¹⁸⁴ Vgl. RASCHE, C./ SCHMIDT-GOTHAN, H. (2018), S. 1989.

¹¹⁸⁵ Vgl. BÖSCH, M. (2020), S. 18 f.

¹¹⁸⁶ Vgl. ERNST, D./ SCHNEIDER, S./ THIELEN, B. (2012), S. 276.

¹¹⁸⁷ Vgl. PERLITZ, M./ PESKE, T./ SCHRANK, R. (1999), S. 260 ff.

¹¹⁸⁸ Vgl. MERK, A. (2011), S. 125.

¹¹⁸⁹ Vgl. HULL, C. (2019), S. 644 ff.

¹¹⁹⁰ Vgl. BÖSCH, M. (2020), S. 75.

Zukünftige Volatilitäten können grundsätzlich nicht aus Marktdaten abgeleitet werden.¹¹⁹¹

Im Fortgang der Arbeit werden nur noch zukünftige Volatilitäten untersucht. Softwarebasierte Lösungen stehen zur Verfügung, um die wichtigsten Risiken einer Sanierungsinvestition in ein Modell abzubilden. Zunächst gilt es, für alle jene Kriterien Annahmen zu treffen, die in der Lage sind, die Cashflows des zu sanierenden Unternehmens zu beeinflussen.¹¹⁹²

Für die wahrscheinlichkeitstheoretische Betrachtung bietet sich hier die Monte Carlo Simulation als bewährtes Instrument zur Erweiterung der Szenario- und Sensitivitätsanalyse an.¹¹⁹³

Mit Hilfe der DCF-Verfahren wird der Wert des zu sanierenden Unternehmens als Basiswert unmittelbar durch die Diskontierung zukünftiger Cashflows bestimmt. Die Werte, die diesen Cashflow beeinflussen, unterliegen Schwankungen. Die Faktoren, die zu diesen Schwankungen führen, können durch die Monte-Carlo-Simulation bestimmt werden. Die multikriteriellen Einflüsse auf die Höhe der Cashflows werden so in einer Kennzahl verdichtet und können in der weiteren Berechnung des Optionspreises herangezogen werden.¹¹⁹⁴

Über die DCF-Ansätze wird der Wert des Basisinstrumentes unmittelbar durch die Höhe der Zahlungsströme bestimmt, so dass die Schwankungen dieses Wertes durch Variation der die Cashflows beeinflussenden Faktoren mit Hilfe der Monte-Carlo-Simulation determiniert werden können. Dadurch werden die vielen separaten Volatilitäten der Cashflow-Determinanten zu einer Kennzahl verdichtet. Diese fließt anschließend als wichtige Größe in das Optionspreismodell mit ein.¹¹⁹⁵

¹¹⁹¹ Vgl. MERK, A. (2011), S. 125.

¹¹⁹² Vgl. RASCHE, C./ SCHMIDT-GOTHAN, H. (2018), S. 1989.

¹¹⁹³ Vgl. HULL, C. (2019), S. 975.

¹¹⁹⁴ Vgl. GLOSE, M. (2013), S. 97 f.

¹¹⁹⁵ Vgl. ERNST, D./ SCHNEIDER, S./ THIELEN, B. (2012), S. 277.

5.6 Die Bewertung von Realoptionen im Überblick

Auf der Grundlage des Realoptionsansatzes werden reale Optionen bewertet. Dies geschieht meist durch Rückgriff auf Optionspreismodelle aus der Finanzwirtschaft. Im weiteren Verlauf der Arbeit werden die zwei typischen Verfahren zur Bewertung realer Optionen eingeführt:

- das Black-Scholes-Modell¹¹⁹⁶ und
- das Binomial-Modell.¹¹⁹⁷

Das Black-Scholes-Modell ist das bekannteste analytische Verfahren und basiert auf einer kontinuierlichen und zeitstetigen Modellierung. Das numerische Verfahren ist eine diskrete Modellierung, dessen bekanntester Vertreter das Binomialmodell ist.¹¹⁹⁸

Zur Grundlagenbildung wird der Ansatz einer risikoneutralen Bewertung als Grundlage aller Optionsbewertungsmodelle eingeführt.¹¹⁹⁹

Die Beurteilung der Verfahren geht dabei weit auseinander. Während einige Stimmen im Realoptionsansatz den neuen Standard für Investitionsrechnungen sehen,¹²⁰⁰ beurteilen ihn andere Stimmen gegenüber den klassischen Verfahren als nicht vorteilhaft bei der Entscheidungsfindung.¹²⁰¹

5.6.1 Bewertung auf Grundlage des Risikoneutralitätsansatzes

Optionspreismodelle basieren auf der neoklassischen Annahme eines vollkommenen und arbitragefreien Markts. Der Markt bietet keine Arbitragemöglichkeiten, da Informationssymmetrie zwischen den Marktteilnehmern besteht. Die Herleitung der Optionspreisformeln erfolgt über ein risikoneutrales Referenzportfolio.¹²⁰²

¹¹⁹⁶ Vgl. BLACK, F./SCHOLES, M. (1973), S. 641 f.

¹¹⁹⁷ Vgl. COX, J./ROSS, S./RUBINSTEIN, M. (1979), S. 232 f.

¹¹⁹⁸ Vgl. ERNST, D./SCHNEIDER, S./THIELEN, B. (2012), S. 12.

¹¹⁹⁹ Vgl. SCHULMERICH, M./TRAUTMANN, S. (2003), S. 67 ff.

¹²⁰⁰ Vgl. HOMMEL, U. (1999), S. 25.

¹²⁰¹ Vgl. NIPPEL, P. (1996), S. 106 ff.

¹²⁰² Vgl. ERNST, D./SCHNEIDER, S./THIELEN, B. (2012), S. 290.

5.6.1.1 Referenzportfolioansatz

Der Ansatz über ein Referenzportfolio basiert auf der Konstruktion eines Duplikationsportfolios, bestehend aus einem Basisinstrument und einer risikofreien Anleihe, welches die Auszahlung einer Option exakt repliziert. Zum Laufzeitende besteht Sicherheit bezüglich der Auszahlungen.¹²⁰³

Der Referenzportfolioansatz basiert auf der Annahme der Arbitragefreiheit, demnach die Option und das Duplikationsportfolio die gleichen zukünftigen Auszahlungen und einen identischen Barwert besitzen. Dadurch werden Gewinnmöglichkeiten durch den Kauf des unterbewerteten und den Verkauf des überbewerteten Wertpapiers ausgeschlossen.¹²⁰⁴

5.6.1.2 Risikoneutralitätsansatz

Existieren Arbitragemöglichkeiten, werden Marktteilnehmer versuchen, diese zu nutzen. Der Preis einer Option wird nicht von den Eigenschaften des Marktteilnehmers beeinflusst. Der Optionspreis ist unabhängig davon, ob der Anleger risikoavers oder risikofreudig ist. Dies führt zu einer risikoneutralen Bewertung.¹²⁰⁵

Der Grundgedanke im Asset Pricing basiert auf der Idee, dass ein diskreter Markt arbitragefrei ist, wenn es mindestens ein EMM, ein äquivalentes Martingalmaß, gibt.¹²⁰⁶ Als ein mathematisches Werkzeug beschreibt das EMM die Bewertung der Option. Die Theorie der Martingale verbindet dieses mit dem Konzept eines fairen Spiels, in dem weder ein Gewinn noch ein Verlust entsteht. Der Martingalansatz zur Optionsbewertung besagt, dass der Barwert der Option dem diskontierten Erwartungswert der Optionswerte am Ende des Zeitraums entspricht.¹²⁰⁷

Im Risikoneutralitätsansatz geht die Optionspreisbewertung davon aus, dass sich die Anleger risikoneutral verhalten. Der Ansatz bezieht sich darauf, dass bei der Erhöhung des Risikos die Anleger keine zusätzliche Prämie verlangen. Durch zwei Eigenschaften kann die Bewertung von Derivaten vereinfacht werden. Zunächst entspricht die erwartete Rendite auf eine Aktie dem risikolosen Zinssatz, und der Diskontierungssatz für die erwartete

¹²⁰³ Vgl. MEISE, F. (1998), S. 60.

¹²⁰⁴ Vgl. BREUER, W./ GÜRTLER, M./ SCHUHMACHER, F. (2010), S. 51 f.

¹²⁰⁵ Vgl. BREALEY, R./ MYERS, S./ FRANKLIN, A. (2020), S. 573 ff.

¹²⁰⁶ Vgl. PASCUCCI, A. (2011), S. 23.

¹²⁰⁷ Vgl. HILPISCH, Y. (2006), S. 118.

Auszahlung aus einer Option entspricht ebenfalls dem risikolosen Zinssatz.¹²⁰⁸ Die Vereinfachung durch den Risikoneutralitätsansatz ist problematisch, da Insolvenzen zeigen, dass Anteile an Unternehmen risikobehaftet sind.

5.6.1.3 Bewertung einer Option anhand des Risikoneutralitätsansatzes

Die Herleitung der Optionspreisformel lässt sich in drei Schritte unterteilen. Im Prinzip ist der Wert einer Option mit dem Erwartungswert der Rückflüsse identisch, solange der Erwartungswert mit den Pseudo-Wahrscheinlichkeiten gebildet wird. Der Pseudo-Erwartungswert wird anschließend diskontiert.¹²⁰⁹ Weil die tatsächlichen Wahrscheinlichkeiten nicht konstant sind und sich laufend ändern, wird eine gemittelte Wahrscheinlichkeit gebildet, die als Pseudowahrscheinlichkeit bezeichnet wird.¹²¹⁰

Im ersten Schritt sind die Pseudo-Wahrscheinlichkeiten q zu ermitteln.¹²¹¹ Da p eine Wahrscheinlichkeit beschreibt, muss $0 < p < 1$ als Bedingung erfüllt sein. Diese geben dabei nicht in jedem Zeitpunkt die Eintrittswahrscheinlichkeit p für die Entwicklungsmöglichkeiten des Basiswerts S an. Ausgehend von einer neutralen Risikopräferenz kann die Pseudo-Wahrscheinlichkeit q als Eintrittswahrscheinlichkeit p interpretiert werden.¹²¹²

Die Ermittlung unterliegt Bedingungen. Angenommen, auf einem Finanzmarkt sind lediglich zwei Zustände und zwei Zeitpunkte zu beobachten. Ein Basiswert hat zum Ausgangspunkt 0 eine Ausgangsposition S_0 . Zum Zeitpunkt T nimmt er wahlweise den positiven Zustand S_u mit der Wahrscheinlichkeit q oder den negativen Zustand S_d mit der Wahrscheinlichkeit $(1 - q)$ ein. Es sei unterstellt, dass sich die Wertentwicklungen des Basiswertes von S_0 zu S_u oder S_d jeweils als Multiplikation mit einem Faktor u oder d darstellen lassen: $S_u = S_0 \cdot (1 + u)$ und $S_d = S_0 \cdot (1 + d)$. Gleichzeitig ist es möglich, eine Anleihe mit einem gegebenen Zinssatz r , als lineare Verzinsung anzulegen. Zusätzlich ist $S_d < S_0 \cdot (1 + r) < S_u$ vorauszusetzen, da anderenfalls niemand in den Basiswert

¹²⁰⁸ Vgl. HULL, C. (2019), S. 419.

¹²⁰⁹ Vgl. SPREMANN, K. (2010), S. 324.

¹²¹⁰ Vgl. SIXTL, F. (2018), S. 247.

¹²¹¹ Vgl. COX, J./ ROSS, S./ RUBINSTEIN, M. (1979), S. 235.

¹²¹² Vgl. MÜLLER, D. (2004), S. 122.

($S_d < S_u < S_0 \cdot (1 + r)$) oder in die Anleihe ($S_0 \cdot (1 + r) < S_d < S_u$) investieren würde. Das bedeutet:¹²¹³

$$1 + d < 1 + r < 1 + u$$

$$d < r < u.$$

Zum Zeitpunkt T ist der erwartete Aktienkurs $E(S_1)$ dadurch gegeben:

$$E(S_1) = q \cdot S_0 \cdot (1 + u) + (1 - q) \cdot S_0 \cdot (1 + d).$$

Aufgrund des Risikoneutralitätsansatzes sind die erwarteten Rückflüsse von beiden Anlagen gleich, egal ob am Anfang das Geld in Höhe von S_0 in die Aktie oder in die Anleihe angelegt wird. Zum Zeitpunkt T wird der Rückfluss der Anlage in die Anleihe erhalten, und zwar in folgender Höhe:¹²¹⁴

$$E(S_1) = S_0 \cdot (1 + r).$$

Wird die Gleichung eingesetzt in

$$q \cdot S_0 \cdot (1 + u) + (1 - q) \cdot S_0 \cdot (1 + d) = S_0 \cdot (1 + r).$$

Dann entsteht die folgende Formel:

$$q = \frac{(1+r)-(1+d)}{(1+u)-(1+d)} = \frac{r-d}{u-d}.$$

Im zweiten Schritt der Optionsevaluation ist der Pseudo-Erwartungswert der Auszahlungen zu ermitteln. Dieser entspricht der erwarteten Auszahlung, die von der Option zum Zeitpunkt T bewirkt wird. Bei einer guten Entwicklung wird die Auszahlung K_u und bei einer schlechten Entwicklung die Auszahlung K_d erzeugt. Die jeweiligen Auszahlungen sind durch den Vergleich von Ausübungspreis und dem endlichen Zustand einer Kaufoption auf eine Aktie quantifiziert:¹²¹⁵

$$K_u = \max[0, S_u - K], K_d = \max[0, S_d - K].$$

¹²¹³ Vgl. HULL, C. (2019), S. 350 ff.

¹²¹⁴ Vgl. BRUNNER, B. (2003), S. 11 ff.

¹²¹⁵ Vgl. AMRAM, M./KULATILAKA, N. (1999), S. 36.

Durch die Multiplikation der Pseudo-Wahrscheinlichkeiten mit diesen beiden Auszahlungen wird in der Summe der Pseudo-Erwartungswert ermittelt:

$$E_0^Q[R_1] = q \cdot K_u + (1 - q) \cdot K_d.$$

Die Notation $E_0^Q[R_1]$ zeigt an, dass bei der Bildung des Erwartungswertes das Martingal-Maß Q anstatt der echten Eintrittswahrscheinlichkeit P benutzt wird.

Werden die Gleichungen kombiniert, führt dies zu:

$$E_0^Q[R_1] = q \cdot \max[0, S_u - K] + (1 - q) \cdot \max[0, S_d - K].$$

In einem letzten Schritt wird der Zinssatz berücksichtigt. Der Pseudo-Erwartungswert bezieht sich auf den Zeitpunkt T , weshalb dieser Wert mit dem Zinssatz r diskontiert werden muss:¹²¹⁶

$$V_0 = \frac{1}{1+r} \cdot E_0^Q[R_1].$$

Dadurch wird der Optionspreis V_0 ermittelt. Durch das Einsetzen der Gleichung wird schließlich die Bewertungsformel der Risikoneutralität gebildet:

$$V_0 = \frac{1}{1+r} \cdot (q \cdot \max[0, S_u - K] + (1 - q) \cdot \max[0, S_d - K]).$$

In dieser Formel wird die Risikopräferenz vermieden. Dies deckt sich folgerichtig mit der Bedeutung der Risikoneutralität.

Die Bewertung mit dem Risikoneutralitätsansatz führt zum gleichen Realoptionswert wie die Bewertung mit dem Referenzportfolioansatz. Der Vorteil des Risikoneutralitätsansatzes besteht darin, dass das Modell mehrperiodisch ist und die Realoption eine komplexe Auszahlungsstruktur am Ende des Zeitraums besitzt.¹²¹⁷

5.6.2 Bewertung mithilfe der numerischen Verfahren

Die numerischen Verfahren gehen von der Annahme aus, dass sich der Basiswert diskret entwickelt. Sie unterscheiden sich in eine Methode, welche die partiellen Differentialgleichungen der Optionsbewertung in diskrete Differenzgleichungen zu transformieren

¹²¹⁶ Vgl. HULL, C. (2019), S. 355.

¹²¹⁷ Vgl. HILPISCH, Y. (2006), S. 127.

und zu lösen sucht, eine finite Differenzierung, während die andere versucht, den stochastischen Prozess der Entwicklung des Basiswertes über das Gitterverfahren und die Monte-Carlo-Analyse zu approximieren.¹²¹⁸ Der bekannteste Vertreter der Gitterverfahren ist das Binomialmodell von Cox, Ross und Rubinstein.¹²¹⁹

Im Binomialmodell für Finanzoptionen werden Pfade aufgezeigt, denen der Aktienkurs während der Laufzeit der Option folgen kann. Das Modell basiert auf der Grundannahme, dass der Aktienkurs einem Random Walk folgt. Das heißt, in jedem Zeitschritt existiert eine bestimmte Wahrscheinlichkeit, dass sich der Aktienkurs um einen bestimmten Prozentsatz aufwärts oder abwärts bewegt.¹²²⁰

Das Binomialmodell für Realoptionen ist gekennzeichnet durch eine risikolose Anleihe und eine risikobehaftete Aktie, wodurch die Erweiterung um zwei Zeitpunkte zur mehrperiodischen Betrachtung des Risikoneutralitätsansatzes gelingt. Wenn die weiteren Schritte zum Binomialverfahren hinzugefügt werden, bleibt das Prinzip der risikoneutralen Bewertung gültig.¹²²¹

Dabei wird der Typ der Realoption auf europäische Optionen beschränkt. Eine vorläufige Beschränkung führt zur Vereinfachung der Ermittlung und erlaubt gleichzeitig die Herleitung für bestimmte Realoptionstypen. Die Bewertung der Realoption lässt sich in zwei Schritte teilen, zunächst die Darstellung des Binomialbaums und danach die Feststellung des Preises der Realoption. Die Bedingungen des Kontextes werden dabei vom Risikoneutralitätsansatz übernommen.¹²²²

5.6.2.1 Darstellung des Binomialbaums

Zunächst wird die Entwicklung des Basiswertes in Form des Binomialbaums dargestellt. Der Standardbinomialbaum basiert auf einer konstanten Volatilität, welche durch die Faktoren u und d dargestellt wird. Die gesamte Laufzeit der Option wird in mehrere, diskrete und äquidistante Intervalle untergeteilt. Die Art der Entwicklung des Basiswertes

¹²¹⁸ Vgl. MÜLLER, D. (2018), S. 618.

¹²¹⁹ Vgl. COX, J./ ROSS, S./ RUBINSTEIN, M. (1979), S. 229 ff.

¹²²⁰ Vgl. HULL, C. (2019), S. 350 f.

¹²²¹ Vgl. HILPISCH, Y. (2006), S. 129.

¹²²² Vgl. HULL, C. (2019), S. 562 ff.

wird dem Szenario der Risikoneutralität übernommen, aber um mehrere Perioden erweitert. Weiterhin wird die Entwicklung dieses Wertes im Laufe der Zeit nur zwei mögliche Ausprägungen einnehmen können, entweder eine Aufwärtsbewegung (mit dem Parameter u) oder eine Abwärtsbewegung (mit dem Parameter d).¹²²³

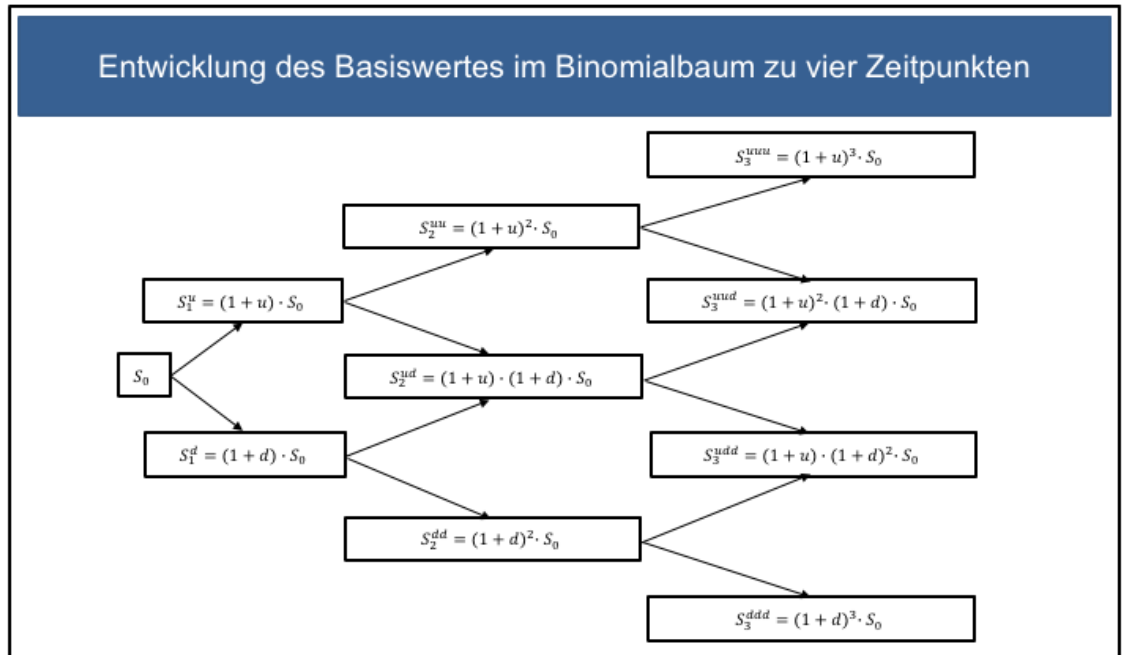


Abbildung 18: Entwicklung des Basiswertes im Binomialbaum zu vier Zeitpunkten¹²²⁴

Die Abbildung 14 verdeutlicht Entwicklungspfade des Basiswertes der Realoption über Knoten der Zeitpunkte bis hin zu den Ergebnisknoten zu je vier Zeitpunkten. Durch diese Baumstruktur wird es möglich, die Entscheidungen zum Investitionszeitpunkt mit einer bestimmten Unsicherheit zu simulieren.¹²²⁵ Die Analyse des Binomialbaums erfolgt mit der rekursiven Methode. Das heißt, in der Bewertung wird der Baum rekursiv vom Ergebnisknoten bis zum Ausgangspunkt gelöst. Außerdem wird die Maximalwertregel beachtet, die besagt, dass der Optionswert des vorangegangenen Zeitpunktes aus dem Maximalwert der Optionswerte der nachfolgenden Periode ermittelt wird.¹²²⁶

¹²²³ Vgl. MÜLLER, D. (2004), S. 122.

¹²²⁴ Eigene Darstellung in Anlehnung an HILPISCH, Y. (2006), S. 131.

¹²²⁵ Vgl. HUNDT, M. (2015), S. 91.

¹²²⁶ Vgl. MÜLLER, D. (2004), S. 123.

5.6.2.2 Bewertung der Realoption anhand des Binomialbaums

In einem zweiten Schritt auf dem Weg zur Bewertung von Realoptionen anhand des Binomialverfahrens wird der Optionspreis V_0 bestimmt.¹²²⁷ Die Formel kann ebenso vom Schema der Risikoneutralität übernommen werden. Da sich das Modell auf mehrere Zeitpunkte bezieht, werden hier zunächst einige Variablen konkretisiert:

$$S_t = \frac{1}{1+r} \cdot E_t^Q[S_{t+1}] = \frac{1}{1+r} \cdot (q \cdot (1+u) \cdot S_t + (1-q) \cdot (1+d) \cdot S_t)$$

$$q = \frac{r-d}{u-d}$$

$$V_0 = \frac{1}{(1+r)^T} \cdot E_0^Q[R_T].$$

Zu einem beliebigen Zeitpunkt t ist der Wert einer Realoption V_t dann wie folgt:

$$V_t = \frac{1}{(1+r)^{t^*}} \cdot E_t^Q[R_T].$$

Dabei ist die Restlaufzeit t^* der Realoption definiert durch $t^* = T - t$.

Anschließend ist die Formel zu verallgemeinern. Die Schwierigkeit dabei besteht darin, die Eintrittshäufigkeit der Pfade zu explizieren. Bei der Betrachtung von Abbildung 14 ist zu erkennen, dass die Eintrittsmöglichkeiten der Basiswerte zu unterschiedlichen Zeitpunkten nicht identisch sind. Die Werte S_3^{uuu} und S_3^{ddd} werden auf einem Pfad erreicht, während die Werte S_3^{uud} und S_3^{udd} auf jeweils drei Pfaden zu erreichen sind. Ein solches Problem lässt sich mithilfe der Binomialverteilung lösen.¹²²⁸ Sie ist formal zu beschreiben als¹²²⁹

$$B(T, q, k) = \binom{T}{k} \cdot q^k \cdot (1-q)^{T-k}$$

mit der folgenden Nebenbedingung der Kombinatorik:

$$\binom{T}{k} = \frac{T!}{(T-k)! \cdot k!}$$

¹²²⁷ Vgl. COX, J./ ROSS, S./ RUBINSTEIN, M. (1979), S. 232 ff.

¹²²⁸ Vgl. TRIGEORGIS, L. (1996), S. 185 ff.

¹²²⁹ Vgl. HULL, C. (2019), S. 562 ff.

Die Gleichung gibt die Wahrscheinlichkeit dafür an, dass es zum Zeitpunkt T k -mal Aufwärtsbewegungen und $T - k$ -mal Abwärtsbewegungen gibt. Ist R_T die Auszahlung der europäischen Realoption zum Zeitpunkt T , so erhält man den Wert V_0 einer Realoption durch das Einsetzen der Gleichung:

$$\begin{aligned} V_0 &= \frac{1}{(1+r)^T} \cdot E_0^Q[R_T] \\ &= \frac{1}{(1+r)^T} \cdot \sum_{k=0}^T (B(T, q, k) \cdot R_T) \\ &= \frac{1}{(1+r)^T} \cdot \sum_{k=0}^T \binom{T}{k} \cdot q^k \cdot (1-q)^{T-k} \cdot R_T. \end{aligned}$$

Wenn wir annehmen, dass es sich bei der Realoption um eine Kaufoption auf ein Unternehmen handelt, dann gilt:

$$R_T = \max[0, S_T - K]$$

wobei K den Kaufpreis und S_T den Unternehmenswert zum Zeitpunkt T bezeichnet. Dadurch ergibt sich der Optionswert der Kaufoption C_0 zum Zeitpunkt $t = 0$:

$$\begin{aligned} C_0 &= \frac{1}{(1+r)^T} \cdot \sum_{k=0}^T \binom{T}{k} \cdot q^k \cdot (1-q)^{T-k} \cdot \max[0, S_T - K] \\ &= \frac{1}{(1+r)^T} \cdot \sum_{k=0}^T \binom{T}{k} \cdot q^k \cdot (1-q)^{T-k} \cdot \max[0, (1+u)^k \cdot (1+d)^{T-k} \cdot S_0 - K]. \end{aligned}$$

Analog dazu lässt sich der Optionswert der Verkaufsoption P_0 zum Zeitpunkt $t = 0$ ermitteln:

$$\begin{aligned} P_0 &= \frac{1}{(1+r)^T} \cdot \sum_{k=0}^T \binom{T}{k} \cdot q^k \cdot (1-q)^{T-k} \cdot \max[0, K - S_T] \\ &= \frac{1}{(1+r)^T} \cdot \sum_{k=0}^T \binom{T}{k} \cdot q^k \cdot (1-q)^{T-k} \cdot \max[0, K - (1+u)^k \cdot (1+d)^{T-k} \cdot S_0]. \end{aligned}$$

Die Formeln sind nur auf eingeschränkte Bewertungssituationen anwendbar. In praktischen Fällen der Bewertung müssen andere Parameter und Bedingungen hinzugefügt werden. Jedoch bieten die beiden Formeln einen Einblick in die Vorgehensweise des Binomialverfahrens.¹²³⁰

¹²³⁰ Vgl. HULL, C. (2019), S. 562 ff.

Ein großer Vorteil der Binomialverfahren liegt in ihrer hohen Flexibilität, da sie die Bewertung sowohl von europäischen als auch von amerikanischen Optionen ermöglichen. Demgegenüber steht der Nachteil, dass der Rechenaufwand mit den Zeitintervallen und abhängig vom Typ der Option ansteigt. Die notwendigen Daten zu beschaffen und den Binomialbaum korrekt zu charakterisieren, ist daher normalerweise mit einem hohen Aufwand verbunden. Deshalb ist es erforderlich, die Bewertung der Realoption anhand des Binomialverfahrens auf die wesentlichen Einflussgrößen zu beschränken.¹²³¹

5.6.3 Das Black-Scholes-Modell [BSM]

Die analytischen Verfahren gehen von der Annahme aus, dass sich der Basiswert zeitsteig und stochastisch entwickelt.¹²³² Das bekannteste Beispiel ist das Black-Scholes-Modell.¹²³³ Im Gegensatz zum Binomialverfahren lässt sich die Bewertungsformel nur auf europäische Optionen korrekt anwenden. Aufgrund der einfachen, grafischen Darstellung grundsätzlicher Aspekte der Optionsbewertung gilt das BSM als gute Einstiegsmöglichkeit in die Bewertung von Realoptionen.¹²³⁴

Der Wert einer Option im Black-Scholes-Modell ist abhängig von sechs Werten: dem Basiswert S , dem Basispreis K , der Laufzeit T , der Volatilität σ , dem risikolosen Zinssatz r und der Dividende c . Durch die Zahlung der Dividende wird der zukünftige Basiswert verringert. Aus diesem Grund steigert sich der Wert einer Verkaufsoption bei der Dividendenzahlung und der Wert einer Kaufoption wird gemindert. Um die Situation zu vereinfachen, wird hier im Modell keine Dividendenzahlung berücksichtigt.¹²³⁵

Im Jahr 1973 gelangten Fischer Black, Myron Scholes und Robert Merton zu einem wichtigen Durchbruch bei der numerischen Optionsbewertung. 1997 wurde diese bedeutende Arbeit mit einem Nobelpreis gewürdigt.¹²³⁶ Im Black-Scholes-Modell wird davon ausgegangen, dass der Aktienpreis einem stochastischen Prozess mit stetigen Variablen folgt. Das heißt, dass die Änderungen der Variable jederzeit stattfinden können und die

¹²³¹ Vgl. HUNDT, M. (2015), S. 91.

¹²³² Vgl. MÜLLER, D. (2004), S. 116.

¹²³³ Vgl. BLACK, F./SCHOLES, M. (1973), S. 641 f.

¹²³⁴ Vgl. HILPISCH, Y. (2006), S. 93.

¹²³⁵ Vgl. MÜLLER, D. (2004), S. 120.

¹²³⁶ Vgl. BÖSCH, M. (2014), S. 74.

Variable jeden Wert innerhalb eines bestimmten Bereiches annehmen kann.¹²³⁷ Durch Herleitung mithilfe des allgemeinen Wiener-Prozesses und des Itô-Prozesses wird deutlich, dass die relativen Änderungen des Aktienkurses in einer kurzen Zeitspanne logarithmisch normalverteilt sind:¹²³⁸

$$\ln S_T - \ln S_0 \sim \phi \left[\left(\mu - \frac{\sigma^2}{2} \right) \cdot T, \sigma^2 \cdot T \right]$$

bzw.

$$\ln S_T \sim \phi \left[\ln S_0 + \left(\mu - \frac{\sigma^2}{2} \right) \cdot T, \sigma^2 \cdot T \right],$$

wobei μ der erwarteten Rendite einer Aktie entspricht. Die Gleichung besagt hier, dass $\ln S_T$ mit dem Erwartungswert $\ln S_0 + \left(\mu - \frac{\sigma^2}{2} \right) \cdot T$ und der Varianz $\sigma^2 \cdot T$ normalverteilt ist.

Es wird unterstellt, dass der Basiswert einer geometrisch Brownschen Bewegung – mit der Driftrate μ und der Volatilität σ – folgt. Für einen Basiswert S_t im n -ten Zeitschritt wird der Basiswert $S_{t+\Delta t}$ im nachfolgenden $n + 1$ -ten Zeitschritt in $t + \Delta t$ wie folgt bestimmt:

$$S_{t+\Delta t} = S_t \cdot \exp \left(\left(\mu - \frac{\sigma^2}{2} \right) \cdot \Delta t + \sigma \cdot \sqrt{\Delta t} \cdot \varepsilon \right).$$

ε steht dabei für eine standardnormalverteilte Zufallsvariable.¹²³⁹

Grundsätzlich versucht das Black-Scholes-Modell, den Wert der Kaufoption so festzusetzen, dass die Höhe der Optionsprämie dem erwarteten Ausübungsertrag der Option bei Fälligkeit entspricht.¹²⁴⁰ Der Wert einer europäischen Realoption vom Typ einer Kaufoption (z. B. eine Investition) ergibt sich in folgender Form:

$$C = S_0 \cdot N(d_1) - K \cdot e^{-rT} \cdot N(d_2).$$

Der Wert einer europäischen Realoption vom Typ einer Verkaufsoption (z. B. eine Exit-Option) ergibt sich nun in dieser Form:

¹²³⁷ Vgl. HULL, C. (2019), S. 404 ff.

¹²³⁸ Vgl. BLACK, F./SCHOLES, M. (1973), S. 641 f.

¹²³⁹ Vgl. RINNE, H./SPECHT, K. (2002), S. 165.

¹²⁴⁰ Vgl. BLACK, F./SCHOLES, M. (1973), S. 641 f.

$$P = K \cdot e^{-rT} \cdot N(-d_2) - S_0 \cdot N(-d_1)$$

mit

$$d_1 = \frac{\ln(S_0/K) + (r + \sigma^2/2) \cdot T}{\sigma \cdot \sqrt{T}}$$

$$d_2 = \frac{\ln(S_0/K) + (r - \sigma^2/2) \cdot T}{\sigma \cdot \sqrt{T}}$$

$$= d_1 - \sigma \cdot \sqrt{T}.$$

Die Funktion $N(x)$ gibt die kumulative Verteilungsfunktion einer Standardnormalverteilung an. Zum besseren Verständnis kann die Formel (4-4) umgestellt werden:

$$C = e^{-rT} \cdot [S_0 \cdot e^{rT} \cdot N(d_1) - K \cdot N(d_2)].$$

Die Notation $N(d_2)$ bezeichnet die Wahrscheinlichkeit, mit der die Option in einer risikoneutralen Welt ausgeübt wird. Die Notation $S_0 \cdot e^{rT} \cdot N(d_1)$ steht für den Erwartungswert einer Variablen, die bei $S_T > K$ in einer risikoneutralen Welt gleich S_T ist und anderenfalls den Wert 0 hat.¹²⁴¹

In der Black-Scholes-Formel kommt der Parameter μ nicht vor. Die Driftrate μ verschwindet aus dem gleichen Grund wie der Parameter q – die Wahrscheinlichkeit für eine Aufwärtsbewegung des Basiswertes im Binomialverfahren. Allgemeiner gesprochen wird μ durch den risikolosen Zinssatz r ersetzt. Bezüglich der Wahrscheinlichkeitsverteilung hat der Basiswert dieselbe Rendite wie eine risikolose Anleihe mit Zinssatz r .¹²⁴²

Der Vorteil des Black-Scholes-Modell besteht in seinen einfachen Anwendungsvoraussetzungen. Nachteilig ist dagegen, dass sich dort manche Einflussfaktoren nicht berücksichtigen lassen, da die wirtschaftlichen Bedingungen so streng begrenzt werden.¹²⁴³

5.6.4 Unterschiede und Zusammenhang zwischen Binomialverfahren und BSM

Die Grundvoraussetzungen von Binomialverfahren und Black-Scholes-Modell sind identisch. Beide beziehen sich auf die Eigenschaften des Marktes sowie die Prinzipien der risikoneutralen Bewertung und der Bildung eines risikofreien Duplikationsportfolios. Der

¹²⁴¹ Vgl. HULL, C. (2019), S. 427.

¹²⁴² Vgl. ADELMEYER, M/ WARMUTH, E. (2005), S. 149.

¹²⁴³ Vgl. ERNST, D./ SCHNEIDER, S./ THIELEN, B. (2012), S. 293.

wichtigste Unterschied liegt in den grundsätzlichen Annahmen über die Zeitänderung. Das Binomialverfahren geht davon aus, dass der Basiswert einem multiplikativen Prozess in zeitlich gleichen Abständen folgt. Das heißt, dass sich die Optionslaufzeit T in n diskrete und äquidistante Intervalle der Länge $\Delta t = \frac{T}{n}$ unterteilt.¹²⁴⁴

Im Vergleich dazu gründet das Black-Scholes-Modell auf einer Modellierung mit zeitstetiger Änderung. Durch die Verkleinerung des Zeitabstandes wird aber gezeigt, dass der Optionswert aus dem Binomialverfahren im Grenzübergang zu unendlich vielen Zeitpunkten mit dem Black-Scholes-Modell konvergiert, wenn der Erwartungswert und die Varianz beider Wertentwicklungsprozesse identisch sind.¹²⁴⁵

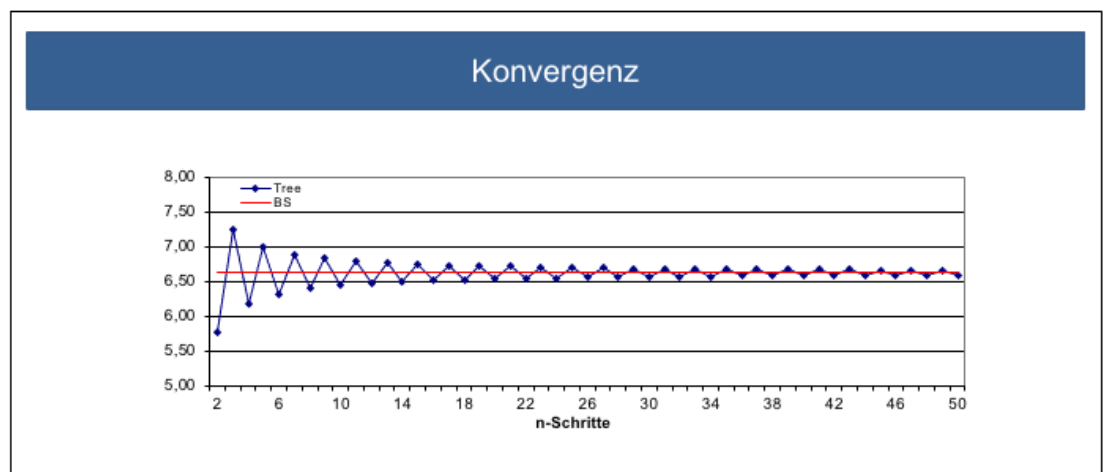


Abbildung 19: Binomialverfahren konvergiert mit dem Black-Scholes-Modell¹²⁴⁶

Die Abbildung 15, mit $S_0 = 50$, $K = 50.1$, $r = 5\%$, $q = 0\%$, $\sigma = 40\%$, $T = 1$, macht deutlich, dass sich das Binomialverfahren und das Black-Scholes-Modell nur bezüglich des unterstellten Basisverlaufes unterscheiden, wobei das Black-Scholes-Modell ein Grenzfall des Binomialverfahrens darstellt.¹²⁴⁷

Aufgrund ihrer jeweiligen Eigenschaften können die beiden Verfahren in unterschiedlichen Kontexten eingesetzt werden.¹²⁴⁸ Das Black-Scholes-Modell bietet dem Anwender

¹²⁴⁴ Vgl. MÜLLER, D. (2004), S. 122.

¹²⁴⁵ Vgl. WILKENS, S. (2000), S. 152 f.

¹²⁴⁶ Eigene Darstellung

¹²⁴⁷ Vgl. MÜLLER, D. (2004), S. 123.

¹²⁴⁸ Vgl. HILPISCH, Y. (2006), S. 94.

eine einfache Handhabung an, da wertbeeinflussende Parameter häufig vernachlässigt werden. Wenn es um eine erste, effiziente Abschätzung des Wertes einer Realoption geht, ist das Black-Scholes-Modell ein geeignetes Analyseinstrument. Sobald ein tieferes Problemverständnis, eine explizite Bewertung und eine Erfassung aller Einflussfaktoren benötigt werden, bietet das Binomialverfahren eine passendere Bewertung an, da in diesem Modell eine Menge an Details dargestellt werden können.¹²⁴⁹

5.7 Bewertung als Prozess im Realoptionsansatz

Die Wertermittlung auf Grundlage des Realoptionsansatzes ersetzt nicht die DCF-Methoden, sondern ergänzt sie. Daraus folgt die in der Praxis gewöhnliche Verknüpfung des Realoptionsansatzes mit einer DCF-Bewertung. Die Verbindung ergibt sich auch daraus, dass das zugrundeliegende Basisinstrument der identifizierten realen Option mit Hilfe der DCF-Methode bewertet werden muss.¹²⁵⁰

Der Prozess der Bewertung mit dem Realoptionsansatz erfolgt in fünf Schritten:

1. Identifikation der Realoptionen im Unternehmen
2. Passiver Unternehmensmehrwert
3. Werttreiber der Realoption
4. Wertentwicklungsbaum und Optionspreisbaum
5. Erweiterter Unternehmenswert.¹²⁵¹

Schritt 1: Identifikation der Realoptionen im Unternehmen

Im ersten Schritt findet eine Identifikation der Realoptionen im Unternehmen statt. Eine qualitative Potentialanalyse ist der Ausgangspunkt im Unternehmensbewertungsprozess.¹²⁵² Es ist hierbei die Frage zu beantworten, ob die zukünftigen Cashflows der Unternehmung einen eher sicheren oder einen eher unsicheren Charakter haben werden. Auf der Grundlage dieser Erkenntnis kann dann der geeignete Bewertungsanlass ausgewählt

¹²⁴⁹ Vgl. WILKENS, S. (2000), S. 152 f.

¹²⁵⁰ Vgl. WYCISK, C. (2009), S. 181.

¹²⁵¹ Vgl. MEISE, F. (1998), S. 127.

¹²⁵² Vgl. ERNST, D./ SCHNEIDER, S./ THIELEN, B. (2017), S. 295.

werden. Für alle Fälle, in denen die zukünftigen Zahlungen sicher sind, ist die DCF-Methode zu wählen, und für alle Fälle, in denen die Zahlungen unsicher sind, ist auf den Realoptionsansatz zurückzugreifen.¹²⁵³

Die Potentialanalyse kann dabei nicht für ein Unternehmen in der Gesamtheit durchgeführt werden, sondern ist für jedes Geschäftsfeld durchzuführen.¹²⁵⁴

Im Rahmen einer Sanierung werden die Cashflows gewöhnlich unsicher sein. Der Kern der Untersuchung wird es sein, das Optionspotential zu finden, also die Flexibilität und die Möglichkeiten des Geschäftsfeldes zu bewerten. Sowohl die Sicherheit der Cashflows als auch die Flexibilität des Geschäftsfeldes können zwischen hoch und gering schwanken und müssen nicht einheitlich geschätzt werden. Der Ersteller des Sanierungsplans sollte idealerweise bereits in dieser Phase die Planung eng mit den Gesellschaftern, dem Management bzw. mit den Stakeholdern abstimmen, speziell da der Cashflow aus der Gewinn- und Verlustrechnung abgeleitet wird und nicht unmittelbar Aussagen zur Zahlungsfähigkeit der Unternehmung zulassen.¹²⁵⁵

Aus den Ergebnissen der Potentialanalyse heraus beginnt die Modellierung der Ausgangssituation. Die Zahlungsströme der Unternehmung werden identifiziert und analysiert. Die unternehmerischen Flexibilitätsgrade werden den Zahlungsströmen und den Investitionen zugeordnet.¹²⁵⁶ Es werden die vorhandenen Optionstypen identifiziert und ein geeignetes Optionspreisverfahren bestimmt.¹²⁵⁷

Schritt 2: Passiver Unternehmensmehrwert

Im Anschluss erfolgen die Bestimmung der Inputparameter und die Festlegung der wertrelevanten Parameter der Option. Die Parameter werden entweder errechnet oder der Berechnung als Schätzwerte durch das Management oder Experten beigesteuert.¹²⁵⁸

¹²⁵³ Vgl. TROMMSDORF, V./STEINHOFF, F. (2013), S. 225 f.

¹²⁵⁴ Vgl. ERNST, D./SCHNEIDER, S./THIELEN, B. (2017), S. 299 f.

¹²⁵⁵ Vgl. KNECHT, T./HÖLZLE, G. (2018), S. 1506.

¹²⁵⁶ Vgl. DAMISCH, P. (2002), S. 118.

¹²⁵⁷ Vgl. GIESSLER, J. (2018), S. 121.

¹²⁵⁸ Vgl. HILDEBRANDT, H. (2012), S. 152.

Der passive Unternehmenswert wird mit Hilfe der DCF-Methode berechnet. Die Cash-flows selbst werden ohne Berücksichtigung von Handlungsflexibilitäten geplant.¹²⁵⁹

Schritt 3: Werttreiber der Realoption

Die Bestimmung der Werttreiber und die Identifikation der Realoptionen für den konkreten Fall finden in einem dritten Schritt statt.¹²⁶⁰

Die Werttreiber sind:

- der Wert des Basisinstrumentes,
- der Ausübungspreis,
- die Verfallzeit der Option,
- die Opportunitätskosten der genutzten Option,
- der risikofreie Zinssatz,
- die Volatilität der Erträge des Basisinstrumentes

und wurden insgesamt in Kapitel 5.5 eingeführt.

Die identifizierten Realoptionen werden kriterienbasiert klassifiziert. Relevante Kriterien sind:

- Beschreibung der unternehmerischen Situation,
- Optionstyp,
- Kauf- oder Verkaufsoption,
- Klassifizierung nach Ausübung der Option als amerikanische oder europäische Variante,
- Interaktion oder Unabhängigkeit.¹²⁶¹

Schritt 4: Wertentwicklungsbaum und Optionspreisbaum

Als vierter Schritt folgt die Bewertung selbst. Hierzu erfolgt die Konstruktion eines Wertentwicklungsbaums als Vorüberlegung für den Optionspreisbaum und die Ableitung der

¹²⁵⁹ Vgl. BERNECKER, J. (2006), S. 266 f.

¹²⁶⁰ Vgl. MATSCHKE, M./ BRÖSEL, G. (2013), S. 102.

¹²⁶¹ Vgl. BERNECKER, J. (2006), S. 267 f.

Optionspreise selbst daraus. Der Schritt endet in einer Analyse der Bewertungsergebnisse.¹²⁶²

Schritt 5: Erweiterter Unternehmenswert

Den Abschluss findet der Prozess in einem fünften Schritt, in der Durchführung einer Feinabstimmung. In diesem Schritt werden die Sensitivitätsanalysen durchgeführt, die die Auswirkungen sich ändernder Werttreiber auf den Optionspreis selbst untersuchen. Die Analyse erstreckt sich auch auf die gegenseitigen Wechselwirkungen verbundener Optionen.¹²⁶³

Existieren in dem Unternehmen isolierte Realoptionen, so werden diese einzeln bewertet. Bedingen sich Realoptionen gegenseitig, so sind sie als eine einzelne Realoption zu betrachten und zu bewerten. Der erweiterte Unternehmenswert ist die Summe aus dem passiven Unternehmenswert und dem aktiven Unternehmenswert, welcher die Summe der isolierten Realoptionswerte bildet.¹²⁶⁴

¹²⁶² Vgl. MERBECKS, A./ STEGEMANN, U./ FROMMEYER, J. (2004), S. 115.

¹²⁶³ Vgl. MEISE, F. (1998), S. 127.

¹²⁶⁴ Vgl. BERNECKER, J. (2006), S. 280.

6 Realoptionsbasierte Beeinflussung des Verfahrens

6.1 Realoptionsgestützter Sanierungsprozess

Ein zentrales Dilemma in der Bewertung von sanierungsbedürftigen Unternehmen und dem Umgang mit den gewonnenen Erkenntnissen liegt in den sich selbst beschleunigenden Effekten als Resultat verlorenen Vertrauens beteiligter Dritter.¹²⁶⁵

Der Gesetzgeber auf europäischer Ebene steuert diesem Effekt durch die Verabschiedung der Restrukturierungsrichtlinie entgegen. Für ein erfolgreiches Sanierungsverfahren ist es hilfreich, wenn es den Unternehmen in der Krise ermöglicht wird, durch präventive Restrukturierungsmaßnahmen die klassische Insolvenz zu umgehen und die damit verbundene Liquidierung vom im Grundsatz lebensfähigen Unternehmen zu vermeiden.¹²⁶⁶ Der ordnungspolitische Effekt dieser Maßnahme zeigt sich in einer Ausweitung der unternehmerischen Handlungsoptionen und der Ausweitung der Optionszeiträume, da bereits früher Maßnahmen ergriffen werden können.

Weil die Zustimmungshürden durch die Gläubiger zu den Verfahrensvarianten abnehmen, erhöhen sich die Sanierungschancen. Analog zur außergerichtlichen Einigung verlangt das StaRUG für die Umsetzung der vorgeschlagenen Lösungen eines Sanierungsmoderators Einstimmigkeit, ein Restrukturierungsplan hingegen kann jedoch bereits mit einer Mehrheit von 75 % der Gläubiger beschlossen und vom Gericht bestätigt werden. Sollte diese Zustimmungsquote nicht erreicht werden, kann der Schuldner in ein Schutzschirm- und Insolvenzverfahren ausweichen, für das nur noch eine Zustimmung von 50 % der Gläubiger notwendig ist. Mit jedem weiteren Schritt erhöhen sich die Kosten für das Verfahren selbst, in der Praxis stets zu Lasten der Befriedigungsquote der Gläubiger.¹²⁶⁷

Der starre ordnungspolitische Rahmen der Insolvenzordnung prägt die Handlungsmöglichkeiten für die Akteure. In diesem stark juristisch geprägten Umfeld reduziert sich das Potential des IDW S6 zu einem Absicherungsinstrument für Entscheider, anstatt als Best

¹²⁶⁵ Vgl. GIESSLER, J. (2018), S. 116 f.

¹²⁶⁶ Vgl. EU-RICHTLINIE 2019/1023 (2020), S. 18.

¹²⁶⁷ Vgl. SCHMITTMANN, J. (2021a), S. 108.

Practice Lösung eine Handlungsvorlage für die Sanierung zu sein.¹²⁶⁸ Bei KMU sind weder zeitliche noch finanzielle Ressourcen für die Erstellung eines Gutachtens nach IDW S6 vorhanden.¹²⁶⁹

Weil jedoch zur Steuerung wirtschaftlich geprägter und rechtlich valider Insolvenzverfahren der Zustand der Unternehmung genau analysiert werden muss, ist stattdessen eine integrierte Sanierungsplanung zu erstellen. Ausgehend von den Insolvenzursachen sind die möglichen Sanierungs- oder Verwertungsoptionen zu entwickeln und mit der Gläubigerversammlung abzustimmen.¹²⁷⁰

Die klassischen Unternehmensbewertungsverfahren begünstigen zusätzlich Fehleinschätzungen zur Zukunftsfähigkeit der Unternehmung.¹²⁷¹

Die beteiligten Akteure vermögen selbst die Entwicklung nicht zu durchbrechen und limitieren sich durch die begrenzte Rationalität ihrer Entscheidungen. Während die Aktivitäten der Eigenkapitalgeber zu verspäteten und die Aktivitäten der Fremdkapitalgeber zu verfrühten Insolvenzauslösungen führen, entsteht in beiden Szenarien eine ineffiziente Vermögensverwertung.¹²⁷²

Die Zusammenführung der individuellen Fehlerquellen zu Handlungsempfehlungen erfolgt auf der Grundlage der bisherigen Erkenntnisse anderer Sanierungsprozesse. Ziel ist es, eine Fehleraddition zu verhindern, denn diese führt zu unnötig hohen Schäden, sowohl aus monetärer Sicht als auch mit Blick auf die verlorenen Arbeitsplätze.¹²⁷³

Speziell die Erkenntnisse aus der Behavioral Finance werden genutzt, um die Lücke zwischen dem tatsächlichen Verhalten und dem theoretisch erwartbaren Verhalten zu schließen.¹²⁷⁴

¹²⁶⁸ Vgl. IDW S6, 2018a, S. 1 Rz. 1.

¹²⁶⁹ Vgl. Interview SCHMITTMANN, Anhang, ZN 99 f.

¹²⁷⁰ Vgl. HAMMES, D. (2019), S. 186 f.

¹²⁷¹ Vgl. MOCK, T./EKHOLM, T. (2018), S. 1232.

¹²⁷² Vgl. DAS, T. K./TENG, B. (1999), S. 757 ff.

¹²⁷³ Vgl. EVERTZ, D./KRYSTEK, U. (2010), S. 57.

¹²⁷⁴ Vgl. BARBERIS, N./THALER, R. (2005), S. 1 ff.

Dass das Verhalten von Gruppen und Individuen steuerbar, mindestens aber beeinflussbar ist, belegen die Erkenntnisse aus der Behavioral Finance.¹²⁷⁵

Im Allgemeinen ist die Herstellung von Zielharmonie über sämtliche Gläubiger das erste Ziel, auch um Unsicherheiten in deren Entscheidungsverhalten zu reduzieren. Im Speziellen zielt die weitere Steuerung der Gläubiger auf die Festlegung für ein Sanierungsverfahren ab, da die besicherten Gläubiger Optionen anders bewerten als die unbesicherten Gläubiger.¹²⁷⁶

Die realoptionsbasierte Bewertung einer Unternehmung vermag die Spannungsfelder durch den Abbau tatsächlicher und vermeintlicher Informationsasymmetrien zu reduzieren.¹²⁷⁷ Die Etablierung eines realoptionsgestützten Sanierungsprozesses mit dem Ziel der optimalen Verwertung kann unter den besicherten und den unbesicherten Gläubigern Zielharmonie stiften, indem eine wertmäßige Verknüpfung des Ist-Zustandes einer Unternehmung mit dem Soll-Zustand der sanierten Unternehmen gelingt. Diese Zusammenführung bewirkt die Herausbildung einer Routine innerhalb der Sanierung, welche die Handlungen rund um die Unternehmensrealität innerhalb der Krise strukturiert.¹²⁷⁸

Durch den Realoptionsansatz gewonnene Sicherheit in einem strukturierten Entscheidungsprozess wird bei den beteiligten Akteuren zu rationaleren Ergebnissen führen. Die Sicherheit wird gewonnen, weil Handlungsschritten Wertveränderungen zugeordnet werden und Optionen für eine spätere Sanierungsentscheidung bepreist werden. Die Beurteilbarkeit von Sanierungsvorhaben wird sicherer, weil Wirkungsketten und Voraussetzungen für zukünftige Unternehmenszustände aufgezeigt werden. Insgesamt werden Unsicherheiten reduziert.

Die Routine führt zu einer zielgerichteten Arbeitsteilung und erleichtert so die Abstimmung im Gesamtprozess. Der Abbau von Unsicherheiten und die Reduzierung von Rüst-

¹²⁷⁵ Vgl. DE BONDT, W./ THALER, R. (1995), S. 392.

¹²⁷⁶ Vgl. ROCKENBACH, B. (2004), S. 521 f.

¹²⁷⁷ Vgl. WERKER, S. (2015), S. 254.

¹²⁷⁸ Vgl. RÜEGG-STÜRM, J. (2013), S. 343.

kosten erhöhen die Effektivität und stiften parallel dazu Ablaufstrukturen, die ein stärkeres Gefühl von Beherrschbarkeit vermitteln. Das Design von Aufbau- und Ablaufstrukturen werden in das Modell zur realloptionsbasierten Sanierungsprozess migriert.¹²⁷⁹

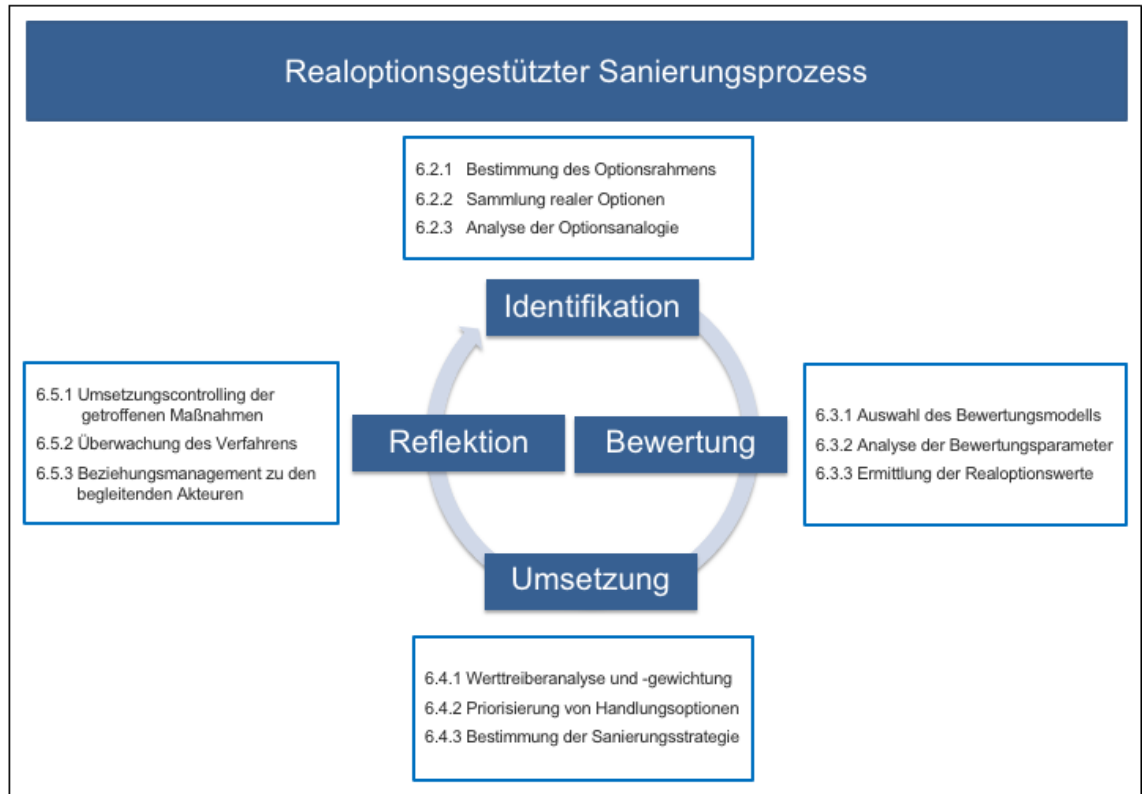


Abbildung 20: Realoptionsgestützter Sanierungsprozess¹²⁸⁰

6.2 Identifikation

6.2.1 Bestimmung des Optionsrahmens

Der Handlungsrahmen grenzt die Optionen aller Beteiligten ein. Die Quelle der jeweiligen Grenzen ergeben sich aus dem ordnungspolitischen Rahmen, den Erkenntnissen der Behavioral Finance und den quasi objektiven Erkenntnissen der Realoptionsbewertung, welche die Entscheidungen der beteiligten Akteure beeinflussen.¹²⁸¹

Einfluss auf den Handlungsrahmen können in erster Linie Akteure innerhalb der Unternehmung nehmen. Diese Akteure sind regelmäßig die Eigentümer oder das Management.

¹²⁷⁹ Vgl. SCHULTE-ZURHAUSEN, M. (2005), S. 259 ff.

¹²⁸⁰ Eigene Darstellung

¹²⁸¹ Vgl. FREILING, J./HARIMA, J. (2019), S. 38.

Akteure außerhalb der Unternehmung sind dann regelmäßig die Fremdkapitalgeber, die erst aus zweiter Reihe heraus Einfluss nehmen können. Im Insolvenzfall rücken die Gläubiger in die erste Reihe auf und nehmen den Platz der Eigenkapitalgeber ein, die wiederum in die zweite Reihe treten. Mindestens die Insolvenzverwalter denken in Optionen innerhalb eines Handlungsrahmens.¹²⁸²

Die Akteure können insgesamt im Moment der Alternativenwahl regelmäßig nicht auf objektiv bewertbare Daten zurückgreifen. Das ist nur bei klassischen Finanzoptionen möglich. Die Daten zur Sanierung werden stets eine subjektive Färbung haben.¹²⁸³

Weil die Entscheidung über die Fortführung der Unternehmung innerhalb der Unternehmung mit dem Sachwalter bzw. mit dem Insolvenzverwalter getroffen wird, prüfen die Gläubiger das vorliegende Konzept nur auf Plausibilität.¹²⁸⁴

Innerhalb der Unternehmung begrenzt die Insolvenzordnung, ergänzt um die Rechtsprechungspraxis, die Handlungsoptionen des Managements. Während die Fremdkapitalgeber ein Wahlrecht bei der Auslösung von Insolvenzverfahren haben, besteht für die Gesellschafter bzw. für die Organe der Gesellschaft eine Antragspflicht.¹²⁸⁵ Die Antragspflicht eröffnet jedoch weitere Handlungsoptionen im juristischen Rahmen. Der Gesetzgeber ist bemüht, den bestehenden Handlungsoptionen weitere hinzuzufügen und die Klaviatur der Sanierungsmöglichkeiten zu erweitern.¹²⁸⁶ Der Wechsel vom außergerichtlichen in ein gerichtliches Insolvenzverfahren würde im Realloptionsbewertungsprozess nur weitere mögliche zukünftige Zustände bilden. Der Wechsel muss nicht zwingend negativ sein, sondern kann z. B. im Rahmen von Rettungsschirmen eine fruchttragende Option eröffnen. Innerhalb des Binomialbaumes können die Handlungsstränge gut verglichen werden.

Für das Management einer insolventen Unternehmung ergibt sich zunächst kein Anreiz, die Option eines klassischen Insolvenzverfahrens zu ziehen. Als Folge der Auflösung der Gesellschaft verliert das Management seine Stellung und wird bei der Suche nach neuen

¹²⁸² Vgl. Interview HAMMES, Anhang, ZN 203 ff.

¹²⁸³ Vgl. CHECKLAND, P./SCHOLES, J. (1990), S. 303.

¹²⁸⁴ Vgl. Interview HAMMES, Anhang, ZN 48 ff.

¹²⁸⁵ Vgl. SELZNER, H./NEUHAUS, M. (2018), S. 666.

¹²⁸⁶ Vgl. JASPERS, A. (2019), S. 282.

Aufgaben durch diesen Umstand belastet sein. Selbst wenn die Unternehmung erhalten bleibt, ist es unwahrscheinlich, dass das bisherige Management unverändert bestehen bleibt.¹²⁸⁷ Diese übliche Folge engt den Handlungsrahmen des Managements ein und muss von den weiteren Akteuren beobachtet werden. Solange es sich um ein angestelltes Management handelt, ist der Tausch des Managements eine ständige Option.

Der Gesetzgeber begegnet diesem Problem, indem Restrukturierungsbeauftragte in die rechtlichen Prozesse implementiert werden.¹²⁸⁸ Einem Katalysator gleich würde bereits die Anwesenheit eines Restrukturierungsbeauftragten Anreize zu einem Fehlverhalten beim Management reduzieren.

Ist der Zeitpunkt für eine zwingende Auslösung der Insolvenz überschritten, so macht sich das Management unter Umständen strafbar und gerät in ein Haftungsszenario. Erschwerend kommt hinzu, dass eine zeitpunktgenaue Bestimmung der strafrechtlich relevanten Zeitpunkte nur *ex post* möglich ist. Das Management wird über unbestimmte Zeiträume hinweg selbst nur vermuten können, ob ein Insolvenzantrag bereits hätte gestellt werden müssen. Aus formalrechtlicher Perspektive kann das Management ein eigenes Fehlverhalten heilen, indem die insolvenzrechtlichen Auslösetatbestände überwunden werden.¹²⁸⁹

Das Insolvenzverfahren selbst findet dann ein Ende, wenn die insolvenzauslösende Ursache überwunden worden ist. Weil die Unternehmensführung darauf hofft, dass z. B. durch eine Überwindung der Zahlungsunfähigkeit die eigenen Versäumnisse heilen zu können, unterlässt sie die rechtzeitige Insolvenzauslösung.¹²⁹⁰ Die Ergebnisse der Realloptionsbetrachtung können dieses Verhalten der Unternehmensführung bestärken, da ein positives Szenario abgebildet wird. Die Wahrscheinlichkeit für diese positiven zukünftigen Umweltzustände mag gering sein, sie ist aber vorhanden.¹²⁹¹ Die geringe Wahrscheinlichkeit bedeutet gleichzeitig eine erhebliche Wahrscheinlichkeit für ein Scheitern der Sanierung. Der Sanierungsversuch erhöht das Risiko für die Gläubiger.

¹²⁸⁷ Vgl. EISENBERG, N. (2018), S. 739.

¹²⁸⁸ Vgl. RL 2019/1023/EU (2019), Rn. 1 ff.

¹²⁸⁹ Vgl. VALLENDER, H. (2018), S. 1781 f.

¹²⁹⁰ Vgl. WINKELS, A. (2018), S. 445.

¹²⁹¹ Vgl. WYCISK, C. (2009), S. 183.

Verschleppt ein Management die Insolvenzeröffnung und gelingt ihm aber in dieser Zeit die Überwindung der insolvenzauslösenden Umstände, z. B. durch Wiederherstellung der Zahlungsfähigkeit, so wird die ursprüngliche Verschleppung nicht strafrechtlich verfolgt. Die Überwindung der Krise würde als Rettung der Unternehmung dem Management positiv zugerechnet und dessen Renommee mehren.¹²⁹²

Es bleibt jedoch bei dem sprichwörtlichen Strohalm, weil in der Sanierungspraxis die Insolvenzverschleppung praktisch immer in der Zerschlagung des Unternehmens endet. Bei den Geschäftsleitungsorganen findet in diesen Phasen keine betriebswirtschaftlich seriöse Risikoabwägung mehr statt, sondern die Risikobereitschaft nimmt laufend zu.¹²⁹³

Gilt für das Unternehmen nach der Krise, dass es ein neues Unternehmen ist, welches mit dem Unternehmen in der Krise nicht mehr identisch ist, so verlangt es nach der kreativen Kompetenz der Unternehmensführung, welche im Regelfall einem Entrepreneur zugeschrieben wird.¹²⁹⁴ Der Blick des „Angestellten“ richtet sich auf Fehler bei dem, was er tat. Der Blick des „Entrepreneurs“ richtet sich auf Chancen, die er auslöst, wenn er etwas nicht tut. Aus Sicht der Behavioral Finance wird dieses Verhalten positiv verstärkt. Der Schuldner entwickelt einen unbegründeten Optimismus, weil er in der Vergangenheit getroffene richtige Entscheidungen und frühere positive Entwicklungen in die Zukunft projiziert.¹²⁹⁵

Der Schuldner selbst ist folglich der Meinung, dass die Krise zwar existieren mag, aber überwunden werden wird, und eine Insolvenz keine beachtliche Option für sein Handeln sein kann.¹²⁹⁶

Die Insolvenzauslösung durch die Gläubiger könnte den Antrag des Schuldners ersetzen. Gläubiger haben das Recht, in den Fällen einer Überschuldung oder bei Vorliegen einer Zahlungsunfähigkeit des Schuldners einen Antrag auf Eröffnung des Insolvenzverfahrens zu stellen. Aus der Perspektive der Gläubiger wird die Insolvenznotwendigkeit, konkret

¹²⁹² Vgl. EISENBERG, N. (2018), S. 744.

¹²⁹³ Vgl. Interview HAMMES, Anhang, ZN 134 ff.

¹²⁹⁴ Vgl. FREILING, J./HARIMA, J. (2019), S. 470.

¹²⁹⁵ Vgl. FREILING, J./HARIMA, J. (2019), S. 8 f.

¹²⁹⁶ Vgl. RIEGEL, R. (2019), S. 93 f.

das Vorliegen eines Insolvenzgrundes, erst dann offenbar, wenn das schuldnerische Unternehmen die fälligen Forderungen der Gläubiger nicht mehr voll befriedigen kann.¹²⁹⁷

Die Bestimmung eines optimalen Auslösezeitpunktes für die Insolvenz mag unbestimmbar bleiben, er ist jedoch stets überschritten, wenn der Schuldner die Forderungen der Gläubiger nicht mehr bedienen kann.¹²⁹⁸

Die Gläubiger als externe Akteure unterscheiden sich in ihren Handlungsrahmen danach, ob sie Inhaber unbesicherter Forderungen oder Inhaber besicherter Forderungen sind. Inhaber unbesicherter Forderungen haben üblicherweise im Gegensatz zu den Inhabern besicherter Forderungen die Motivation, durch schnelles Handeln ein Ausdehnen der eigenen Verluste zu verhindern.¹²⁹⁹ Die Inhaber besicherter Forderungen haben faktisch in der Vergangenheit bereits Optionen geschaffen, mit denen sie im Krisenfall eine Befriedigung der eigenen Forderung erreichen. Deren Optionsrahmen ist somit ein anderer als der der krisenbetroffenen Unternehmung.

Der Inhaber unbesicherter Forderungen wird den Nominalwert der eigenen Forderung als Referenzpunkt für seine Bewertung wählen. Jede Form der nicht vollumfänglichen Befriedigung dieser Forderung wird als Verlust wahrgenommen, auch wenn längst feststeht, dass es zu einer niedrigeren Quote kommt. Ein Abwarten, verbunden mit einem weiteren Werteverzehr in der Unternehmung, führt zu einem weiteren Verlust und verkleinert den Handlungsspielraum.¹³⁰⁰

Soll die Unternehmung erhalten werden, müssen die Zielkonflikte zwischen den Akteuren aufgelöst werden. Einer Auflösung der Zielkonflikte steht eine Reduzierung der Konflikte auf den kleinsten gemeinsamen Nenner gleich.¹³⁰¹ Regelmäßig wird die Verlustminimierung allgemeines Ziel sein und der Versuch, Chancen zu finden und zu ergreifen, findet in einem offensiven Handlungsrahmen statt.¹³⁰²

¹²⁹⁷ Vgl. POERTZGEN, C. (2020), S. 79 f.

¹²⁹⁸ Vgl. RIEGEL, R. (2019), S. 84.

¹²⁹⁹ Vgl. FLÖTHER, L. (2017), S. 74.

¹³⁰⁰ Vgl. BATRAN, A. (2008), S. 260.

¹³⁰¹ Vgl. POERTZGEN, C. (2020), S. 128 f.

¹³⁰² Vgl. MEISE, F. (1998), S. 18.

Banken, als besicherte Gläubiger, beschäftigen sich exemplarisch erst ab dem Zeitpunkt aktiv mit der Fortführung von KMU, ab dem die eigenen Sicherungen keinen Bestand mehr haben.¹³⁰³

Der Optionsrahmen beinhaltet alle Schattenoptionen, die reale Möglichkeiten eröffnen, Vermögenswerte zu wirtschaftlich sinnvollen Konditionen zu erwerben.¹³⁰⁴ Der Optionsrahmen umfasst weiterhin die Dynamik des aktiven Managements. Der Optionsraum entspricht dem Handlungsraum des Entscheidungsmanagements.

6.2.2 Sammlung realer Optionen

Die Handlungsmöglichkeiten einer Unternehmung in der Krise nehmen laufend ab. Die Verkleinerung dieses Alternativenraums entwickelt sich gleichlaufend mit einer Abnahme der Handlungsflexibilitäten des Managements. Dieser Prozess folgt den Überlegungen aus dem Modell des idealtypischen Krisenverlaufs und führt im Ergebnis dazu, dass ein Kollektivziel der Verlustvermeidung nicht mehr zu erreichen sein wird.¹³⁰⁵

Im Rahmen einer strategischen Analyse ist eine Prognose der Folgen von Entscheidungen für die Liquidität zu erstellen, die auf der Analyse der eigenen Unternehmung und auf der Analyse, der die Unternehmung umgebenden Umwelt basiert.¹³⁰⁶

Die noch vorhandenen Handlungsflexibilitäten können in reale Optionen überführt werden. Im Rahmen einer Sanierung kommen hierfür neben den klassischen Optionen der Unternehmensführung wahlweise die Restriktionen, aber auch die Möglichkeiten hinzu, die sich aus dem ordnungspolitischen Rechtsrahmen ableiten lassen.¹³⁰⁷

Es eröffnen sich der Unternehmensführung ganz neue und bis zu diesem Zeitpunkt regelmäßige Handlungsflexibilitäten, z. B. aus dem ESUG heraus.¹³⁰⁸ Die Suche und Identifi-

¹³⁰³ Vgl. Interview SCHMITTMANN, Anhang, ZN 93 ff.

¹³⁰⁴ Vgl. MYERS, S. (1977), S. 163.

¹³⁰⁵ Vgl. WINNENBROCK, F. (2019), S. 357.

¹³⁰⁶ Vgl. TOBIES, M. (2019), S. 388.

¹³⁰⁷ Vgl. WYCISK, C. (2009), S. 193.

¹³⁰⁸ Vgl. JASPERS, A. (2019), S. 282.

kation von Handlungsalternativen sind seitens der Unternehmensführung daher zu priorisieren.¹³⁰⁹ Weil im Management wirtschaftliche Kompetenzen zur Sanierung von Unternehmen und die rechtliche Expertise in Unternehmen regelmäßig fehlen werden, sollte externe Unterstützung herangezogen werden. Die stetige Veränderung des Rechts wird zudem noch unwahrscheinlicher machen, dass in diesem Bereich Kompetenzen im Unternehmen vorhanden sein werden.

Der sich reduzierende Umfang der Handlungsflexibilitäten und die damit zunehmende Gefahr von Fehlentscheidungen unterstreicht die Bedeutung frühzeitiger und rational begründeter Entscheidungen. Die Folgen einmal getroffener Fehlentscheidungen wirken sich in Krisen- bzw. in Sanierungsphasen stärker aus, da eine Rückkehr zum Status Quo ausgeschlossen ist.¹³¹⁰

Der Wechsel der Gläubiger aus einer eher passiven Beziehung in eine eher aktiv, teilweise sogar gestaltende Rolle innerhalb der Unternehmung verlangt eine weitergehende Bewertung der Realoption. Es ist nicht mehr genügend, sich allein auf die Bewertungsperspektive des Managements bzw. des Eigentümers zu konzentrieren. Eine jede Realoption muss jeweils aus der Perspektive der besicherten und der unbesicherten Gläubiger bewertet werden.¹³¹¹

Schwächer, aber inhaltlich vergleichbar, ist die Notwendigkeit, eine Neubewertung aus der Perspektive des ordnungspolitischen Rahmens und der dort aktiven Institutionen heraus zu wiederholen, denn hier gilt das Ziel des Gesetzgebers, den volkswirtschaftlichen Gesamtschaden zu minimieren.¹³¹²

Die Zustimmungswahrscheinlichkeit zu Sanierungsmaßnahmen wird steigen, wenn diese aus Sicht der Gläubiger wertvoller sind.¹³¹³

Weil zwischen Gläubigern und Unternehmensführung Informationsasymmetrien bestehen, ist Kommunikation im gesamten Prozess bedeutsam. Vorbehalte gegenüber einer

¹³⁰⁹ Vgl. CRASSELT, N. (2003), S. 78 ff.

¹³¹⁰ Vgl. DAMISCH, P. (2002), S. 39.

¹³¹¹ Vgl. SCHMIDT, A. (2014), S. 365 f.

¹³¹² Vgl. RÖDL, H./MOHR, B. (2018), S. 145.

¹³¹³ Vgl. LEITHAUS, R./KÜHNE, J. (2018), S. 1809.

Sanierung und Unsicherheit in Entscheidungen seitens der Gläubiger können durch offene und ehrliche Information reduziert oder vergrößert werden. Weil der Erhalt einer Vertrauensbeziehung zwischen dem Unternehmen und den sie umgebenden Akteuren entscheidend ist für den Fortbestand der Unternehmung, wird in Krisenphasen die Kommunikationskompetenz der Unternehmensführung zu einem wichtigen Instrument. Die Kommunikation wird zum verbindenden Element zwischen Schuldner, Gläubiger und der Unternehmensführer im Krisenmanagement.¹³¹⁴

Fundamentstiftend sammelt das Management reale Optionen, ohne bereits die Wechselwirkungen der Optionen zueinander zu untersuchen. Vollumfänglich isolierte Optionen werden Einzelfälle bleiben, da sich alle gesammelten Optionen auf das jeweils gleiche Underlying beziehen. Eine ausgeübte Option zur gerichtlichen Insolvenzauslösung, nimmt der Option zur Auslösung außergerichtlicher Verfahren ihren Wert.¹³¹⁵

Wird die gegenseitige Beeinflussung der Optionen bei der Bewertung ausgeblendet, so ergibt sich für die Summe aller realer Optionen ein höherer Wert als in jenen Fällen, in denen die Wechselbeziehungen bereits eingepreist wurden.¹³¹⁶

Die Bedeutung des Rückgriffs auf einen Realloptionsansatz kristallisiert sich an diesem Punkt in der gewonnenen Kommunikationsfähigkeit der Unternehmensführung gegenüber den weiteren Akteuren. Alternativen und deren Werteinflüsse können präsentiert werden. Die Belastbarkeit der vorgestellten Daten kann belegt und überprüft werden.

Während statische Faktoren mindestens mittelfristig als gegeben zu betrachten sind, verfügt die Unternehmensführung über die Macht, dynamische Faktoren innerhalb der Unternehmung zu beeinflussen. Dynamische Faktoren sind all jene Faktoren, die durch Aus- oder Abbau dazu beitragen, die Unternehmung zu entwickeln. Unternehmensentwicklung dient dem Ziel der Krisenüberwindung und der Wiederherstellung einer mindestens marktüblichen Rendite.¹³¹⁷

Die dynamischen Fähigkeiten einer Unternehmung begrenzen sich im ordnungspolitischen Rahmen der Umwelt, aber auch in den Fähigkeiten der Unternehmensführung.

¹³¹⁴ Vgl. HIESSERICH, J./WEIDENFELD, U. (2015), S. 234.

¹³¹⁵ Vgl. TRIGEORGIS, L. (2000), 143 f.

¹³¹⁶ Vgl. HULL, C. (2019), S. 981 f.

¹³¹⁷ Vgl. BARRETO, I. (2010), S. 259.

Mangelt es der Unternehmensführung an kreativen Fähigkeiten, bleiben Potentiale ungehoben. Eine Bestimmung der kreativen Grenzen des Managements ist objektiv kaum möglich. Die Gläubiger müssen den Austausch des Managements als Option prüfen. Die Unbestimmtheit der Realoptionen ist das Ergebnis dieser Black-Box-Problematik, da die Kreativität des Managements unbekannt ist.¹³¹⁸

Die Kreativität des Managements ist ein Teilelement der unternehmerischen Fähigkeit. Die Handlungen und die Unterlassungen des Managements folgen weiter ihrer moralischen Qualität. Moralische Defizite und daraus folgende kriminelle Handlungen beeinflussen die Sanierungsmöglichkeit der Unternehmung. Regelmäßige Insolvenzstraftaten sind Bankrotthandlungen oder Insolvenzverschleppungen. Sie beeinflussen das Management in der Folge derart, dass das Management in persönliche Haftungsszenarien gerät. Ab diesem Zeitpunkt wird das Management die Sanierung der Verschleierung der Insolvenzstraftaten unterordnen.

Die kreativen Möglichkeiten der Unternehmensführung sind jedoch zentraler Baustein in der Überwindung von Unternehmenskrisen. Es ist gerade die Unternehmensführung zur Überwindung von Unternehmenskrisen geeignet, welche bereit und fähig ist, in neuen Bahnen zu denken und eingespielte Denkmuster zu überwinden.

Kreative Fähigkeiten der Unternehmensführung entsprechen dann den dynamischen Fähigkeiten der Unternehmung und sind der Ursprung für Innovationskraft und die Fähigkeit, sich optimal in eine statische Umwelt zu fügen. Im Rahmen einer systematischen Untersuchung werden die Möglichkeiten einer optimalen Reallokation der Produktionsfaktoren identifiziert. Dieser Schritt umfasst bereits genutzte und ungenutzte Ressourcen und umspannt das Unternehmen ganzheitlich.¹³¹⁹ Theoretisch wäre die vollumfängliche strategische Neuausrichtung der Unternehmung eine Option.¹³²⁰

Egoistische Handlungen der Unternehmensführung stehen dieser Erkenntnis diametral entgegen. Weil das Management der Unternehmung dienen muss und nicht sich selbst, ist neben der fachlichen Fähigkeit zur Sanierung auch eine moralische Integrität des Managements Voraussetzung zum Erfolg.

¹³¹⁸ Vgl. MORRIS, M./ LEWIS, P./ SEXTON, D. (1994), S. 21 ff.

¹³¹⁹ Vgl. TEECE, D./ PISANO, G./ SHUEN, A. (1997), S. 515 f.

¹³²⁰ Vgl. GROß, P. (2018), S. 233.

6.2.3 Analyse der Optionsanalogie

Die gesammelten realen Optionen werden mit den Möglichkeiten der Unternehmensführung zusammengeführt und beenden den Prozess der reinen Orientierung.¹³²¹

Das Management bereinigt in dieser Phase den Gesamtkorridor der Handlungsflexibilitäten um all jene Flexibilitäten, die keine rationalen Alternativen darstellen, durch weitere Akteure oder institutionelle Rahmenbedingungen bereits verworfen wurden oder als verworfen zu betrachten sind.¹³²²

In Laufe dieses Schrittes werden sämtliche Scheinoptionen aus dem Alternativenraum getilgt und so der Umfang der Handlungsoptionen reduziert. Bereits die Reduzierung der Handlungsalternativen ist ein unterstützender Akt für die Unternehmensführung, da die Handlungsflexibilitäten im reduzierten Umfang beherrschbarer werden und bei gleichem Zeiteinsatz durch das Management die Prüfzeit pro Alternative erhöht wird. Je intensiver die Alternativen geprüft werden, desto valider kann eine Entscheidungsfindung gestaltet werden.¹³²³

Die Krise einer Unternehmung im engsten Sinne zeichnet sich durch ihre Ambivalenz aus. Die Ambivalenz bezieht sich auf der einen Seite auf das Ausscheiden der Unternehmung aus dem Markt und auf der anderen Seite auf die Chancen, die sich aus der Wiederherstellung der Wettbewerbsfähigkeit im Rahmen einer Sanierung ergeben. Im Übertrag auf die Finanzoptionstheorie wird die Ambivalenz als Unsicherheit der zukünftigen Zustände verstanden.¹³²⁴

Realloptionstheorien fokussieren im Sinne des hier konstruierten Prozesses analog zu der Bewertung von Finanztheorien auf die Chancen und begrenzen das Risiko. Eine Finanzoption beschreibt den Totalverlust als Verzicht auf die Ausübung der Option selbst und begrenzt das Risiko faktisch auf den ursprünglichen Optionspreis. Der Verzicht auf die Ausübung einer Realloption hingegen, kann zu weiteren Kosten führen, z. B. kann der Verzicht auf die Schließung von Betriebsteilen zu weiteren realisierten Verlusten führen

¹³²¹ Vgl. CRASSELT, N. (2003), S. 29.

¹³²² Vgl. DAMISCH, P. (2002), S. 39 ff.

¹³²³ Vgl. MÖLLER, N. (2008), S. 109 f.

¹³²⁴ Vgl. KRYSTEK, U. (1987), S. 6.

kann.¹³²⁵ Der Verzicht auf die Ausübung von Optionen entspricht auf der einen Seite dem zögerlichen Handeln in einer Sanierung, auf der anderen Seite dem Wesen der Warteoption.

Die Wahrscheinlichkeitsverteilung zeigt sich in einer symmetrischen oder eben in einer asymmetrischen Verteilung des Erwartungswertes. Die Unternehmensführung hat im Verlauf des Prozesses bzw. bei der Erstellung des Sanierungsplans an dieser Stelle zu prüfen, wie eine Zunahme oder Verminderung der Unsicherheit innerhalb einer definierten Realoption den Wert der Unternehmung verändert, und wann die Veränderung der Unsicherheit ohne Bedeutung für den Wert der Unternehmung ist.¹³²⁶

Gibt es in der definierten Realoption keine Handlungsalternativen für das Management, werden Unsicherheitsveränderungen keine Auswirkungen auf den Unternehmenswert selbst haben. Die Bedingung für diesen Effekt ist, dass sich der Erwartungswert der Zufallsvariable nicht verändert. Die Anforderung ist in jenen Fällen erfüllt, in denen für die Sanierer der Unternehmung keine Handlungsalternativen bestehen und die Beiwerte der Up und Downsides gleichmäßig verteilt sind.¹³²⁷

Sanierer der Unternehmung können Vorteile nur in den Fällen realisieren, in denen zwar die positiven und die negativen Beiwerte der Entwicklungspfade gleichmäßig verteilt sind, aber in denen Handlungsalternativen existieren. Das Management der Unternehmung fokussiert nun auf all jene Handlungsoptionen, mit denen die Wahrscheinlichkeit für ein Downside, also die Verstärkung der Krise, reduziert und die Wahrscheinlichkeit für ein Upside, den Erfolg der Sanierung, erhöht werden wird.¹³²⁸

Ziel des Managementprozesses ist die Identifikation und Umsetzung all jener Maßnahmen und Optionen, mit denen die Wahrscheinlichkeit für ein Upside erhöht wird, und die Konzentration der eigenen Ressourcen auf eben diese Handlungsalternative.¹³²⁹ Der Rückgriff auf den Realoptionsansatz ist für das Management im Falle einer Sanierung

¹³²⁵ Vgl. WERKER, S. (2015), S. 19.

¹³²⁶ Vgl. HILDEBRANDT, H. (2012), S. 131.

¹³²⁷ Vgl. PERRIDON, L./ STEINER, M./ RATHGEBER, A. (2017), S. 122 ff.

¹³²⁸ Vgl. BATRAN, A. (2008), S. 240 f.

¹³²⁹ Vgl. WERKER, S. (2015), S. 162 f.

immer dann sinnvoll, wenn Entscheidung Dritten präsentiert werden sollen und drei Eigenschaften vorhanden sind. Gefordert ist die Unsicherheit der Entwicklung, eine noch vorhandene Flexibilität im Management und gewählte Pfade im konkreten Prozess nicht wieder verlassen werden können.¹³³⁰ Das ist in der Praxis durchaus ein Problem. Es gibt Akteure, die wollen gar nicht hören, welche Optionen sie haben. Diese Akteure gehen davon aus, dass das Management weiß, welche Optionen es wählt. Das Management wurde ja berufen, um Entscheidungen selbständig zu treffen.

Exemplarisch kann im Rahmen der Sanierung ein Insolvenzverfahren vom Management angestoßen werden, das Management hat aber nicht die Macht, ebendieses wieder zu beenden. Das der Option innewohnende Wahlrecht kann nicht wiederaufleben, die Entscheidung des Managements ist somit irreversibel.¹³³¹

Unsicherheit konkretisiert sich durch die Ungewissheit des Sanierungserfolges und dem damit verbundenen zukünftigen Wert der Unternehmung, da der Sanierungserfolg sowohl durch die Entscheidung isolierter Akteure außerhalb der eigenen Unternehmung als auch durch Marktgegebenheiten, wie z. B. Preise, beeinflusst werden kann. Im Zweifel kann der Sanierungserfolg auch dominiert werden. Das ist der Fall, wenn staatliche Entscheidungen oder das Verhalten von Wettbewerbern als externe Impulsgeber den Sanierungserfolg bestimmen.¹³³²

Die Flexibilität liegt so lange vor, bis das Management der Unternehmung noch Entscheidungen in einem nicht-dominierten Rahmen treffen kann. Eine Begrenzung findet im nicht-dominierten Rahmen durch das Ende der Optionslaufzeit statt. Im Rahmen der Sanierung könnte dies exemplarisch durch die Angebotsdauer einer Finanzierung begrenzt werden. Die Visualisierung der Realoption in Entscheidungsbäumen dient der Sanierungsentscheidung, weil sie dem Management die Entscheidungsfindung vereinfacht. Die Vereinfachung liegt im besseren inhaltlichen Zugang, da die komplexen Sachverhalte verständlicher dargestellt werden.¹³³³

¹³³⁰ Vgl. DIXIT, A./ PINDYCK, R. (1994), S. 3.

¹³³¹ Vgl. KRAMER, R./ PETER, F. (2014), S. 171.

¹³³² Vgl. COPELAND, T./ ANTIKAROV, V. (2002), S. 289 ff.

¹³³³ Vgl. McDONALD, R./ SIEGEL, D. (1986), S. 707 ff.

6.3 Bewertung

6.3.1 Auswahl des Bewertungsmodells

Die Notwendigkeit als auch das Interesse an einer belastbaren Bewertung von Optionen bzw. von Realoptionen hat eine Reihe von Bewertungsverfahren hervorgebracht. In Abhängigkeit von der Anwendungskompetenz des Nutzers und der Zielgruppe stehen mathematisch anspruchsvolle Verfahren weitgehend gleichberechtigt neben den eher eingängigen numerischen Verfahren.¹³³⁴ Beide Ansätze wurden in Kapitel 5 eingeführt.

Einfache Lösungsansätze mit Hilfe des Black-Scholes-Modells werden in der praktischen Umsetzung im Rahmen einer Sanierung daran scheitern, dass das Modell nur schwer auf komplexe Problemsituationen übertragen werden kann. Die praktische Stärke des Modells liegt in der Beantwortung abgegrenzter Fragestellungen z. B. via Tabellenkalkulation und nicht in der Erfassung komplexer Szenarien.¹³³⁵ Die Anforderungen an die Kompetenz des Managements, dieses Modell umzusetzen, steigen zudem beachtlich mit jeder neuen Variation der Ausgangssituation.¹³³⁶

Eine Nachschulung des Managements zum Einsatz des Black-Scholes-Modells in komplexen Systemen scheidet schon deshalb aus, weil die Zeit nicht vorhanden sein wird und externe Akteure nicht gegen ihren Willen geschult werden können. Viele Beteiligte werden keine Betriebswirte sein und so müssten zusätzlich umfangreiche Kenntnisse aufgebaut werden.

Es könnte die Gefahr entstehen, dass sich ein Management statt mit Fragestellungen rund um die Sanierung als Ausweichhandlung in technisch-mathematischen Detailfragen verrennt. Das Turnaround-Management benötigt daher ein greifbareres und einfach anzupassendes Instrumentarium. Das Binomialmodell nach Cox/ Ross/ Rubinstein bietet den Sanierern einfache Möglichkeiten, Szenarien hinzuzufügen, zu entfernen oder neu zu gewichten.¹³³⁷ Optionsinterdependenzen, die typisch für einen Sanierungsprozess sind, können so gut erfasst und dargestellt werden.¹³³⁸ Die Möglichkeit einer einfachen und intuitiv

¹³³⁴ Vgl. PRITSCH, G. (2000), S. 236 ff.

¹³³⁵ Vgl. COPELAND, T./ ANTIKAROV, V. (2002), S. 106 f.

¹³³⁶ Vgl. CUCCHIELLA, F./GASTALDI, M. (2006), S. 717.

¹³³⁷ Vgl. HULL, C. (2019), S. 579 ff.

¹³³⁸ Vgl. TRIGEORGIS, L. (1996), S. 227 ff.

nachvollziehbaren grafischen Darstellung ermöglicht einen Einsatz der Berechnungen in Rahmen von Gesprächen mit z. B. Banken.¹³³⁹

Das eingängige Verfahren nach Cox/ Ross/ Rubinstein kann die Flexibilität im Management steigern. Bei Flexibilität im Management bzw. Flexibilität innerhalb der Planung unternehmerischer Entscheidung wird zwischen Einzelfallentscheidungen und Programmentscheidungen unterschieden. Die Unterscheidung mag auf jeweils identischen Verfahren basieren, sie sind jedoch in der Beherrschbarkeit nicht vergleichbar, da Sanierungspläne als Programmentscheidungen ungleich komplexer sind.¹³⁴⁰

Der Reduktion der Komplexität ist im Sanierungsprozess der Rückgriff auf das Entscheidungsbaumverfahren dienlich.¹³⁴¹

Ähnlich dem Entscheidungsbaumverfahren werden im Binomialmodell die wesentlichen Zukunftsszenarien mit ihren Eintrittswahrscheinlichkeiten gewichtet und als Umweltzustände abgebildet.¹³⁴² Das Management kann dann in diesem komplexen Modell die Auswirkungen, bzw. den Nutzen lokaler Sanierungsentscheidungen auf die globale Situation der Unternehmung unmittelbar ablesen.¹³⁴³ Die jeweiligen Pfade repräsentieren dabei zunächst nur isolierte Entscheidungen, die dann mit der Eintrittswahrscheinlichkeit gewichtet eine Veränderung des Kapitalwertes herbeiführen werden.¹³⁴⁴

Ursächlich für die Empfehlung des Binomialmodells als Instrument in der Sanierung ist die Möglichkeit, in Einzelfällen gefällte Managemententscheidungen im nächsten Schritt erneut flexibel den Umweltzuständen anzupassen. Über das Entscheidungsbaumverfahren wird das Management in die Lage versetzt, Lernkurveneffekte zu erzielen und mit dem Binomialmodell neue Informationen zu bewerten und auf den angepassten Wert reaktivierend zu reagieren.¹³⁴⁵

¹³³⁹ Vgl. TOBIES, M. (2019), S. 402.

¹³⁴⁰ Vgl. WYCISK, C. (2009), S. 296.

¹³⁴¹ Vgl. PERRIDON, L./ STEINER, M./ RATHGEBER, A. (2017), S. 156 f.

¹³⁴² Vgl. MAGEE, J. (1964), S. 79 ff.

¹³⁴³ Vgl. PERRIDON, L./ STEINER, M./ RATHGEBER, A. (2017), S. 128.

¹³⁴⁴ Vgl. GÖTZE, U. (2014), S. 433.

¹³⁴⁵ Vgl. HUNDT, M. (2015), S. 90 ff.

Um die Vorteile des Verfahrens nutzen zu können, muss das Design des Modells gut strukturiert und geplant sein. Das Design sollte sich dabei auf die tatsächlichen Möglichkeiten der Sanierung konzentrieren und an realistische Wahrscheinlichkeiten angelehnt sein.¹³⁴⁶ Die exogenen Faktoren werden teilweise unabhängig von den im Unternehmen getroffenen Entscheidungen eintreten. Dies gilt für z. B. für Marktpreise oder politische Entscheidungen, während andere exogene Entscheidungen, z. B. von Banken oder sonstigen Kapitalgebern, unmittelbare Folge endogener Sanierungsentscheidungen sein werden.¹³⁴⁷

Die Impulsgebungen für die Entwicklung im Binomialmodell werden multikriteriell sein. Vorstellbar wäre exemplarisch die Schließung eines Produktionsbereiches in Abhängigkeit des Deckungsbeitrages des dort hergestellten Produktes.¹³⁴⁸ So würde der veränderliche Rohstoffpreis als Marktereignis den Deckungsbeitrag beeinflussen und in einigen Fällen werden steigende Rohstoffpreise die Sanierungsbemühungen dominieren und zur Schließung des Produktionsbereiches führen.¹³⁴⁹

Bei der Konstruktion des Bewertungsmodells führen detaillierte Darstellungen zu immer komplexeren Modellen. Je komplexer ein Modell ist, desto geringer ist die tatsächliche Beherrschbarkeit. Die Pflege komplexer Modelle wird zudem zeitintensiv sein und an anderer Stelle benötigte Ressourcen binden.¹³⁵⁰ Die Konstruktion des Bewertungsmodells ist somit wichtiges Instrument im erfolgreichen Turnaround-Prozess und unterstützt das Management vielfältig.¹³⁵¹

6.3.2 Analyse der Bewertungsparameter

Die Analyse der Bewertungsparameter im Sanierungsprozess der Unternehmung ist ein Prozess, indem die Werttreiber einer Realoption untersucht werden.¹³⁵² Die Parameter selbst sind nicht konstant, sondern zeichnen sich dadurch aus, dass sie zwar für den jeweils untersuchten Fall konstant sein können, für alle anderen Fälle aber variabel sind.

¹³⁴⁶ Vgl. HULL, C. (2019), S. 977 ff.

¹³⁴⁷ Vgl. GÖTZE, U. (2014), S. 408.

¹³⁴⁸ Vgl. GÖTZE, U. (2014), S. 409.

¹³⁴⁹ Vgl. HUNGENBERG, H./ WULF, T./ STELLMASZEK, F. (2005), S. 32 f.

¹³⁵⁰ Vgl. GINTSCHEL, A. (1999), S. 60 ff.

¹³⁵¹ Vgl. SIMON, S./ BRÜNKMANS, C. (2018), S. 352.

¹³⁵² Vgl. HOMMEL, U./ PRITSCH, G. (1999), S. 124.

Eine Variable selbst wird immer dann zum Parameter, wenn sie eine herausragende Bedeutung im Vergleich zu den anderen Variablen hat.¹³⁵³

Der Festlegung der Bewertungsparameter folgt eine Analyse der Bewertungsparameter. Diese sind die Werttreiber der Optionen selbst. Wertbestimmende Faktoren im finanzwirtschaftlichen Optionsbewertungsverfahren und deren Sensitivitätskennzahlen sind:¹³⁵⁴

- Gegenwartswert einer Aktie/ Wert des Basisobjektes als Delta,
- Optionslaufzeit/ Laufzeit als Theta,
- Unsicherheit/ Volatilität als Vega,
- Risikoloser Zinssatz/ Risikofreier Zinssatz als Rho.

Die Analyse der Bewertungsparameter von Realoptionen basiert auf der Identifikation der Werttreiber im allgemeinen Optionsbewertungsprozess.¹³⁵⁵

In der praktischen Umsetzung innerhalb der Sanierung könnte dies in ein Zirkularitätsproblem münden, da im Rahmen der Bewertung die Bewertungsparameter zu analysieren sind und im nächsten Schritt der Umsetzung eine Analyse der Werttreiber und deren Gewichtung erfolgt.¹³⁵⁶ Der Zirkularitätseffekt löst sich auf, da es für die Umsetzung im Turnaround-Management zielführend ist, diese Festlegungsprozesse eng zu koordinieren und mehrfach mit nur leichten Abwandlungen zu wiederholen, um ein möglichst valides Fundament für das Modell zu entwickeln.¹³⁵⁷

Gegenwartswert einer Aktie/ Wert des Basisobjektes als Delta

Delta beschreibt das Verhalten des Optionswertes bei einer Veränderung des Wertes des Basisobjektes bzw. des Gegenwartswertes eines Wertpapiers. Wird eine Kaufoption betrachtet, so ist deren Delta stets positiv. Bei einer Verkaufsoption ist deren Delta stets negativ.¹³⁵⁸

¹³⁵³ Vgl. WENTURA, D./ POSPESCHILL, M. (2015), S. 198 ff.

¹³⁵⁴ Vgl. HOMMEL, U./ PRITSCH, G. (1999), S. 124.

¹³⁵⁵ Vgl. HILPISCH, Y. (2006), S. 34.

¹³⁵⁶ Vgl. CRASSELT, N. (2003), S. 18.

¹³⁵⁷ Vgl. BATRAN, A. (2008), S. 212 f.

¹³⁵⁸ Vgl. HILPISCH, Y. (2006), S. 106 f.

Die Kapitalmarktdaten bestimmen den Wert des Underlyings unmittelbar und steuern so die Ausgabewerte des Realoptionsmodelles. Da die Übertragung der Werte von einer Börse in ein Modell unmittelbar und kontinuierlich durchgeführt werden kann, könnte das Modell theoretisch Echtzeitwerte über das Realoptionsmodell herausgeben.¹³⁵⁹

In der praktischen Umsetzung ergibt sich das Problem, dass die Aktienkurse einer Unternehmung in einer Krise nicht rational gefunden werden, sondern Schwankungen unterliegen. Weil Aktienkurse insolventer Unternehmen volatiler werden, kann der Handel ausgesetzt werden. Die Aussetzung gibt dem Markt die Möglichkeit, die neuen Informationen zu verarbeiten und zu bewerten.

Ein valider Aktienkurs ist weiterhin unwahrscheinlich, weil im Rahmen einer Krise eine Informationsasymmetrie zwischen Unternehmen und Markt zu erwarten ist. Die Folgen der Informationsasymmetrie werden Verzerrungen in den Aktienkursen und damit im ermittelten Unternehmenswert sein.

Gelöst von den Störungen in der Kursermittlung schließt die Fokussierung auf Aktien als Underlying sämtliche nicht kapitalmarktorientierte Unternehmung aus.

Soll der Realoptionsansatz als Sanierungsinstrument in der Breite ausgerollt werden, so bieten sich alternative Underlyings an. In Anlehnung an die Energiekrise im Jahr 2022 ändert sich der Wert einer Sanierungsoption bei konstanten Produktionsverfahren um Delta, wenn sich die Energiekosten ändern. Delta beschreibt hier exemplarisch die Reduzierung des Wertes der Sanierungsoption, bezogen auf die Energiekosten.

Als Underlying kommen so all jene Faktoren in Betracht, die Auswirkungen auf die Entscheidung für oder gegen die Ausübung einer Option haben. Neben Energiekosten können dies Rohstoffpreise auf Spot-Märkten oder Steuer- oder Abgabenquoten sein, zum Beispiel die Höhe einer CO₂ Abgabe.

Insgesamt stellt das Underlying bei einer Realoption stets das variable Umfeld dar, auf das reagiert werden soll, weil es Auswirkungen auf den Cashflow hat.

Die Qualität der Ergebnisse der Realoptionsbewertung steigert sich, sobald eine laufende Verknüpfung mit Marktdaten möglich ist, die nicht den obigen Störungen unterliegen.

¹³⁵⁹ Vgl. SCHNOOR, S. (2020), S. 31 ff.

Die gesteigerte Qualität der Ergebnisse zeigt sich dann in den typischen praktischen Einsatzfeldern der Realoptionsbewertung.

Weil die Qualität der Ergebnisse von Marktdaten abhängt, findet das Bewertungsmodell Einsatz zur Bewertung von z. B. Kraftwerken im Energiesektor und selten in der Sanierung.¹³⁶⁰

Die Anforderungen an den Ersteller steigen in dem Umfang, indem der Rückgriff auf Kapitalmarktdaten schwieriger wird. In der Regel wird der Wert der Unternehmung nicht zentral durch einen kapitalmarktgenerierten Parameter bestimmt werden, sondern durch multikriteriell bestimmte Einzahlungsüberschüsse.¹³⁶¹ Der Übertrag in ein Sanierungsszenario ist schon deshalb anspruchsvoll, weil es in der Natur der Krise liegt, dass es mit Blick auf das Unternehmen selbst keine Kapitalmarktdaten geben kann. Marktdaten im weitesten Sinne können erst für die externen Einflussfaktoren wie allgemeine Zins- oder Marktentwicklungen genutzt werden.¹³⁶²

Weil das Sanierungsmanagement keine tatsächlichen Eintrittswahrscheinlichkeiten nutzen kann, sind die unbekanntes Eintrittswahrscheinlichkeiten regelmäßig über risikoneutrale Pseudowahrscheinlichkeiten zu ersetzen.¹³⁶³

Ergänzend dazu wird die Wertveränderung der Unternehmung im Turnaround vielfach von der Ausübung eines Optionsrechtes oder eben dem Verzicht der Ausübung verknüpft sein. Analog zur Bewertung mit DCF-Verfahren werden in diesen Fällen zur Berücksichtigung der Unsicherheiten die gewichteten Einzahlungsüberschüsse geschätzt.

Risikoneutrale Wahrscheinlichkeiten werden zu risikoneutralen Pseudowahrscheinlichkeiten, wenn reale Wahrscheinlichkeiten unbekannt sind und durch modellbasierte Wahrscheinlichkeiten ersetzt werden.¹³⁶⁴

Optionslaufzeit/ Laufzeit als Theta

¹³⁶⁰ Vgl. WERKER, S. (2015), S. 2.

¹³⁶¹ Vgl. ERNST, D./ SCHNEIDER, S./ THIELEN, B. (2017), S. 16 f.

¹³⁶² Vgl. HEINZ, C./ SAND, A. (2018), S. 412.

¹³⁶³ Vgl. HULL, C. (2019), S. 974.

¹³⁶⁴ Zur rechnerischen Bestimmung siehe Kapitel 5.6.1.3

Theta leitet den Optionspreis nach der Zeit ab und erklärt im Grundsatz, dass eine abnehmende Restlaufzeit mit einem abnehmenden Zeitwert der Option einhergeht und zum Ende der Laufzeit der Wert Null erreicht wird. Bleibt der innere Wert der Option konstant, wird der Gesamtwert der Option über die Zeit abnehmen.¹³⁶⁵

Die Schätzungen zur Volatilität werden mit Hilfe von Sensibilitätsanalysen durchgeführt.¹³⁶⁶ Die Schätzung erstreckt sich in diesen Fällen gleichwohl auf Elastizitätseffekte. Die Elastizitäten beziehen sich auf die Funktionsbeziehung zwischen einer relativen Veränderung der gesuchten Zielgröße im Verhältnis zu einer relativen Veränderung des Einflussfaktors. Diese Erkenntnisse sind im Turnaround-Management hilfreich, weil sie die prognostizierten Wirkungen der Turnaround-Maßnahmen objektivieren.¹³⁶⁷

Die Ergebnisse werden für externe Empfänger visuell aufbereitet und steigern in Verhandlungen die Erfolgsaussichten, weil die Turnaround-Maßnahmen nachvollziehbarer sind.¹³⁶⁸

Unsicherheit/ Volatilität als Vega

Das Vega ist unabhängig von der Betrachtungsperspektive für Kauf- und Verkaufsoptionen stets identisch, da die Volatilität zu identischen Wertänderungen führt.¹³⁶⁹

Analog zum laufenden Datenabruf auf Kapitalmarktdaten sollte die Schätzung der Einzahlungsüberschüsse in kurzen Zeitintervallen erfolgen. Dem Bedürfnis der beteiligten Akteure nach relevanten und aktuellen Daten aus dem realoptionsbasierten Bewertungsmodell, die zudem verlässlich sind, stehen die begrenzten zeitlichen Ressourcen der sich im Turnaround-Prozess befindlichen Unternehmung entgegen.¹³⁷⁰

Optionen stehen dem Unternehmen regelmäßig nicht exklusiv zur Verfügung. Die Bewertungsparameter innerhalb der Realoptionen sind daraufhin zu analysieren, inwieweit

¹³⁶⁵ Vgl. PERRIDON, L./ STEINER, M./ RATHGEBER, A. (2017), S. 377.

¹³⁶⁶ Vgl. IDW S6, 2018a, Tz. 70.

¹³⁶⁷ Vgl. AMRAM, M./ KULATILKA, N. (1999), S. 103 ff.

¹³⁶⁸ Vgl. SCHULTE, A./ DORN, M. (2018), S. 1070.

¹³⁶⁹ Vgl. SCHUSTER, T./ USKOVA, M. (2015), S. 105.

¹³⁷⁰ Vgl. CRASSELT, N. (2003), S. 64 f.

andere Unternehmen durch ihre Maßnahmen die Optionsausübung der eigenen Unternehmung einschränken. Diese Wechselwirkungen entsprechen marktüblichen Wettbewerbsbeziehungen zwischen Unternehmen in polypolen Märkten.¹³⁷¹

Die Optionslaufzeit ist durch diesen Umstand regelmäßig eine Option amerikanischer Ausprägung. Trotzdem bedarf es in dieser Situation der weitergehenden Analyse, ob die Optionslaufzeit nicht exogen bestimmt wird. Exogen bestimmte Laufzeiten könnte zu einem Wettlauf um die Ausübung der beteiligten Unternehmen führen.¹³⁷²

Volatilität ist dabei für den Wert des Basisobjektes grundsätzlich positiv, da der Zeitwert der Option erhöht wird und unabhängig von der Ausprägung als europäische oder amerikanische Option somit positiv ist.¹³⁷³ Für den Sanierungsprozess bedeutet dies, dass eine erhöhte Volatilität um das Bewertungsobjekt für sich gesehen eher zu einem positiven Sanierungsurteil führt, indem die Sanierungswürdigkeit eher bejaht wird.¹³⁷⁴

Risikoloser Zinssatz/ Risikofreier Zinssatz als Rho

Der Kalkulationszinssatz ist wesentlich für die Bestimmung der Höhe der Barwerte und damit für die Bewertung der Unternehmung. Der Kalkulationszinssatz ist subjektiv und nimmt für jeden Akteur einen individuellen Wert an.¹³⁷⁵ In der Praxis der Realoptionsbewertung wird ein fungibles Wertpapier geringer Risikoklasse als Anlagealternative herangezogen. Typischerweise erfolgt hilfsweise eine Anlehnung an Staatsanleihen als objektiver Marktzins, wobei ein Rückgriff auf einen risikoadäquaten Zinssatz zielführender wäre.¹³⁷⁶

Steigende Zinsen führen zu steigenden Werten der Kaufoptionen und zu fallenden Werten der Verkaufsoptionen. Sinkende Zinsen haben mit fallenden Werten für Kaufoptionen und steigenden Werten für Verkaufsoptionen einen gegenteiligen Effekt.¹³⁷⁷ Eigenkapital

¹³⁷¹ Vgl. DAMISCH, P. (2002), S. 183.

¹³⁷² Vgl. WIEDENHÖFER, M. (2002), S. 194.

¹³⁷³ Vgl. SCHUSTER, T./USKOVA, M. (2015), S. 93 f.

¹³⁷⁴ Vgl. HOHBERGER, S./DAMLACHI, H. (2019c), S. 11.

¹³⁷⁵ Vgl. PERRIDON, L./STEINER, M./RATHGEBER, A. (2017), S. 140.

¹³⁷⁶ Vgl. BREALEY, R./MYERS, S./FRANKLIN, A. (2020), S. 23.

¹³⁷⁷ Vgl. SCHUSTER, T./USKOVA, M. (2015), S. 95 f.

und Fremdkapital stellen Optionen auf das Unternehmensvermögen dar. Das Eigenkapital ist ein Call auf den Unternehmenswert, das Fremdkapital ein Short Put.

Aus dieser Gesetzmäßigkeit ergibt sich, dass das Rho einer Kaufoption positiv und das Rho einer Verkaufsoption negativ ist, weil der Zins die Grundlage zur Ermittlung von Barwerten ist.¹³⁷⁸

In Märkten mit hohen Zinsen wird die Sanierung einer Unternehmung erschwert, da die Verkaufsoption bzw. die alternativen Kapitalanlagen für externe Akteure attraktiver werden. In einem Marktumfeld mit niedrigen Zinsen erhöht sich der Schaden für den Gläubiger nicht noch zusätzlich durch entgangene Zinserträge aus einer Alternativanlage.¹³⁷⁹

6.3.3 Ermittlung der Realoptionswerte

Hat das Turnaround-Management die bewertungsrelevanten Parameter ermittelt, beginnt die Umsetzung im Bewertungsmodell selbst.¹³⁸⁰

In dem komplexen Beziehungsgeflecht der Realoptionen in einer Turnaround-Situation ist zu erwarten, dass in vielen Fällen Handlungsbündel als Verbundoptionen existieren.¹³⁸¹ Zur Ermittlung von Gesamtwerten scheidet ein Aufsummieren der Optionswerte aus, da wechselseitig wirksame und wertbeeinflussende Faktoren existieren.¹³⁸²

Für eine unendliche Anzahl von Möglichkeiten für abgestufte Handlungsalternativen ergäbe sich so ein unendlich großes Modell. Erfolgreiches Turnaround-Management aber verlangt betont nach einfachen und gut zu handhabenden Modellen. Die Vorteile der Modellnutzung verpuffen jedoch, wenn sich das Management nur noch auf die Ermittlung weiterer Daten fokussiert.¹³⁸³

Die Wertadditivitätsprämisse über sämtliche Handlungsoptionen und deren Interpretation als Optionen findet Grenzen in der Tatsache, dass jede zusätzlich beachtete Option einen abnehmenden Grenzwert ausweist. Weil die Wertadditivitätsprämisse nicht gilt, nimmt

¹³⁷⁸ Vgl. KRUSCHWITZ, L./ HUSMANN, S. (2012), S. 149.

¹³⁷⁹ Vgl. GÖTZE, U. (2014), S. 113 f.

¹³⁸⁰ Vgl. HOHBERGER, S./ PECHER, S./ HEIDRICH, M./ DAMLACHI, H. (2019), S. 1001.

¹³⁸¹ Vgl. FISCHER, K. (1996), S. 95.

¹³⁸² Vgl. MEISE, F. (1998), S. 121.

¹³⁸³ Vgl. ADNER, R./ LEVINTHAL, D. (2004), S. 75 f.

der Grenzwert des Gesamtwertes der Realoption ab. Der Grenzwert ist eine Folge von Verbundeffekten in Form von Interaktionen der den Realoptionen zugrundeliegenden Entscheidungen.¹³⁸⁴ Bereits während der üblichen Geschäftstätigkeit und speziell im Turnaround-Management werden negative Wechselwirkungen vorherrschen.¹³⁸⁵ Die überwiegend negativen Wechselwirkungen verstärken den Effekt abnehmender Grenznutzen.¹³⁸⁶

Der beschriebene Effekt eröffnet dem Sanierungsmanagement die Möglichkeit, Realoptionen zu vernachlässigen, da die Auswirkung auf den Gesamtwert gering sein wird.¹³⁸⁷

Im Modellrahmen ist eine Reduktion der Handlungsalternativen zielführend möglich, da die Unterlassungsalternativen willkürlich gewählt werden können. Im Turnaround-Management hingegen müsste anhand realer Handlungsoptionen entschieden werden, welche Realoptionen in Form von alternativen Managemententscheidungen im Voraus bereits ausgeschlossen werden können.¹³⁸⁸

Die Ausprägung und die Intensität der gegenseitigen Beeinflussung werden durch die Reihenfolge der Ausübung der Verbundoptionen, die zeitliche Distanz der Ausübungen, den inneren Werten der Realoptionen und den mit der Ausübung verbundenen Unsicherheiten determiniert.¹³⁸⁹

Zur Darstellung der Wechselwirkungen wird die Analyse auf eine Paarung von Optionen begrenzt, welche relative Beziehungen zum Basiswert haben. Die Reihenfolge der Ausübung bestimmt die Wirkungen. Beginnt die Wirkungskette mit einem Call, so wird dessen Ausübung den Unternehmenswert erhöhen.¹³⁹⁰ Eine hierauf aufbauende Option erfährt schon dadurch eine Werterhöhung, dass sie sich nun auf den erweiterten Unternehmenswert bezieht. Es handelt sich um eine positive Wechselbeziehung.¹³⁹¹ Exemplarisch

¹³⁸⁴ Vgl. TRIGEORGIS, L. (1993), S. 12 ff.

¹³⁸⁵ Vgl. EISENBERG, N. (2018), S. 740.

¹³⁸⁶ Vgl. TRIGEORGIS, L. (1993), S. 19.

¹³⁸⁷ Vgl. KUHNERT, M. (1999), S. 330.

¹³⁸⁸ Vgl. MEISE, F. (1998), S. 125.

¹³⁸⁹ Vgl. WELLING, A. (2013), S. 22.

¹³⁹⁰ Vgl. HULL, C. (2019), S. 974.

¹³⁹¹ Vgl. TRIGEORGIS, L. (1993), S. 6.

könnte ein solcher Fall eintreten, wenn z. B. zunächst die Produktion saniert wird und danach der Absatzmarkt ausgedehnt wird.¹³⁹²

Eine negative Wechselbeziehung würde entstehen, wenn zu Beginn der Wirkungskette ein Put den Wert der Unternehmung reduzieren könnte. Je nach Natur des Puts könnte die Wirkungskette mit der Ausübung der Put-Option bereits ein Ende finden. Das wäre z. B. der Fall, wenn die Unternehmung liquidiert wird und damit keine Sanierung und kein Turnaround mehr möglich ist.¹³⁹³

Die Wechselwirkung findet weitere Verstärkung, je weiter die Option im Geld ist. Auf die Call-Option wirkt ein abnehmender Basispreis wertsteigernd, bei einem Put hingegen wirkt ein zunehmender Basispreis wertsteigernd.¹³⁹⁴

Der Gesamtwert der Realoption ist abhängig von der Stärke des Interaktionseffektes. Die Wirkung des Interaktionseffektes erhöht sich mit der zunehmenden Wahrscheinlichkeit der gemeinsamen oder einer zeitnahen Optionsausübung. Die reale Vorteilhaftigkeit der zeitnahen und gleichzeitigen Ausübung von Call- und Putoptionen im Rahmen der Sanierung wird gering sein und nur eine Rolle spielen, solange Realoptionsarten im Geld sind.¹³⁹⁵ Dem Sanierungsmanagement muss an diesem Punkt der Umsetzung auch deutlich werden, dass eine teilweise Sanierung nicht möglich ist. Teilweise bezieht sich auf den zwingenden ganzheitlichen Sanierungsansatz. Es ist im ganzheitlichen Sanierungsansatz eine Möglichkeit einen Teil der Unternehmung zu sanieren, einen zweiten Teil zu verkaufen und einen dritten Teil zu schließen.

Der Zeitwert innerhalb der Option stellt dabei besonders in Turnaround-Situationen einen erheblichen Teil des Gesamtwertes der Unternehmung dar, weil die Krise typischerweise die Erträge einer Unternehmung gegen Null streben lässt.¹³⁹⁶ Eine realoptionsbasierte Analyse stiftet bereits mehr Informationen als es ein klassischer Bewertungsansatz könnte

¹³⁹² Vgl. GIESSLER, J. (2018), S. 120.

¹³⁹³ Vgl. TRIGEORGIS, L. (2009), S. 2 ff.

¹³⁹⁴ Vgl. SCHUSTER, T./USKOVA, M. (2015), S. 78 ff.

¹³⁹⁵ Vgl. MEISE, F. (1998), S. 122.

¹³⁹⁶ Vgl. CRASSETT, N./TOMASZEWSKI, C. (2018), S. 557.

und ist in der dynamischen Managementphase des Turnarounds jederzeit zu bevorzugen.¹³⁹⁷ Je kürzer die Restlaufzeit wird, desto geringer wird der Zeitwert und damit der Realoptionswert der Sanierung.¹³⁹⁸ Die Laufzeit wird z. B. begrenzt durch Kreditereignisse oder ordnungspolitische Vorgaben aus dem Insolvenzrecht.¹³⁹⁹

Das Turnaround-Management sollte durch die Einschränkungen aus dem Modell selbst und den Forderungen nach Vereinfachungen innerhalb der praktischen Umsetzung nicht den Ansatz selbst in Zweifel ziehen. Die Berücksichtigung von Flexibilität im Management führt zu einem höheren und belastbareren Wert, als er auf der Grundlage klassischer DCF-Verfahren ermittelt werden könnte. Die Realoption fungiert an der Stelle als Erweiterung. Der so erweiterte Unternehmenswert basiert auf der Addition eines eher statischen Kapitalwertes und eines eher flexiblen Optionswertes.¹⁴⁰⁰

Der Übertrag der Erkenntnisse aus dem Modell in die Realität birgt das Risiko der Verzerrung eines Sanierungsmanagements. Weil das Modell der Sanierung dienen soll und nicht umgekehrt, dürfen Potenziale innerhalb der Unternehmung nur in angemessenem Umfang für die Ermittlung der Realoptionswerte eingesetzt werden.

Eine langfristige Planung des Sanierungsprozesses erhöht die Erfolgsaussicht und führt zu einem höheren Wert der Realoption. Die Langfristigkeit bezieht sich hier auf den zeitlichen Horizont des Sanierungsprozesses und nicht auf den zeitlichen Horizont vor dem Sanierungsbeginn.¹⁴⁰¹ Weil eine langfristige Planung arbeitsintensiv ist und mit zunehmender Fristigkeit an Validität verliert, sind langfristige Pläne nicht immer hilfreich. Die Kritik basiert darauf, dass die ungewisse Zukunft nicht durch den Akt der Planung selbst an Sicherheit gewinnt, sondern Spielräume der Bewerter das Ergebnis beeinflussen.¹⁴⁰² Der Plan wird in einem abstrahierten Vorstellungsraum erstellt, der wiederum nicht den Anspruch hat, die Realität abzubilden, sondern sich in ein Modell zurückzieht.¹⁴⁰³

¹³⁹⁷ Vgl. TOMASZEWSKI, C. (2000), S. 242.

¹³⁹⁸ Vgl. PERRIDON, L./ STEINER, M./ RATHGEBER, A. (2017), S. 377.

¹³⁹⁹ Vgl. JASPERS, P. (2019), S. 282.

¹⁴⁰⁰ Vgl. MÖLLS, S. (2003), S. 56.

¹⁴⁰¹ Vgl. WITT, P. (2019), S. 114.

¹⁴⁰² Vgl. BAMBERGER, H.G. (2019), S. 21.

¹⁴⁰³ Vgl. BRUNKE, B./ KLEIN, J. (2012), S. 48.

Der Gewinn für das Management der Unternehmung liegt in der Erkenntnis, dass die Flexibilität zukünftigen Handelns zu unterschiedlichen Werten der Unternehmung und den damit verbundenen Erfolgsaussichten führt und ebendiese Bewertung von Flexibilität durch einen realoptionsbasierten Sanierungsprozess anschaulich gemacht wird. Die Bewertung von Flexibilität in der Sanierung verbessert die Aussicht auf eine erfolgreiche Sanierung für alle Beteiligten.¹⁴⁰⁴

Für externe Akteure wird die Möglichkeit eröffnet, sich ein konkreteres Bild über den gegenwärtigen Zustand der Unternehmung zu machen. Bei der Entscheidungsfindung werden externe Akteure unterstützt, da ihnen Unternehmenswerte kombiniert mit Maßnahmen in der Sanierung vorliegen.¹⁴⁰⁵

Die Bedeutung der eigenen Rolle wird den externen Akteuren so dargelegt und ein Orientierungspunkt für die Folgen eigener Entscheidungen gegeben. Dies trägt ebenfalls zur Bildung einer Zielharmonie aller Akteure bei.

6.4 Umsetzung

6.4.1 Werttreiberanalyse und -gewichtung

Ein Unterschied zwischen einer Realloption und einer klassischen Finanzoption liegt in der Fähigkeit des Optionshalters, den Basiswert zu beeinflussen. Während ein Management nicht in der Lage ist, den Basiswert von Finanzoptionen zu beeinflussen, vermag es den Realoptionswert der Unternehmung in einer Sanierung durch die Wahl von Managementmaßnahmen zu beeinflussen.

Die Möglichkeit der unmittelbaren Beeinflussung ist bei den Aktien der eigenen Unternehmung deutlicher als bei weiteren Basiswerten. Während das Management durch unmittelbare Maßnahmen der Unternehmensführung oder mittelbar durch Maßnahmen des Public Relations Einfluss auf den eigenen Aktienkurs nehmen kann, ist die Unternehmensführung am Markt für Faktorpreise üblicherweise ein Preisnehmer. Die theoretische Möglichkeit, durch Verhandlungslösungen eigene Konditionen zu verbessern, wird sich Unternehmen während einer Krise praktisch nicht ergeben.

¹⁴⁰⁴ Vgl. MÖLLS, S. (2003), S. 58 f.

¹⁴⁰⁵ Vgl. MÜLLER, D. (2004), S. 36 f.

Steigt durch geeignete Sanierungsmaßnahmen der Wert der Unternehmung, steigt unmittelbar der Wert der Realoptionen, welche auf die Fortführung der Unternehmung abzielen. Realoptionen sinken im Wert, wenn sie auf die Schließung der Unternehmung abstellen, z. B. bei einer Abbruchoption. Für eine bewusste Alternativenwahl muss das Management die Werttreiber als Stellschrauben des Unternehmenswertes identifizieren.¹⁴⁰⁶

Innerhalb der Sanierung ist eine Analyse der Werttreiber und deren Bewertungsparameter somit ein beachtlicher Erfolgsfaktor.¹⁴⁰⁷

Der Sanierungsprozess ist geprägt durch knappe Zeitressourcen. Gerade weil das Management nur über wenig Zeit verfügt, müssen sämtliche Managementmaßnahmen gleichermaßen effektiv und effizient sein.¹⁴⁰⁸ Auf eine logische zeitliche Reihenfolge der Maßnahmen muss Wert gelegt werden. Dringende kurzfristige Maßnahmen, z. B. Liquiditätssicherung, müssen vor wichtigen langfristigen Maßnahmen, z. B. Personalanpassungen, umgesetzt werden. Jede Maßnahme muss im jeweiligen Umsetzungszeitpunkt notwendig und hinreichend sein.

Effektiv sind all jene Maßnahmen in der Sanierung, die der unmittelbaren Erreichung eines Zieles dienen oder wenigstens der Zielerreichung dienlich sind. Effizient hingegen sind all jene Maßnahmen, wenn eben dieses Ziel möglichst unmittelbar erreicht wird und möglichst wenig Ressourcen zur Zielerreichung eingesetzt werden müssen.¹⁴⁰⁹

Einleitende Indizien können bereits die aus der Sensitivitätsanalyse bekannten Werttreiber bieten, da hier bereits die unmittelbare wertsteigernde oder wertreduzierende Wirkung ersichtlich wird. Aufgrund der in dem vorangegangenen Kapitel vorgestellten gegenseitigen Wechselwirkungen der Werttreiber ist es zielführend, die Sensitivitätsanalyse für voneinander abweichende Szenarien separat durchzuführen.¹⁴¹⁰

Aus den Ergebnissen der Sensitivitätsanalyse vermag das Turnaround-Management, die Sanierungs- und Restrukturierungsmaßnahmen nach Effizienz-, Effektivitätskriterien und

¹⁴⁰⁶ Vgl. COPELAND, T./ ANTIKAROV, V. (2002), S. 22.

¹⁴⁰⁷ Vgl. WINKELS, A. (2018), S. 462.

¹⁴⁰⁸ Vgl. BUTH, A.K./ HERMANN, M. (2022), S. 391.

¹⁴⁰⁹ Vgl. GIESSLER, J. W. (2018), S. 119.

¹⁴¹⁰ Vgl. HUNGENBERG, H./ WULF, T./ STELLMASZEK, F. (2005), S. 37.

in einer zeitlichen Reihenfolge zu ordnen. Diese Rangliste gilt es dann der Durchführbarkeit entsprechend zu priorisieren.¹⁴¹¹

Eine so erstellte Übersicht der zielführenden und zunächst umzusetzenden Managementmaßnahmen wäre nicht für alle Unternehmen gleich. Sie findet eine inhaltliche Rechtfertigung in den Fähigkeiten des Managements selbst und den noch verfügbaren Ressourcen, unter der notwendigen Voraussetzung, dass das Management moralisch integer ist. Eine weitere Begrenzung ergibt sich aus dem ordnungspolitischen Rahmen. Die Begrenzung aus den rechtlichen Bestimmungen aus der Insolvenzordnung im weitesten Sinne führt ebenfalls dazu, dass vielfältige Turnaround-Maßnahmen keine reale Handlungsoptionen mehr darstellen.¹⁴¹²

Während einzelne Optionen durch die Insolvenzordnung ausgeschlossen werden, hält diese andere Optionen offen. Exemplarisch ist eine Werttreiberanalyse- und gewichtung durch den Gläubigerausschuss zu rügen, sobald die Befriedigung der Gläubiger vernachlässigt wird. Der Gläubigerausschuss kann vom Schuldner selbst während einer Eigenverwaltung den Verkauf der Gesamtunternehmung fordern.¹⁴¹³

Über den Verlauf der klassischen Krisenverlaufsmodele wird die Anzahl der Handlungsalternativen abnehmen und die Reaktionsmöglichkeiten reduzieren, während sich die Zwänge aus dem ordnungspolitischen Rahmen verstärken.¹⁴¹⁴

Die Unternehmungsführung verfügt typischerweise nicht über Erfahrungen im Turnaround-Management und deshalb entsteht hier bereits ein zentraler Werttreiber. Da die optionalen Managementmaßnahmen konsequenterweise durch die moralische Integrität und die Kompetenzen des Managements eine Begrenzung finden, wird der Turnaround-Manager selbst zum Werttreiber im Sanierungsprozess. Das Hinzuziehen der Kompetenz eines Turnaround-Managers wird das Kompetenzspektrum des Managements und damit die Handlungsalternativen erweitern.¹⁴¹⁵

¹⁴¹¹ Vgl. GIESSLER, J. W. (2018), S. 135.

¹⁴¹² Vgl. KUPFER, S. (2019), S. 81 f.

¹⁴¹³ Vgl. HAMMES, D. (2019), S. 189.

¹⁴¹⁴ Vgl. HOHBERGER, S./ DAMLACHI, H. (2019), S. 39.

¹⁴¹⁵ Vgl. HOHBERGER, S./ PECHER, S./ HEIDRICH, M./ DAMLACHI, H. (2019), S. 1004.

Die Ergänzung um zielführende Handlungsalternativen als Managementhandlung ist angelehnt an die Managementlehre des Shareholder Value Konzeptes.¹⁴¹⁶ Während der Shareholder Value als klassischer Ansatz auf die Maximierung des Marktwertes des Eigenkapitals abstellt, erweitert sich dieses Ziel in der Sanierung auf eine Minimierung des Schadens für Fremdkapitalgeber. Da im Insolvenzfall zuerst das Eigenkapital zur Befriedigung der Gläubiger herangezogen wird, ist die erfolgreiche Sanierung notwendige Bedingung für den Shareholder Value Ansatz.¹⁴¹⁷

Das Shareholder Value Konzept eint global mit dem Sanierungsmanagement das Ziel, den Wert der Unternehmung zu erhöhen. Die Instrumente zur Zielerreichung sind in beiden Konzepten die Werttreiber. Über Werttreiber werden Determinanten beeinflusst, die wiederum den Unternehmenswert verändern. Eine Identifikation und individuelle Ansprache von harten und weichen Werttreiber ist sinnvoll.¹⁴¹⁸

Ein natürliches Ziel in der Sanierung ist es, sich auf wertsteigernde Maßnahmen zu fokussieren. Eine Wiederherstellung der Liquidität im operativen Bereich ist Vorbedingung für die Wiederherstellung einer branchenüblichen Rentabilität im strategischen Bereich.¹⁴¹⁹

Weder die operativen Maßnahmen noch die strategischen Maßnahmen können isoliert getroffen oder im Nachgang evaluiert werden, ohne sie ganzheitlich zu analysieren und so zu bewerten.¹⁴²⁰

Analog zu der Unterteilung in Sanierung und Restrukturierung¹⁴²¹ sind Maßnahmen während der Sanierung in Kenngrößen zu messen, die einen Rückschluss auf ihre Wirkung im Rahmen der Restrukturierung zulassen.¹⁴²²

¹⁴¹⁶ Vgl. RAPPAPORT, A. (1986), S. 11.

¹⁴¹⁷ Vgl. LÖSER, A. (2019), S. 59.

¹⁴¹⁸ Vgl. HILPSCH, Y. (2006), S. 103.

¹⁴¹⁹ Vgl. WITT, P. (2019), S. 109 f.

¹⁴²⁰ Vgl. GIESSLER, J. W. (2018), S. 121.

¹⁴²¹ Vgl. HOHBERGER, S./DAMLACHI, H. (2019c), S. 2.

¹⁴²² Vgl. SCHULTE, A./DORN, M. (2018), S. 1075.

Anders als für das Management von Unternehmen in Reifephasen gilt keine Bedingung, nach der ein kausaler Zusammenhang zwischen operativen und strategischen Maßnahmen mit dem Ziel der Unternehmenswertsteigerung bestehen muss. Beachtlich ist in diesem Zusammenhang sogar, dass es im Rahmen der Sanierung schlüssig sein kann, den Unternehmenswert zunächst zu schmälern.¹⁴²³

Die Maßnahmen innerhalb der Sanierungsphase dienen dem Erhalt der Unternehmung und der Eröffnung einer Chance zur Restrukturierung. Die Maßnahmen innerhalb des operativen Managements in gesunden Unternehmen hingegen umfassen die praktisch-operative Umsetzung strategischer Planungen.¹⁴²⁴

Harte Werttreiber sind dabei jene, die z. B. den Cashflow der eigenen Unternehmung unmittelbar beeinflussen und so im Zentrum der Sanierung stehen. Als weiche Werttreiber werden z. B. Rohstoffpreise auf aktiven Märkten, die generelle Steuerpolitik eines Landes oder marktweite technologische Entwicklungen angesehen.¹⁴²⁵

Im Sanierungsmanagement werden die weichen Werttreiber in Grenzen für das Management steuerbar, da z. B. Sonderregelungen mit den Finanzämtern möglich werden oder Lieferanten Sonderkonditionen ermöglichen. Die Sonderkonditionen könnten exemplarisch durch staatliche Bürgschaften getragen werden.¹⁴²⁶

Als begleitendes Managementinstrument bilden die Werttreiber die Grundlage für Simulationen, indem sie zu valideren Risikoeinschätzungen führen und in den Szenarioanalysen die Erfolgsfaktoren und deren Wechselwirkungen offenlegen.¹⁴²⁷

Auf Big Data basierende Modelle würden ungleich größere Dienste leisten können, sobald die Simulationen mit Hilfe der Predictive Analytics durchgeführt werden könnten. Dem Controlling wird jedoch in der Krise dieser Datenpool regelmäßig nicht zur Verfügung stehen und die Daten würden in der gebotenen Eile auch nicht zu sammeln sein.¹⁴²⁸ Künstliche Intelligenz kann perspektivisch die Erfahrungen des Managements ergänzen,

¹⁴²³ Vgl. GIESSLER, J.W. (2018), S. 117.

¹⁴²⁴ Vgl. KLEIN, J. (2008), S. 68 ff.

¹⁴²⁵ Vgl. HILPSCH, Y. (2006), S. 199 ff.

¹⁴²⁶ Vgl. HASBACH, A./ OESTERWINTER, P./ FAHJE, L. (2020), S. 1249 ff.

¹⁴²⁷ Vgl. HILPISCH, Y. (2006), S. 192.

¹⁴²⁸ Vgl. HEUPEL, T./ LANGE V. (2019), S. 205 f.

langfristig sogar für große Unternehmen bessere Lösungen anbieten. Die Überlegenheit der KI würde gerade im „Denken in Optionen“ bestehen. Komplexe Werttreibermodelle wären beherrschbarer.

Das Werttreibermodell nach Rappaport z. B. misst Bewertungsparameter in den Einzahlungsüberschüssen, welche sich aus dem Ergebnis von Einzahlungen und Auszahlungen der gewöhnlichen Betriebstätigkeit ergeben.¹⁴²⁹

Entscheidungen operativen Charakters dienen der Steuerung der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit innerhalb der Unternehmung. Der Aufbau der dazu notwendigen Ressourcen wird im Rahmen von Investitionsentscheidungen gesteuert und führt zu drei Strategien zur Steigerung des Sanierungswertes:¹⁴³⁰

- Cashflow erhöhen,
- Cash Outflow reduzieren,
- durchschnittliche Kapitalkosten reduzieren.

Das Sanierungsmanagement ist regelmäßig in der Lage, weitgehend die Werttreiber der Realoptionen zu beeinflussen und ein aktives Realoptionsmanagement zuzulassen.¹⁴³¹

Bei der Berechnung der Einzahlungsüberschüsse treten vier wesentliche Werttreiber auf:¹⁴³²

- Umsatzwachstum,
- betriebliche Gewinnmarge,
- Erweiterungsinvestitionen,
- Cashflow-Steuersatz.

Die vier wesentlichen Werttreiber nach Rappaport sind eingebettet in ein System von Werttreibern in einer Unternehmung, nehmen dabei jedoch eine zentrale Rolle ein.¹⁴³³

¹⁴²⁹ Vgl. RAPPAPORT, A. (1999), S. 41 f.

¹⁴³⁰ Vgl. HILPISCH, Y. (2006), S. 201.

¹⁴³¹ Vgl. HILPISCH, Y. (2006), S. 199.

¹⁴³² Vgl. RAPPAPORT, A. (1999), S. 39.

¹⁴³³ Vgl. KUHNER, C./MALTRY, H. (2017), S. 137.

Die gewählten Handlungsalternativen in den drei Bereichen wirken unmittelbar über die Werttreiber auf den Gesamtwert der Unternehmung. Verfolgt das Management konsequent das Ziel des Shareholder-Value, so werden alle Entscheidungen danach getroffen, ob sie dazu dienlich sind, den Wert des Unternehmens nachhaltig zu erhöhen und damit alle Anspruchsgruppen besser befriedigen zu können.¹⁴³⁴

Zur ganzheitlichen Darstellung des Shareholder-Value-Ansatzes wird in der folgenden Grafik die Beziehung der Führungsentscheidungen und die Wirkungskette hin zu den Zielen des Unternehmens dargestellt.¹⁴³⁵

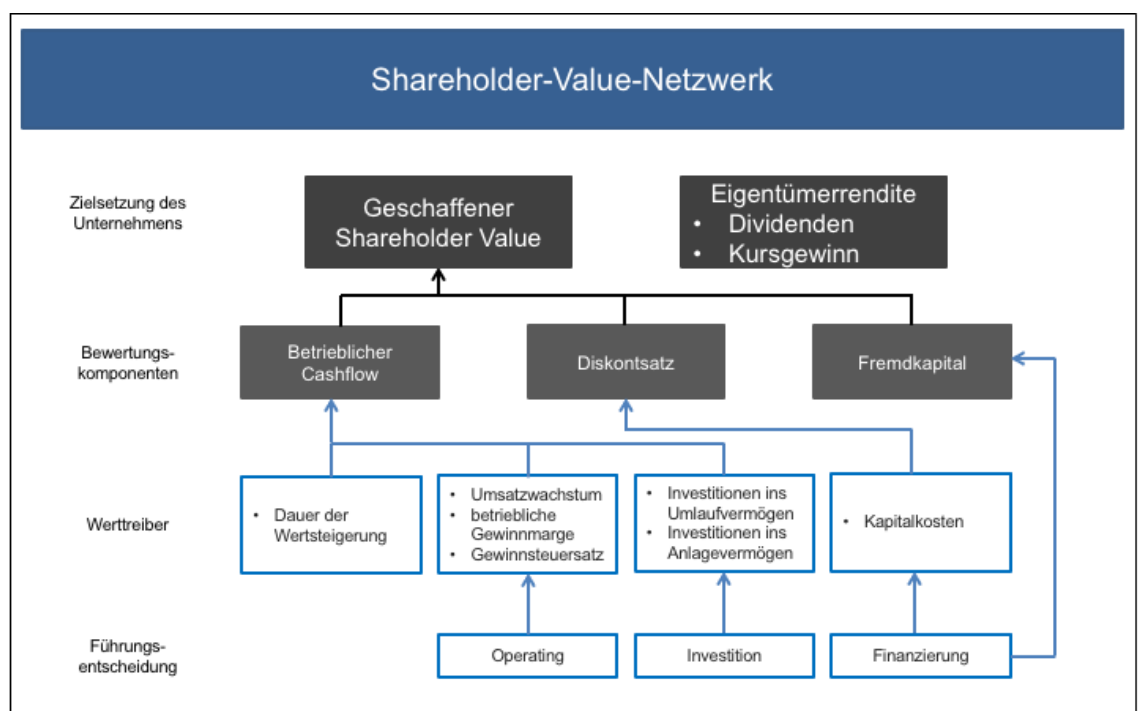


Abbildung 21: Shareholder-Value-Netzwerk¹⁴³⁶

Shareholder-Value dient den Shareholdern. Aus Sicht der Gläubiger dient der Shareholder-Value-Ansatz mittelbar der Sicherung des Kapitaldienstes. Um aber aus einem Negativsummenspiel, also dem Weiterbetrieb, oder aus einem Nullsummenspiel, also der Ressourcenaufteilung, wieder ein Positivsummenspiel und damit eine Werterhöhung zu machen, ist die einzig sinnvolle Zielsetzung für die Sanierung. Selbst wenn die Sanierung

¹⁴³⁴ Vgl. KLEIN, J. (2008), S. 28.

¹⁴³⁵ Vgl. RAPPAPORT, A. (1999), S. 68.

¹⁴³⁶ Vgl. BECKER, W. (2000), S. 28.

abgebrochen würde, wäre dadurch ein Teilerfolg zu erzielen, der in der Vergrößerung der Haftungsmasse und damit der Quote für die Gläubiger bestünde.

6.4.2 Priorisierung von Handlungsoptionen

Sanierungsphasen zeichnen sich regelmäßig durch schwindende Ressourcen aus. Das bezieht sich in vergleichbarer Art auf finanzielle als auch auf zeitliche Ressourcen. Beide Engpassfaktoren begrenzen den Handlungsspielraum der Unternehmensführung und die damit verbundenen Managementprozesse. Die bewusste Verleihung von Rängen mit dem Ziel einer Priorisierung der Realloptionen dient somit der Effizienzsteigerung sämtlicher Handlungen.¹⁴³⁷

Startpunkt des Sanierungsmanagementprozesses ist die Identifikation der Werttreiber und deren Klassifizierung nach harten und weichen, bzw. nach beeinflussbaren und unbeeinflussbaren, Werttreibern. Das ist Voraussetzung für einer positiven Verstärkung der Geschäftstätigkeit aber auch für ein Abstellen negativ wirkender unternehmerischer Aktivitäten. Ein Werttreiber kann seiner Natur nach gleichermaßen eine positive als auch eine negative Wirkung entfalten.¹⁴³⁸

Die bewerteten Werttreiber sind im weiteren Verlauf danach zu ordnen, ob und in welchem Zeitraum der Sanierung der Unternehmung auf die Werttreiber einwirken kann.¹⁴³⁹ In der Krise werden ordnungspolitische Leitplanken, z. B. aus der Insolvenzordnung oder die begrenzte Fähigkeit der Unternehmung, technologische Entwicklungen zeitnah zu imitieren, die Anzahl der Handlungsoptionen im Rahmen der Realloptionsanalyse begrenzen. Die Strukturierung der Handlungsoptionen ist Bedingung für eine optimale Beurteilung.¹⁴⁴⁰

Eine hohe Priorität wird all jenen Handlungsoptionen zugebilligt, die den Wert der Unternehmung wesentlich zu beeinflussen vermögen. Zwingende Voraussetzung ist im Zweifel eine erneute Prüfung, ob die Unternehmensführung auch real über die Macht verfügt, eine Handlungsoption umzusetzen.¹⁴⁴¹

¹⁴³⁷ Vgl. AHREND, K.-M. (2020), S. 167.

¹⁴³⁸ Vgl. GIESSLER, J.W. (2018), S. 123.

¹⁴³⁹ Vgl. SANNE, S./ SCHALLER, C. (2018), S. 1040.

¹⁴⁴⁰ Vgl. PAUL, H./ Wollny, V. (2020), S. 287.

¹⁴⁴¹ Vgl. SANNE, S./ SCHALLER, C. (2018), S. 1041 f.

Analog der Zuordnung zu Sanierung und Restrukturierung können weitere Faktoren zur Rangbildung hinzugefügt werden, sobald eine Handlung möglich ist und im Wechselrahmen von Sanierung zur Restrukturierung umgesetzt wird. Die Restrukturierung findet sich in der Realloptionsliteratur dann gewöhnlich als strategischer Aspekt.¹⁴⁴²

Gewählte Handlungsoptionen müssen in krisenbetroffenen Unternehmen nicht zwingend wirtschaftlich rational sein, sondern sich dem Ziel des Unternehmenserhalts unterordnen. So wäre der Verkauf produzierter Güter unterhalb der Selbstkosten der Herstellung der Unternehmung in der Regel irrational. Geheilt werden könnte diese Irrationalität hingegen in all jenen Fällen, in denen der Verkauf der produzierten Güter dem Erhalt der Unternehmung dient, weil es notwendige Liquidität in die Kasse spült, die wiederum die Handlungsoptionen erweitert.¹⁴⁴³

Rational wird eine solche Handlungsweise in all jenen Fällen, in denen die Unternehmung sonst die wirtschaftliche Aktivität einstellen müsste. Eine Unternehmung mit umfangreichen Lagerbeständen zu schließen, wäre wirtschaftlich nicht in jedem Fall sinnvoll. Die Fortführung ist relativ vorteilhaft gegenüber der unmittelbaren Schließung der Unternehmung, wenn die Fortführung aus Eigenmitteln finanziert werden kann und die Unternehmung sanierungsfähig ist.¹⁴⁴⁴

Da die Sanierung einer Unternehmung nicht zwingend auf typischen und rational erscheinenden Managemententscheidungen basieren muss, sondern eine flexible und unkonventionelle Herangehensweise ein Erfolgsfaktor sein kann, müssen Handlungsalternativen überhaupt erst einmal erkannt werden.¹⁴⁴⁵ Dem Erkennen steht das Erschaffen dieser Handlungsoptionen gleich. Wird im Rahmen der Priorisierung der Realloptionen im Sanierungsprozess dieser Schritt unterlassen, bleiben die Potenziale ungenutzt. Es handelt sich in diesen Fällen um Schattenoptionen, die nur zufällig und ungesteuert eine positive Wirkung entfalten würden.¹⁴⁴⁶

¹⁴⁴² Vgl. PERRIDON, L./ STEINER, M./ RATHGEBER, A. (2017), S. 143.

¹⁴⁴³ Vgl. WOHLBERG, H. (2018), S. 596.

¹⁴⁴⁴ Vgl. HILDEBRANDT, H. (2012), S. 103.

¹⁴⁴⁵ Vgl. EISENBERG, N. (2018), S. 740 f.

¹⁴⁴⁶ Vgl. BOWMAN, E./ HURRY, D. (1993), S. 760 ff.

Ziel ist demnach nicht eine einmalige Priorisierung bereits identifizierter Realloptionen, sondern der laufende Auftrag, systematisch Unsicherheit und Flexibilität zu erkennen. Die so aufgespürten Schattenoptionen können dann in Realloptionen überführt werden.¹⁴⁴⁷

Unternehmenskrisen stehen in keinem zwingenden Verhältnis zum Alter der Unternehmung, wenn auch junge Unternehmen eher gefährdet sein werden als ältere Unternehmen.¹⁴⁴⁸ Je älter die Unternehmen sind bzw. je länger sie in einem Markt aktiv waren, desto größer ist die Wahrscheinlichkeit, dass der Markt bereits entwickelt ist.¹⁴⁴⁹ Die Handlungsflexibilitäten der Krisenunternehmung und die daraus resultierenden echten Realloptionen werden in entwickelten Märkten wesentlich von den Handlungen der anderen Marktteilnehmer bestimmt.¹⁴⁵⁰

Die Handlungsoptionen der Mitbewerber erstrecken sich auch auf Optionen, die Sanierung der anderen Unternehmung zu stören, um einen Mitbewerber aus dem Markt zu drängen. Exemplarisch sind rechtliche Schritte mit Blick auf das Wettbewerbsrecht oder Fälle vermeintlicher oder tatsächlich unerlaubter Subventionierung.¹⁴⁵¹

Das mag im Grundsatz auch für einen Markt von Wachstumsunternehmen, bzw. von Unternehmensneugründungen in noch nicht entwickelten Märkten gelten. Start-up-Unternehmen werden jedoch in der Regel nicht über jene Handlungsoptionen verfügen, welche den Handlungsspielraum einer Unternehmung in der Krise wesentlich beeinflussen. Das können für Unternehmen in einer Krise gewachsene Lieferanten- und Kundenbeziehungen oder ein entwickelter Markenname sein.¹⁴⁵²

Die Realloptionsliteratur stellt in ihren Untersuchungen vielfach auf Wachstumsunternehmen ab. Die Analogie von Unternehmen in Wachstumsphasen zu jenen in Krisenphasen ist vorhanden, da das Unternehmen zur Überwindung einer Krise ebenfalls auf Wachstumsstrategien und die Etablierung in neuen Märkten wird setzen müssen. Der Relaunch

¹⁴⁴⁷ Vgl. FISCH, J.H. (2006), S. 53.

¹⁴⁴⁸ Vgl. GREVE, G. (2010), S. 20.

¹⁴⁴⁹ Vgl. LINTEMEIER, K. (2014), S. 67.

¹⁴⁵⁰ Vgl. KRYSTEK, U./LENTZ, M. (2014), S. 47.

¹⁴⁵¹ Vgl. GERLACH, A. (2019), S. 446.

¹⁴⁵² Vgl. CRASSELT, N./LOHMANN, C. (2019), S. 12 ff.

einer Unternehmung im Rahmen der Restrukturierung ist dem primären Launch einer Unternehmung ähnlich.¹⁴⁵³

Ebenfalls vergleichbar ist die Analogie einer Unternehmung in der Sanierung zu einer Unternehmung am Ende einer Wachstumsphase, denn in beiden Fällen steht das jeweilige Management vor der Aufgabe, das Unternehmen in komplexen Marktstrukturen zu konsolidieren.¹⁴⁵⁴

Die mit einer Unerfahrenheit des Managements verbundenen Unsicherheiten bei der Auswahl von Handlungsalternativen eines betont jungen Managements werden vergleichbar mit den Unsicherheiten eines erfahrenen Managements in Krisenphasen sein, da das Überwinden von schweren Krisen nicht zu den natürlich gewachsenen Kompetenzbündel von Unternehmensführungen zählen wird.¹⁴⁵⁵

In der Praxis beschäftigen sich Unternehmensführungen in Krisenunternehmen nicht mit der Sanierung, sondern versuchen, persönliche Besitzstände durch kriminelle Machenschaften zu erhalten. Typisch sind Bankrotthandlungen,¹⁴⁵⁶ z. B. die Überführung nicht betriebsnotwendiger Kunstobjekte gegen Scheinzahlungen ins Privatvermögen.

6.4.3 Bestimmung der Sanierungsstrategie

In der bisherigen Untersuchung lag der Betrachtungsschwerpunkt auf der Identifikation der realen Optionen und der Verknüpfung mit Finanzoptionen, um die Überführung aus dem Theorierahmen in einen Wertbeitrag für das Sanierungsmanagement zu ermöglichen.

Die Identifikation der Realloption stellt bereits in einem weiteren Sinne einen Wert für das Management der Unternehmung dar. Der Wertbeitrag liegt in der Schärfung der Wahrnehmung der eigenen Handlungsoptionen und dem daraus folgenden Beitrag, eine validere Entscheidung treffen zu können.¹⁴⁵⁷

¹⁴⁵³ Vgl. HERNANDEZ, V. (2019), S. 1 ff.

¹⁴⁵⁴ Vgl. KUPFER, S. (2019), S. 129 f.

¹⁴⁵⁵ Vgl. EISENBERG, N. (2018), S. 740.

¹⁴⁵⁶ Vgl. § 283 StGB.

¹⁴⁵⁷ Vgl. HUNDT, M. (2015), S. 142.

In einem engeren Sinne wird der Wert der Realoption im Sanierungsmanagement erst bei seiner Ausübung realisiert. Wird auf die Ausübung verzichtet, bleiben die Identifikations- und Entwicklungskosten der Realoption jedoch bestehen. Die Kosten belasten dann das typischerweise angespannte Budget.¹⁴⁵⁸

In der Wahrnehmung der weiteren Akteure an der Sanierung werden die entwickelten und in der Folge verworfenen Realoptionen wie gescheiterte Sanierungspläne wahrgenommen und als Misserfolg gewertet. Diese Interpretation würde den weiteren Prozess belasten.¹⁴⁵⁹

Neben der grundsätzlichen Fragestellung, ob eine Sanierungsoption ausgeübt werden sollte, stellt sich die Frage nach dem richtigen Zeitpunkt.¹⁴⁶⁰ Realoptionen entsprechen in ihrer Grundstruktur einer amerikanischen Finanzoption, was bedeutet, sie können zu jedem Zeitpunkt innerhalb der Laufzeit ausgeübt werden.¹⁴⁶¹

Die Bestimmung und folgende Umsetzung der Sanierungsstrategie bedingt eine hohe Führungskompetenz. Die Führung kann durch ein Individuum oder eine Gruppe erfolgen, wobei die Gruppe auch das Management der Unternehmung sein könnte, erweitert um externe Akteure wie z. B. Banken.¹⁴⁶²

Die kognitiven Fähigkeiten sind begrenzt. Es werden nicht sämtliche verfügbaren Informationen erkannt und verarbeitet. In beachtlichem Umfang werden Informationen modifiziert und sortiert, bevor sie in das Bewusstsein der Akteure kommen.¹⁴⁶³ Der Einsatz des Realoptionsansatzes kann hilfreich sein, Informationen zu objektivieren und im Modell zu halten.¹⁴⁶⁴

¹⁴⁵⁸ Vgl. SEILER, Y./STAUBER, J. (2003), S. 120.

¹⁴⁵⁹ Vgl. GOETKER, U. (2018), S. 1625.

¹⁴⁶⁰ Vgl. MEISE, F. (1998), S. 100.

¹⁴⁶¹ Vgl. HULL, J. (2016), S. 9.

¹⁴⁶² Vgl. WEBER, J./SCHÄFFER, U. (1999), S. 743 ff.

¹⁴⁶³ Vgl. ROBERTSON, I. (2016), S. 88 ff.

¹⁴⁶⁴ Vgl. PRITSCH, G./WEBER, J. (2004), S. 76.

Die Verwendung und weitere Entwicklung von quantitativen Methoden und Modellen im Rahmen der Sanierungsplanung würden zu einem unendlich großen Rechenaufwand führen, da die zukünftigen Umweltzustände unendlich vielfältig sind.¹⁴⁶⁵ Um die Sanierungsplanung beherrschbar zu halten, findet ein Rückgriff auf Heuristiken statt.¹⁴⁶⁶ Der Umfang untersuchter zukünftiger Umweltzustände wird mindestens um die vermeintlich bzw. vermutlich aussichtslosen Entwicklungspfade reduziert.¹⁴⁶⁷

Regelmäßig wird ein derartiges heuristisches Vorgehen zu einem befriedigenden Ergebnis führen. Der Prozess wird aber durch vereinzelt Fehleinschätzung belastet sein.¹⁴⁶⁸ Die Fehleinschätzungen werden unvermeidbar sein, da die Akteure mit begrenztem Wissen bei begrenzter Zeit eine Sanierungsstrategie bestimmen müssen. Aufgrund der Tragweite von Fehlern in der Sanierung können Vereinfachungen in der Entscheidungsfindung beachtliche Auswirkungen haben.¹⁴⁶⁹

Heuristiken folgen dem „Versuch und Irrtum“, mit dem Erfahrungslücken der Entscheider geschlossen werden sollen. Ergebnisse aus „Versuch und Irrtum“ weichen von der optimalen Lösung ab, sind jedoch wirtschaftlich sinnvoll.¹⁴⁷⁰

Dem Management muss der Rückgriff auf Heuristiken nicht zwingend negativ angelastet werden. Kaum ein Management wird in Lage sein, sämtliche Modelle, Gesetzeslagen oder Marktspezifika zu durchdringen und in ihrem Innersten zu verstehen. So folgen Entscheidungen eben intuitiven Eingebungen. Im Sanierungsmanagement erhöht sich aus der Unerfahrenheit der Akteure heraus die Gefahr von Fehlentscheidungen, z. B. als Folge von Scheinkorrelationen, welche erfahrene Akteure eher erkennen würden.¹⁴⁷¹

¹⁴⁶⁵ Vgl. GÖTZE, U. (2014), S. 400 f.

¹⁴⁶⁶ Vgl. GIGERENZER, G./ TODD, P. (2000), S. 727 ff.

¹⁴⁶⁷ Vgl. PRITSCH, G./ WEBER, J. (2004), S. 74.

¹⁴⁶⁸ Vgl. SANDHU, S. (2014), S. 96.

¹⁴⁶⁹ Vgl. KRYSTEK, U./ LENTZ, M. (2018), S. 38 f.

¹⁴⁷⁰ Vgl. PILLKAHN, U. (2012), S. 170.

¹⁴⁷¹ Vgl. MERTEN, K. (2014), S. 172.

Neben mangelnder Erfahrung stellt der Rückgriff auf den Realloptionsansatz eine weitere Hürde bei der Wahl der Sanierungsstrategie da, weil die Handhabung des Realloptionsansatzes eine weitere spezielle Kompetenz erfordert.¹⁴⁷²

Bei der Festlegung der Sanierungsstrategie werden Entscheidungen nicht mehr nur ausschließlich vom Management der Unternehmung getroffen, sondern die Unternehmensführung wird Teil einer Gruppe von Entscheidern aus z. B. Banken und weiteren Gläubigern.¹⁴⁷³

Gruppenentscheidungen stiften jedoch nur eine vermeintliche Sicherheit. Vermeintlich, weil in einer Gruppe eine höhere Risikobereitschaft und eine Neigung zur Einmütigkeit besteht. Weil Gläubiger aufgrund ihrer Einteilung in besicherte, teilweise besicherte und unbesicherte Gläubiger unterschiedliche Ausgangssituationen haben, gibt es nur selten eine homogene Gläubigergruppe. Verfügen Gläubiger über Sicherheiten, dann werden sie eine Sanierung eher ablehnen als unbesicherte Gläubiger. Die unbesicherten Gläubiger können bei einer Sanierung ihre Verluste nur reduzieren, während die besicherten Gläubiger weiter im Risiko bleiben.¹⁴⁷⁴ Eine weitere Problematik bei der Findung optimaler Entscheidungen sind Ankereffekte, weil es eine weitere Einteilung in „Profigläubiger“ und „gewöhnliche Gläubiger“ gibt.¹⁴⁷⁵

Werden Entscheidungen ausgehend von der Realisierung möglicher Verluste rund um ein Sanierungskonzept getroffen, dann tritt ein Ankereffekt ein. Der Ankereffekt beschreibt aus der Perspektive der Kognitivpsychologie die unbewusste Beeinflussung von Entscheidern durch eine Information. Die Information selbst wird als Anker bezeichnet. Es ist unbeachtlich, ob der Anker eine wesentliche Information darstellt. Verstärkt wird der Ankereffekt dadurch, dass Informationen als Zahlenwerte vorliegen.¹⁴⁷⁶ Im Rahmen der realloptionsbasierten Entscheidung ist das der Normalfall.¹⁴⁷⁷

¹⁴⁷² Vgl. LITTKEMANN, J./ DERFUß, K./ REINBACHER, P./ BESSE, D. (2011), S. 270.

¹⁴⁷³ Vgl. BUTH, A.K./ HERMANN, M. (2022), S. 378 f.

¹⁴⁷⁴ Vgl. BOLAND, T. (2012), S. 1 ff.

¹⁴⁷⁵ Vgl. LAUX, H./ LIERMANN, F. (2005), S. 75 ff.

¹⁴⁷⁶ Vgl. KAHNEMAN, D. (2011), S. 119 ff.

¹⁴⁷⁷ Vgl. SCHMEISSER, W. (2010), S. 174.

Ankereffekte werden wesentlich, sobald ein ankerstiftendes Angebot unterbreitet, bzw. offenbar wird. Die Ergebnisse der Sanierungsstrategie stehen hier einem Angebot gleich. Ein Beschwichtigen der Gläubiger würde dazu führen, dass diese die Erfüllung ihrer Forderungen als Ankerpunkt setzen. Das erste eingeführte Konzept kann bereits über den Erfolg der Gesamtsanierung entscheiden.¹⁴⁷⁸

Der impulsgebende Vorschlag sollte auch aus der Unternehmung selbst kommen, da die Abgabe des ersten Entwurfes häufig mit einem vorteilhafteren Ergebnis für die Unternehmung verbunden ist.¹⁴⁷⁹

Objektivität wird in der frühen Phase erreicht, indem die persönlichen Präferenzen der Gruppenmitglieder nicht offenbar werden. Ungewissheit wird zu einem verstärkten Informationsaustausch führen, welcher die Qualität im Auswahlprozess für das Sanierungskonzept erhöhen wird.¹⁴⁸⁰

In der Praxis eröffnet die Unternehmung ein Sanierungskonzept, verzichtet jedoch auf weitergehende Erklärungen. Mitunter werden nicht einmal sämtliche Akteure informiert. Dieses Verhalten ist problematisch, da angemessene Erklärungen ein Erfolgsfaktor in der Umsetzung sind. Angemessen ist eine Erklärung immer dann, wenn die Entscheidung für ein bestimmtes Sanierungskonzept begründet wird und warum alternative Sanierungskonzepte verworfen wurden.¹⁴⁸¹ Da eine erfolgreiche Sanierung nicht gegen relevante Gruppen durchgeführt werden kann, steht dem Finden einer optimalen Strategie die Akzeptanz dieser Strategie innerhalb der Gruppe im weitesten Sinne gleichberechtigt zur Seite. Die Akzeptanz der gewählten Strategie auf der Grundlage künftiger Unternehmenswerte ist ein Erfolgsfaktor in der Sanierung.¹⁴⁸²

In Anlehnung an das Ankerkonzept beeinflussen selbst die Reihenfolge der Aspekte und die Argumentationsketten insgesamt die Akzeptanz der Sanierungsstrategie.¹⁴⁸³

¹⁴⁷⁸ Vgl. KRISTENSEN, H./ GÄRLING, T. (1997), S. 86 ff.

¹⁴⁷⁹ Vgl. SIMON, S./ BRÜNKMANNS, C. (2018), S. 352.

¹⁴⁸⁰ Vgl. MOJZISCH, A./ SCHULZ-HARDT, S. (2010), S. 795 ff.

¹⁴⁸¹ Vgl. GIESSLER, J. W. (2018), S. 120.

¹⁴⁸² Vgl. TINTAREV, N. (2007), S. 203 ff.

¹⁴⁸³ Vgl. STETTINGER, M./ FELFERNIG, A./ LEITNER, G./ REITERER, S./ JERAN, M. (2015), S. 148 ff.

Die im Sanierungsgutachten verschriftlichten Prozesse sind weiterhin nachvollziehbarer für alle beteiligten Akteure an der Sanierung.¹⁴⁸⁴ Der Abbau von Informationsasymmetrien verringert auf sämtlichen Beziehungsebenen die Gefahren, die aus einer Principal-Agent-Problematik erwachsen könnten im Allgemeinen, und die Principal-Agent-Kosten im Speziellen.¹⁴⁸⁵

Diese Folgekosten stehen offenen Ergebnisprozessen und umfangreichen Diskursen der Beteiligten entgegen. Gutes Geld soll dem schlechten nicht hinterhergeworfen werden und so ist es zentrale Aufgabe des Managements einer Unternehmung in der Krise, die Fremdkapitalgeber zu überzeugen, dass es eine positive Aussicht gibt.¹⁴⁸⁶

Überzeugungsarbeit entspricht hier dem Schließen einer Informationsasymmetrie zwischen dem Kreditgeber und dem Kreditnehmer im Sinne der Principal-Agenten-Theorie.¹⁴⁸⁷ Principale seien hier die Kapitalgeber und Agenten die Kapitalnehmer.¹⁴⁸⁸ Eine asymmetrische Verteilung liegt vor, da Informationen weitgehend dem Agenten, jedoch nicht den Principalen vorliegen. Da die vorhandenen Informationen als Ergebnis der Krise zudem unsicher sind, verstärkt sich der Effekt.¹⁴⁸⁹ Der Agent wird regelmäßig und missbräuchlich die Informationsasymmetrie sichern, weil er so eigenes Fehlverhalten verbergen kann. Die Rolle zwischen einem Principal im Sinne der Theorie und einem klassischen Fremdkapitalgeber verschwimmt in einer Unternehmenskrise, wobei sich der Effekt auf besicherte und unbesicherte Fremdkapitalgeber unterschiedlich auswirkt. Der besicherte Gläubiger geht ein einseitiges Risiko ein, welches nicht mit einer Chance verbunden ist. Die Ursache liegt in der Statusänderung des Fremdkapitalgebers. Üblicherweise findet ein abstrakt eingepreistes Wagnis Berücksichtigung als Risiko bei der Ermittlung des Zinssatzes. Im Rahmen einer Unternehmenskrise haftet der Fremdkapitalgeber für den Misserfolg der Unternehmung faktisch analog zum Eigenkapitalgeber.¹⁴⁹⁰

¹⁴⁸⁴ Vgl. HÄGER, M./HILTNER, E. (2018), S. 291.

¹⁴⁸⁵ Vgl. ELSCHEN, R. (1988), S. 248 ff.

¹⁴⁸⁶ Vgl. BAETGE, J./SCHMIDT, M./HATER, A. (2016), S. 23.

¹⁴⁸⁷ Vgl. LAUX, H./LIERMANN, F. (2005), S. 529 f.

¹⁴⁸⁸ Vgl. SLATTER, S./LOVETT, D. (1999), S. 79.

¹⁴⁸⁹ Vgl. COASE, R. (1937), S. 386 ff.

¹⁴⁹⁰ Vgl. GIESSLER, J. (2018), S. 125 f.

Wenn sich an der rechtlichen Stellung der Eigen- und Fremdkapitalgeber auch nichts ändert, so sind die wirtschaftlichen Folgen der Insolvenz für beide Gruppen vergleichbar.

Entgegen den Eigenkapitalgebern haben die Fremdkapitalgeber das Recht, sich an dem verwertbaren Vermögen zu befriedigen.¹⁴⁹¹ Bei einer gewöhnlichen Insolvenzquote von 5 % bleibt ein Verlust von 95 %, was für den Geschäftsfall einem Totalausfall entsprechen dürfte. Profigläubiger werden die tatsächliche Befriedigungsquote schnell erkennen und danach handeln. Andere Gläubiger werden diese Verteilungsquote nicht reflektieren.¹⁴⁹²

Die Gleichsetzung wird umso schlüssiger, je genauer die Verwaltungs- und Abwicklungskosten des Fremdkapitalgebers im Rahmen der Insolvenz eines Schuldners ermittelt werden. Das realoptionsbasierte Aufzeigen von Handlungsmöglichkeiten kann Verhaltensanreize für eine Sanierung bei den Fremdkapitalgebern auslösen.¹⁴⁹³

Die asymmetrische Verteilung unsicherer Informationen in Vertragsbeziehungen kann zu jedem Zeitpunkt der Vertragslaufzeit Wirkungen entfalten. Die Krise eines der beiden Vertragspartner, hier des Schuldners, erschüttert das Vertragskonstrukt in seinen Grundfesten.¹⁴⁹⁴

Vermag der Schuldner bzw. das Unternehmen in der Krise die Informationsasymmetrie durch eine befriedigende Information auf der Grundlage der Realoptionstheorie der Gegenseite aufzulösen oder wenigstens wesentlich zu reduzieren, würde das schuldnerische Unternehmen die Agencykosten übernehmen und die Kapitalgeber um einen Teil der Folgekosten entlasten. Damit weicht es von neoklassischen Perspektiven ab, da eben betont nicht dem Markt die Problemlösung überlassen wird.¹⁴⁹⁵

Ein mögliches Instrument des Schuldners ist das Signaling via belastbarer Realoptionsanalyse, da hier der Agent auf eigene Kosten seine Planungen an die Principale veröffentlicht. Die Kosten reduzieren sich dabei insgesamt beachtlich, wenn die publizierten Informationen valide sind, was eine richtig durchgeführte realoptionsbasierte Betrachtung

¹⁴⁹¹ Vgl. PAULUS, C. (2018), S. 104.

¹⁴⁹² Vgl. Interview HAMMES, Anhang, ZN 226 ff.

¹⁴⁹³ Vgl. HOMMEL, U./ PIPER, M./ SCHNEIDER, H. (2018), S. 1267.

¹⁴⁹⁴ Vgl. JENSEN, M./ MECKLING, W. (1976), S. 305 ff.

¹⁴⁹⁵ Vgl. KALUZA, B./ DULLNIG, H./ MALLE, F. (2003), S. 14.

regelmäßig sein wird.¹⁴⁹⁶ Eine Gefahr besteht darin, dass die Principale das Signaling des Agenten als Inkompetenz interpretieren, indem sie den Versuch des Agenten, via Realoptionsanalyse die Sanierung zu planen, als Führungsschwäche interpretieren.

Findet kein Signaling statt, muss der Principal ersatzweise ein Screening des betroffenen Unternehmens durchführen, um an die Informationen zu gelangen. Kommt das Screening zum Ergebnis, dass es keine positiven Zukunftsaussichten für das schuldnerische Unternehmen, also dem Agenten gibt, entstehen dem Principal auch keine weiteren Screeningkosten. Die Abwesenheit eines befriedigenden Signalings könnte bereits ein negatives Screening-Urteil begründen.¹⁴⁹⁷ Es ist wahrscheinlich, dass Gläubiger keine Sanierung positiv begleiten werden, sobald sie sich Informationen selbst beschaffen müssen.

Das Signaling begrenzt sich nicht nur auf Gläubiger, sondern schließt die eigenen Mitarbeiter, Banken oder die öffentliche Hand ein. Die Information über den Gesamtprozess der Sanierung sensibilisieren die beteiligten Gruppen. Die Beziehung der Akteure zu der Unternehmung wird durch die Reduzierung der Unsicherheit verstärkt.¹⁴⁹⁸

Die Beziehungspflege durch rechtzeitige Information ist wichtig, weil im Rahmen eines Sanierungsprozesses das Risiko besteht, dass aus dem ordnungspolitischen Rahmen heraus die Laufzeit der Option beendet wird. Die Beendigung erfolgt z. B. im Rahmen eines Insolvenzverfahrens, indem die Handlungsmacht vom bisherigen Management durch ein Insolvenzgericht auf einen Insolvenzverwalter übertragen wird.¹⁴⁹⁹ Im Rahmen einer solchen Handlung würden positive Preiseffekte, wie die Volatilität, die Erträge, die Ertragspotentiale oder die Laufzeit des Basiswertes, keinen positiven Einfluss mehr auf den Basiswert ausüben können.¹⁵⁰⁰

¹⁴⁹⁶ Vgl. HILPISCH, Y. (2006), S. 24.

¹⁴⁹⁷ Vgl. WELGE, A./ AL-LAHAM, A./ EULERICH, M. (2017), S. 52.

¹⁴⁹⁸ Vgl. KRYSTEK, U./ LENTZ, M. (2014), S. 45.

¹⁴⁹⁹ Vgl. KNECHT, T./ HOMMEL, U./ WOHLBERG, H. (2018b), S. 39.

¹⁵⁰⁰ Vgl. VOLKART, R./ WAGNER, A. (2018), S. 355.

In einer solchen Umgebung wird eine Realloption zur Sanierung einer Unternehmung faktisch stets positiv sein. Die Umwandlung der Sanierungsentscheidung weg von der binären gegenwärtigen Entscheidung, hin zu einer prozessbasierten Entscheidung verdeutlicht die notwendige Flexibilität des Managements.¹⁵⁰¹

6.5 Reflektion

6.5.1 Umsetzungscontrolling der getroffenen Maßnahmen

Im Rahmen des Sanierungsprozesses stellt die Reflektion der eigenen Flexibilität und deren Bewertung ein ganzheitliches Managementinstrument dar. Das Instrument selbst unterstützt dabei sowohl die Entscheidungsprozesse, speziell die Auswahl einer Entscheidungsalternative, als auch die Kommunikationsfähigkeit gegenüber der Umwelt der Unternehmung. Gerade die Akteure außerhalb der Unternehmung werden auf jedwedem Signal der krisenbetroffenen Unternehmung sensibel reagieren. Ein Controlling der getroffenen Maßnahmen unterstützt und entwickelt den Prozess positiv weiter.¹⁵⁰²

Die Beurteilung einzelner Maßnahmen ist für die Durchführung der Realloptionsanalyse bereits in der Planungsphase beachtlich. Das Sanierungscontrolling unterstützt die Unternehmensführung bei der Datensammlung durch Rückgriff auf vorhandene oder anzupassende Prognoseverfahren. Ein Controllingbereich wird über die Erfahrungen verfügen, eine qualitative bzw. quantitative Bewertung durchzuführen.¹⁵⁰³

Weil die Daten aus den Unternehmen in der Regel zu positiv oder falsch sein werden, sind sie zu prüfen und im Idealfall durch eigene Daten zu ersetzen.¹⁵⁰⁴

Sanierung kann als Projekt betrachtet werden, da die Sanierung einer Unternehmung die wesentlichen Voraussetzungen für ein Projekt erfüllen, indem das Sanierungsprojekt ganzheitlich geführt wird, ein Ziel verfolgt und zeitlich begrenzt ist.¹⁵⁰⁵ Dem Erfolg oder

¹⁵⁰¹ Vgl. BÖSCH, M. (2020), S. 142.

¹⁵⁰² Vgl. FALKHEIMER, J. (2018), S. 222.

¹⁵⁰³ Vgl. WEBER, J./ BRAMSEMANN, U./ HEINEKE, C./ HIRSCH, B. (2017), S. 83.

¹⁵⁰⁴ Vgl. Interview SCHMITTMANN, Anhang, ZN 32 ff.

¹⁵⁰⁵ Vgl. RIEDL, R. (2019), S. 72.

dem Scheitern eines Projektes steht der weitgehend binäre Ausgang im Rahmen einer Sanierung gleich.¹⁵⁰⁶

Erfolgsfaktor in der Umsetzung der Sanierung ist ein konsequentes Überwachen sowohl der Maßnahmen aus dem Sanierungskonzept selbst heraus als auch der neu gebildeten Strukturen innerhalb der Unternehmung.¹⁵⁰⁷ Neue Strukturen ergeben sich z. B. aus der Zusammenarbeit mit externen Akteuren oder aus den internen Anpassungen im Rahmen der Restrukturierung. Die Abwesenheit eines Umsetzungscontrollings würde die praktische Nutzbarmachung der theoretischen Überlegungen schmälern, da Fehleinschätzungen oder Fehlentwicklungen unerkannt blieben.¹⁵⁰⁸ Gewissheit über den Ist-Zustand des Sanierungsprozesses ist Voraussetzung eines situativ angepassten flexiblen Managements. Dem volatilen Charakter eines Sanierungsprozesses entsprechend wird das Umsetzungscontrolling bei der laufenden Anpassung der Werttreiber im Prozess unterstützen.¹⁵⁰⁹

Die Aussicht auf eine erfolgreiche Sanierung steigert sich dabei bereits durch den Rückgriff auf das Realloptionsverfahren, da hier eine systematische Evaluierung der Werttreiber stattfindet. Das Sanierungsmanagement gewinnt wesentliche Erkenntnisse, indem in der Analyse der Krise selbst auf diesem Wege die Auslöser der Krise von den Symptomen der Krise getrennt werden können. Fokussiert das Management als Folge dieser Erkenntnisse auf eine Bekämpfung der Ursache und laboriert nicht weiter an Symptomen, können die erwarteten Umweltzustände sicherer prognostiziert werden. Das ist ein wesentlicher Aspekt für die Nachhaltigkeit der Sanierung.¹⁵¹⁰

Das Instrument des Sanierungsgutachtens wird dahingehend geschärft, dass Prozesse definierter beschrieben werden können. Die Evaluation der Prozesse selbst erfolgt auf der Grundlage der Entscheidungsbäume. Die Allokation der verbliebenen Faktoren findet entlang der Entscheidungsbaumketten lösungsorientierter statt.¹⁵¹¹

¹⁵⁰⁶ Vgl. MERTEN, K. (2014), S. 158.

¹⁵⁰⁷ Vgl. SCHMIDT-GOTHAN, H. (2007), S. 158 ff.

¹⁵⁰⁸ Vgl. KAHNEMAN, D. (2016), S. 81 ff.

¹⁵⁰⁹ Vgl. BUTH, A./ HERMANN, M. (2022), S. 295 ff.

¹⁵¹⁰ Vgl. KRYSZEK, U. (2002), S. 111.

¹⁵¹¹ Vgl. WELGE, A./ AL-LAHAM, A./ EULERICH, M. (2017), S. 178 f.

Die Stärkung des Sanierungsmanagements wird parallel erkennbar in der Fähigkeit, der Umwelt die tatsächlichen krisenauslösenden Tatbestände und etwaige Prognosen zu benennen. Eine höhere Sicherheit in dieser Frage zu erlangen, wird für die Gläubiger der krisenbetroffenen Unternehmung wesentlich sein.¹⁵¹²

Das Controlling des Sanierungskonzeptes darf sich nicht an isolierten betriebswirtschaftlichen Aspekten abarbeiten, sondern muss phasengerecht über den Sanierungsverlauf stets auch die eigene Rolle überprüfen und gegebenenfalls anpassen.¹⁵¹³

Die unterstützende Funktion des Controllings ist somit keine isolierte operative Aufgabe, sondern ihre Erkenntnisse beeinflussen strategische Elemente im Sanierungsprozess. Konkrete Aufgabe in der dynamischen Entwicklung und weiteren Planung des Sanierungsprozesses ist die stetige Überprüfung der Sanierungsziele, die weitere Analyse der Krisenursachen und die Anregung betriebswirtschaftlicher Maßnahmen. Anknüpfungspunkt der Analyse sind die identifizierten Werttreiber und die sie beeinflussenden Maßnahmen.¹⁵¹⁴

Im Idealfall vermag das Sanierungsmanagement die wirtschaftlich sinnvollen Maßnahmen zu identifizieren und zu verstärken, während das Engagement in allen anderen Bereichen reduziert werden kann.¹⁵¹⁵

Der Beurteilungsspielraum wird größer sein als im klassischen Controlling, da nicht die Optimierung einer isolierten Kennzahl oder einer Kennzahlengruppe angestrebt wird.¹⁵¹⁶ Angestrebt wird ein ganzheitlicher Sanierungserfolg. Das Controllingssystem basiert daher auf Wertzielen wie Liquiditäts- oder Rentabilitätskennzahlen sowie auf Sach- oder Humanzielen. Sachziele setzen sich aus Managementmaßnahmen zusammen, die der Erreichung der Wertziele dienen. Humanziele definieren gewünschte zukünftige Beziehungen zu Gläubigern, Banken oder anderen Stakeholdern.¹⁵¹⁷

¹⁵¹² Vgl. KRYSSTEK, U./LENTZ, M. (2014), S. 36 f.

¹⁵¹³ Vgl. WITTENBERG, V. (2005), S. 48 f.

¹⁵¹⁴ Vgl. PRITSCH, G./WEBER, J. (2004), S. 77 f.

¹⁵¹⁵ Vgl. LITTKEMANN, J./DERFUß, K./REINBACHER, P./BESSE, D. (2011), S. 270.

¹⁵¹⁶ Vgl. REICHMANN, T./KIBLER, T./BAUMÖL, U. (2017), S. 81 ff.

¹⁵¹⁷ Vgl. HUTZSCHENREUTER, T. (2009), S. 49 f.

Durchführung, Verarbeitung und Umsetzung der mit dem Controlling gewonnen Informationen setzt Rationalität in der Führung der Unternehmung voraus. Die in der Realität vom normativ gewünschten Verhalten abweichenden Verhaltensmuster, z. B. die Principal-Agent-Probleme als Folge von Informationsasymmetrien, können durch den Rückgriff auf den Realoptionsansatz reduziert werden.¹⁵¹⁸

Die Wahrscheinlichkeit von irrationalem Führungsverhalten wird abnehmen, die Gefahr von opportunistischem Verhalten einzelner Akteure bleibt hingegen unverändert bestehen. Kritische Diskussionen zum Umfang des opportunistischen Verhaltens werden durch die Identifikation von Werttreibern ermöglicht.¹⁵¹⁹ Ein Gläubiger könnte die Empfehlung für eine bestimmte Handlungsalternative z. B. daraufhin prüfen, ob sie der Sanierung mehr dient als dem Management.

Erfolgsfaktor ist weiterhin die Akzeptanz der Maßnahmen innerhalb der Organisation selbst und der Versuch, Opportunismus zu überwinden. In der Regel wird es bei größeren Unternehmen kein einvernehmliches Commitment aller Akteure geben können. Im Zweifel ist im Rahmen des Sanierungskonzeptes bereits darauf abzustellen, die Bildung informeller Gruppen und deren Verfolgung von Individualzielen bzw. die Verfolgung von Individualzielen von Akteuren zu vermeiden.¹⁵²⁰

Die Sicherstellung und Überwachung von Zielharmonie ist eine Führungsaufgabe. Zielvereinbarungen können als Instrument der Unternehmensführung hilfreich sein, da aus der Realoptionsanalyse heraus den Beteiligten die Vorteilhaftigkeit des gewählten Sanierungskonzeptes gewahr werden sollte. In größeren, zentral geführten Unternehmen darf das nicht dazu führen, dass über Gebühr Zeit in die Zielvereinbarung mit Mitarbeitern investiert werden darf. Zeit ist eine stets knappe Ressource in der Sanierung. Im Zweifel werden Ziele zu diktieren sein.¹⁵²¹

Zielvereinbarungen können auch schon deshalb nicht im Detail ausgehandelt und geschlossen werden, weil die Ziele selbst im Sanierungsprozess laufend hinterfragt und

¹⁵¹⁸ Vgl. COPELAND, T./ KOLLER, T./ MURRIN, J. (2002), S. 140 ff.

¹⁵¹⁹ Vgl. WELGE, A./ AL-LAHAM, A./ EULERICH, M. (2017), S. 246.

¹⁵²⁰ Vgl. HELLER, B. (2009), S. 150 f.

¹⁵²¹ Vgl. PRENGER, R. (2014), S. 189.

überprüft werden müssen.¹⁵²² Der Erfolg einer Sanierung basiert auf Flexibilität in den dynamischen Unternehmensbereichen und eben nicht in dem starren Festhalten einmal getroffener Entscheidungen.¹⁵²³

Das Sanierungscontrolling unterstützt die Unternehmensführung bei der Koordination und Dokumentation von Zielen und deren Zielerreichung.¹⁵²⁴ Die Unterstützung geht aber über eine Dienstleistungsfunktion hinaus, indem das Sanierungscontrolling Möglichkeiten schafft, wie alle Beteiligten Impulse zur Weiterentwicklung des Sanierungskonzeptes einbringen können. Schwerpunkt wird hier die Koordination einer strategischen Gesamtplanung und der Finanzierung im weitesten Sinne sein.¹⁵²⁵

6.5.2 Überwachung des Verfahrens

Aus Sicht der Gläubiger führt die zunehmende Entwicklung der Krise zu einem weiteren Verfall der eigenen Forderung und einer damit einhergehenden weiteren Ausweitung der eigenen Verluste.¹⁵²⁶ Eine solche Entwicklung ist zunächst einmal nur eine Vermutung der Gläubiger. Diese Vermutung wird aber die Neigung stärken, der Unternehmensführung die Verfügungsgewalt über das restliche Vermögen der Unternehmung nicht weiter selbstständig ausüben zu lassen.¹⁵²⁷

Der Zeitpunkt, ab dem der Gläubiger diese Neigung entwickelt, hängt von der individuellen Risikoneigung ab. Je risikofreudiger ein Gläubiger ist, desto später neigt er zu einer Entmachtung der bisherigen Unternehmensführung. Risikoneutrale Gläubiger würden jene Grenze in dem Moment sehen, in dem der Erwartungswert der Unternehmung, gemindert um die Insolvenzkosten aller Beteiligten, den Wert der Forderungen unterschreitet.¹⁵²⁸

Die Akteure sind in ihrer Beurteilung auf begrenzte Informationen angewiesen und in der Bearbeitung bzw. der Verwertung limitiert. Bereits die Beschäftigung mit der Frage nach

¹⁵²² Vgl. WEBER, J./ BRAMSEMANN, U./ HEINEKE, C./ HIRSCH, B. (2017), S. 12 f.

¹⁵²³ Vgl. HÄGER, M./ HILTNER, E. (2018), S. 344.

¹⁵²⁴ Vgl. SANNE, S./ SCHALLER, C. (2018), S. 1019 ff.

¹⁵²⁵ Vgl. WINKELS, A. (2018), S. 427 ff.

¹⁵²⁶ Vgl. HOMMEL, U./ PIPER, M./ SCHNEIDER, H. (2018), S. 1257.

¹⁵²⁷ Vgl. KÖHLER-MA, C./ GEISER, G./ STARK, J. (2017), S. 11.

¹⁵²⁸ Vgl. GLEIBNER, W. (2018), S. 1344.

einer möglichen Insolvenz des Vertragspartners wird zu Stresssituationen führen.¹⁵²⁹ Eine Verstärkung erfährt der Effekt durch die Anforderungskomplexität in schlecht strukturierten und komplexen Marktprozessen.¹⁵³⁰

Stress erschwert zusätzlich die Auswahl optimaler Alternativen. Analog zu dem Übertrag der Heisenberg'schen Unschärferelation¹⁵³¹ auf die Bewertung von Unternehmen wird hier ebenfalls die Prüfung der Unternehmung den Status der Unternehmung selbst verändern.¹⁵³² Auf der einen Seite wird der prüfende Gläubiger innerhalb der Prüfphase keine weiteren Kredite gewähren und auf der anderen Seite werden weitere Gläubiger in die Neubewertung ihrer Forderungen einsteigen, sobald sie Kenntnis von laufenden Prüfverfahren erhalten.¹⁵³³

Die gewählten Handlungsalternativen der Gläubiger werden so regelmäßig keine optimalen Lösungen sein, es sei denn, sie wären zufällig. Die Gläubiger streben ihrer Risikoneigung folgend nicht einen nutzenmaximalen Zeitpunkt an, sondern es genügt ihnen bereits ein zufriedenstellender Zeitpunkt. Zur Bestimmung dieses Zeitpunktes legen die Gläubiger Mindestanforderungen an die Problemlösung an.¹⁵³⁴

Die unbesicherten Gläubiger reflektieren innerhalb des Entscheidungsfindungsprozesses ihr irrationales Vorgehen nicht in jedem Fall, da die ergebnisorientierte und bewusste Herangehensweise in Kombination mit den begrenzten kognitiven Möglichkeiten der Akteure einen subjektiv rationalen Entscheidungsfindungsprozess suggeriert.¹⁵³⁵

Da es vorteilhaft sein kann, die eigenen Forderungen bereits vor einem Insolvenzverfahren einzutreiben, besteht die Gefahr eines Wettrennens der Gläubiger, um die ausstehenden Forderungen vor den anderen Gläubigern einzutreiben.¹⁵³⁶

¹⁵²⁹ Vgl. DÜCKER, T. (2020), S. 94.

¹⁵³⁰ Vgl. BEHRINGER, S. (2016), S. 19 f.

¹⁵³¹ Vgl. HEISENBERG, W. (1927), S. 172 ff.

¹⁵³² Vgl. WOHLBERG, H. (2018), S. 586.

¹⁵³³ Vgl. KNECHT, T./ HOMMEL, U./ WOHLBERG, H. (2018b), S. 13.

¹⁵³⁴ Vgl. PAULUS, C. (2018), S. 100.

¹⁵³⁵ Vgl. KÖHLER-MA, C./ GEISER, G./ STARK, J. (2017), S. 35.

¹⁵³⁶ Vgl. VALLENDER, H. (2018), S. 1738.

Solche Wettrennen sind nur so lange unbedenklich, solange die Ansprüche aller Gläubiger befriedigt werden können. In vielen Fällen entwickelt sich ein sich selbst beschleunigender und sich selbst begründender Effekt. Dies ist immer dann der Fall, wenn das Unternehmen grundsätzlich noch in der Lage wäre, die fälligen Verbindlichkeiten zu begleichen, nicht jedoch in der Lage ist, sämtliche Verbindlichkeiten unmittelbar zu befriedigen.¹⁵³⁷

Aus dieser Perspektive kann die Option eines Insolvenzverfahrens sogar beruhigend auf die Gläubiger wirken, da das Recht eine gleichmäßige Befriedigung aller Gläubiger anstrebt.¹⁵³⁸ Mit der Entscheidung sind weitere Kosten für das Verfahren selbst und Verwalter, ggf. auch Berater verbunden.

6.5.3 Beziehungsmanagement zu den begleitenden Akteuren

Sobald die Forderungen der Gläubiger nicht mehr vollumfänglich aus der Insolvenzmasse heraus befriedigt werden können, entstehen Verteilungskonflikte zwischen den Gruppen.¹⁵³⁹

Bevor die beteiligten Akteure Gewissheit haben über die Höhe des Schadens, herrscht über einen Zeitraum Unsicherheit. Aus der Unsicherheit heraus entsteht bei den Gläubigern ein Handlungsdruck, den bis dahin unbekanntem Schaden zu reduzieren oder wenigstens zu begrenzen. Positive Signale im Rahmen der Sanierung gilt es dann zu erzeugen. Idealerweise sind das Finanzierungsentscheidungen von Kapitalgebern.¹⁵⁴⁰

Die so wahrscheinliche Reduzierung des Schadens würde auf Seiten der Gläubiger weitere Entscheidungen befördern, die diese wiederum nur unter Unsicherheit treffen können. Die Gläubiger werden regelmäßig nur über begrenzte Informationen verfügen und ungeplante Entscheidungen treffen.¹⁵⁴¹ Die Knappheit valider Informationen befördert Impulshandlungen, die Rückzug oder Flucht ähneln.¹⁵⁴² Daten aus der Realloptionsanalyse, bei der mit den ersten positiven Finanzierungsentscheidungen von Kapitalgebern

¹⁵³⁷ Vgl. KNECHT, T./HOMMEL, U./WOHLENBERG, H. (2018b), S. 12 f.

¹⁵³⁸ Vgl. § 1 InsO.

¹⁵³⁹ Vgl. SANDHU, S. (2014), S. 106 f.

¹⁵⁴⁰ Vgl. WITT, P. (2019), S. 113.

¹⁵⁴¹ Vgl. HOHBERGER, S./DAMLACHI, H. (2019), S. 106.

¹⁵⁴² Vgl. RÜSEN, T. (2017), S. 64.

auch bereit ein positiver Pfad eingeschlagen wurde, vermögen die validen Informationen zu liefern.¹⁵⁴³ Weil Taten mehr als Informationen zählen, erlebt die realoptionsbasierte Sanierungsplanung mit der ersten realen Entscheidungsumsetzung eine Aufwertung. Vertrauensbeweise gegenüber dem Sanierungsplan und der Unternehmung bzw. dem Management wirken positiv auf die Entscheidungen weiterer Akteure.

Weiterhin besteht die Schwierigkeit darin, dass ein unmittelbares Übertragen von Wahrscheinlichkeiten in die Realität nicht möglich ist, da sie in eine absolute Größe münden. Eine Regenwahrscheinlichkeit von 55 % führt eben nicht zu 55 % Regen, sondern zu Regen mit der Ausprägung 0 oder 1, es regnet oder es regnet nicht.¹⁵⁴⁴

Analog dazu mündet jede Insolvenzwahrscheinlichkeit am Ende des Prozesses in der Insolvenz oder eben nicht, bzw. es existiert eine Unternehmung nach Krise fort oder sie beendet ihre Aktivität.¹⁵⁴⁵ Weil der Untersuchungsgegenstand nicht streng naturwissenschaftlichen Gesetzen folgt oder sich logische Konsequenzen ergeben, kann Gewissheit für zukünftige Umweltzustände nicht unterstellt werden.¹⁵⁴⁶

Die Übertragung der Wahrscheinlichkeit in die Realität ist dennoch möglich. Aussagen zu bestimmten Wahrscheinlichkeiten können valide Aussagen sein, wenn die untersuchte Gruppe von Ereignissen betrachtet wird. In einer Makrobetrachtung können 55 % von 1.000 untersuchten Unternehmen in einem bestimmten Umweltzustand in der Insolvenz enden. Erst durch den Versuch einer Konkretisierung in einem Einzelfall geht die Belastbarkeit der ursprünglichen Information verloren.¹⁵⁴⁷

In der Wahrnehmung und der daraus resultierenden Beurteilung findet die Anlehnung an den Transfer von einer Makroebene auf eine Mikroebene nicht statt. Der Akteur interpretiert eine Insolvenzwahrscheinlichkeit von 75 % als überwiegend wahrscheinlich und unterstellt damit im Verlauf des folgenden Prozesses tatsächlich eine Insolvenz.¹⁵⁴⁸ Weil

¹⁵⁴³ Vgl. TOMASZEWSKI, C. (1999), S. 82.

¹⁵⁴⁴ Vgl. HULL, J. (2016), S. 295 f.

¹⁵⁴⁵ Vgl. GLEIBNER, W. (2017), S. 465 f.

¹⁵⁴⁶ Vgl. MÜLLER, H.-P./SIGMUND, S. (2020), S. 18.

¹⁵⁴⁷ Vgl. BAMBERGER, I./WRONA, T. (2012), S. 96 f.

¹⁵⁴⁸ Vgl. LAUX, H./GILLENKIRCH, R./SCHENK-MATHES, H. (2018), S. 107 f.

25 % als überwiegend unwahrscheinlich wahrgenommen wird, ist die Art der Darstellung in der Kommunikation entscheidend.

Die Unternehmensführung hat ein vitales Interesse daran, Gläubiger über die positiven Aussichten des Unternehmens zu informieren, um das Urteil externer Entscheidungsträger positiv zu beeinflussen. Während die Kommunikation von positiven Nachrichten hilfreich ist, sollte die Kommunikation von negativen Nachrichten zurückhaltender erfolgen.¹⁵⁴⁹

Je mehr Informationen dem Entscheider in seinem Entscheidungsprozess zur Verfügung stehen, desto klarer zeichnen sich die Alternativen ab. Diese Entscheidungsdispositionen verbessern in der Regel die Sanierungschance der Unternehmung. In einzelnen Fällen könnte durch genauere Informationen ein Sanierungsversuch ausgeschlossen werden.¹⁵⁵⁰

Die dem Gedanken zugrunde gelegte Wahrscheinlichkeit, dass die Unternehmung erhalten bleibt, bezeichnet man als bedingte Wahrscheinlichkeit. Bedingte Wahrscheinlichkeiten und deren Beeinflussung beschreibt das Bayes Theorem.¹⁵⁵¹

Konkret beschreibt das Bayes Theorem Bewertungsdispositionen, wenn Beobachtungen oder Erfahrungen zu einem Sachverhalt vorliegen oder dem Sachverhalt zugefügt werden, bevor die tatsächlichen Entscheidungen zu treffen ist. Der ursprüngliche Ausgang des Szenarios bleibt unbekannt, da jede getroffene Entscheidung das Ergebnis verändern wird. Der Effekt tritt auch in all jenen Fällen ein, in denen keine Entscheidung getroffen wird oder Entscheidungen so lange aufgeschoben werden, bis keine Entscheidung mehr getroffen werden muss.¹⁵⁵²

Beschrieben werden derartige Probleme als Principal-Agent-Theorie. Diese Informationssasymmetrie ist ursächlich für ineffiziente Entscheidungen.¹⁵⁵³ Im Moment einer Krise

¹⁵⁴⁹ Vgl. BRAUCHLE, T. (2016), S. 91.

¹⁵⁵⁰ Vgl. BRAUCHLE, T. (2016), S. 51.

¹⁵⁵¹ Vgl. PEYROLON, P. (2020), S. 14 ff.

¹⁵⁵² Vgl. WEITZ, E. (2021), S. 811 ff.

¹⁵⁵³ Vgl. ROSS, S. (1973), S. 134 ff.

wird der Principal nicht mehr nur der Eigenkapitalgeber sein, sondern ein Fremdkapitalgeber, ein Lieferant, der Staat oder Mitarbeiter können in die Rolle eintreten. Agent wird weiterhin regelmäßig das Management der Unternehmung selbst sein.¹⁵⁵⁴

Analog zur beschränkten Rationalität der Akteure aus dem Gegenentwurf des Homo Oeconomicus führt die Informationsasymmetrie dazu, dass kein Principal in der Lage ist, die Situation zu erfassen, zu verstehen oder beurteilen zu können. Eine Verstärkung erfährt dieser Effekt dadurch, dass Akteure danach streben, ihren eigenen Nutzen zu maximieren. Diese Nutzenmaximierung wird in einer stärkeren Ausprägung auch dann noch verfolgt, wenn es zum Nachteil beteiligter dritter Akteure geschieht.¹⁵⁵⁵

Die Beteiligung der externen Akteure, speziell der Gläubiger, führt zu Akzeptanz und erhöht die Sanierungschance. Eine aktive Beteiligung kann durch den Informationsfluss aus dem Realoptionsansatz erreicht werden.¹⁵⁵⁶

Die Komplexität des Ansatzes spricht aber eher dafür, dass dies nur ein Ansatz für große Unternehmen ist. Bei denen besteht aber ohnehin eine größere Wahrscheinlichkeit des Erhaltens, weil da zahlreiche Arbeitsplätze vorhanden sind und der Staat oder die Region besondere Interessen haben.

¹⁵⁵⁴ Vgl. RADEMACHER, L./STÜRMER, K. (2021), S. 13.

¹⁵⁵⁵ Vgl. HAYEK, F. A. (2005), S. 76.

¹⁵⁵⁶ Vgl. MAST, C./STEHLE, H. (2016), S. 18.

7 Fazit und Ausblick

Ziel der Arbeit war es, auf den bestehenden Stand der Forschung aufzubauen und die Fähigkeit des Realoptionsansatzes als Instrument in der Sanierung auf dessen Tauglichkeit und dessen Überlegenheit gegenüber den gängigen Bewertungsverfahren zu prüfen. Dies sollte dabei helfen, dass Unternehmen der Liquidation entgehen und saniert werden.

Der zusammengefasste Stand der Forschung als Ausgangspunkt war folgender:

- A Die Überlegenheit des Realoptionsansatzes gegenüber klassischen Bewertungsverfahren bestätigt sich für den Sanierungsfall.
- B Der Einsatz des Realoptionsansatzes setzt umfangreiches Datenmaterial voraus.
- C Die Sanierungsentscheidung für ein Unternehmen basiert auf einem Unternehmenswert, der mit klassischen Bewertungsverfahren fehlerhaft ermittelt wird, weil diese die Handlungsmöglichkeiten des Managements nicht berücksichtigen.

Ausgehend vom Stand der Forschung ergaben sich folgende Thesen:

- These 1 Der Realoptionsansatz ist innerhalb der etablierten Unternehmensbewertungsmethoden angemessen für die Bewertung eines Unternehmens in der Krise.
- These 2 Der Einsatz des Realoptionsansatzes wirkt sich positiv aus, indem er die Sanierungschance des Unternehmens verbessert.
- These 3 Die Erkenntnisse aus dem Realoptionsansatz sind in der Lage, eine nachhaltige Verhaltensdisposition bei den relevanten Akteuren auszulösen.

Der Stand der Forschung zu A: *„Die Überlegenheit des Realoptionsansatzes gegenüber klassischen Bewertungsverfahren bestätigt sich für den Sanierungsfall.“* zeigte sich im Rahmen der Untersuchung und bewies die theoretische Überlegenheit des Realoptionsansatzes gegenüber klassischen Bewertungsverfahren. Davon ausgehend wurde These 1 geprüft: *„Der Realoptionsansatz ist innerhalb der etablierten Unternehmensbewertungsmethoden angemessen für die Bewertung eines Unternehmens in der Krise.“*

Innerhalb der klassischen Unternehmensbewertungslehre dominiert der DCF-Ansatz. Der DCF-Ansatz ist geeignet bei Unternehmen während der Reifephase. Befindet sich das

Unternehmen nicht in der Reifephase, so wird die Fähigkeit der Unternehmensführung zur Reaktion auf veränderliche Umwelteinflüsse zunehmend wichtig. Die Unfähigkeit, Flexibilität in die Bewertung zu integrieren, als Schwäche des DCF-Ansatzes wird durch den Realloptionsansatz überwunden. Während der Gründungs- oder Wachstumsphase einer Unternehmung ist der Realloptionsansatz als Bewertungsinstrument etabliert, für die Sanierung bisher nicht.

Die Sanierung entspricht der Gründungs- oder Wachstumsphase dahingehend, dass dynamische Einflussfaktoren in Kombination mit der Reaktion der Unternehmensführung den Wert der Unternehmung beeinflussen. Der Realloptionsansatz ist für die Bewertung einer Unternehmung in der Sanierungsphase geeignet und kann dem in der Literatur anerkannten Einsatzportfolio für die realoptionsbasierte Bewertung hinzugefügt werden.

Der Stand der Forschung zu B ist: *„Der Einsatz des Realloptionsansatzes setzt umfangreiches Datenmaterial voraus.“* Die Untersuchung zeigte, dass nicht nur der Umfang der Daten entscheidend ist, sondern auch die Belastbarkeit der Daten. Je vollkommener die Informationen zur Bestimmung von Basiswert, Basispreis, Preisentwicklung oder Opportunitäten ist, desto besser können die Handlungsspielräume durch das Management beurteilt und in den Realloptionsansatz übernommen werden. Das bestätigte sich exemplarisch im empfohlenen Einsatz des Realloptionsansatzes für die Steuerung und Bewertung von Kraftwerken.

Der praktische Einsatz während der Sanierung wird scheitern, wenn keine belastbaren Daten ermittelt werden können. Weil in kleinen und mittleren Unternehmen mangels vorhandener eigener Kompetenzen oder begrenzter Möglichkeit, auf Berater zurückzugreifen, diese Datenqualität nicht erreicht wird, reduziert sich der Nutzen der realoptionsbasierten Bewertung auf große Unternehmen.

Der Stand der Forschung nach C: *„Die Sanierungsentscheidung für ein Unternehmen basiert auf einem Unternehmenswert, der mit klassischen Bewertungsverfahren fehlerhaft ermittelt wird.“*, konnte pauschal nicht beantwortet werden.

Die Antwort ist differenzierter zu geben, indem der Stand der Forschung eingeteilt wird in:

Differenzierung A	die Ermittlung fehlerhafter Werte mit klassischen Verfahren, bzw.
Differenzierung B	die Grundlage für die Sanierungsentscheidung der Unternehmenswert ist.

Zur Differenzierung A bestätigte sich, dass die Klaviatur der Unternehmensbewertungslehre kein sinnvolles Verfahren für die Bewertung einer Unternehmung in einer Krise bietet, weil:

- DCF-Verfahren ausscheiden, mangels aussagekräftiger positiver Cashflows in Krisenunternehmen,
- Multiplikatorverfahren ausscheiden, da es keine Peer-Group krisenbhafter Unternehmen gibt,
- Substanzwertverfahren ausscheiden, weil ja gerade das krisenbhaftere Unternehmen nicht in dieser Form wiedererrichtet werden würde, und
- Liquidationswerte ausscheiden, da sie keine Fortführung der Unternehmung unterstellen.

Die in der Literatur verbreitete hilfswise Lösung, über einen Sanierungsplan verschiedene zukünftige Cashflows zu bestimmen und diesen einen Erwartungswert beizumessen, ist nicht hilfreich. Grundsätzlich mag der Ansatz sinnvoll sein, im Rahmen der Sanierung vermag das Vorgehen jedoch nicht das Bewertungsproblem zu lösen, weil der Sanierungserfolg ein binäres Ergebnis darstellt. Entweder die Sanierung gelingt oder sie gelingt nicht, sie vermag nicht ein bisschen zu funktionieren oder ein bisschen zu scheitern.

Die ungewisse zukünftige Entwicklung verlangt nach einer Bepreisung, welche an mögliche zukünftige Zustände angepasst ist. Die möglichen zukünftigen Zustände können durch die Unternehmensführung beeinflusst werden, weshalb die Flexibilität Teil der Bewertung sein muss.

Zur Differenzierung B: „*Grundlage für die Sanierungsentscheidung ist der Unternehmenswert.*“ ergab sich, dass zur Entscheidungsfindung in der Praxis Unternehmenswerte nicht konkret als Parameter für die Sanierungsentscheidung selbst ermittelt werden. Die ermittelten Unternehmenswerte dienen als Substanz- oder Liquidationswert der Prognose von Erlösen in der Verwertung, in seltenen Fällen ergänzt um Werte aus DCF-Verfahren, falls eine übertragende Sanierung einzelner Unternehmensbereiche beabsichtigt ist.

Zusammenfassend ist die Behauptung richtig, dass falsch ermittelte Unternehmenswerte aus fehlerhaften Verfahren herrühren, diese aber nicht zentral für die Sanierungsentscheidung sind. Diese Untersuchung zeigte weiterhin, dass weder Geschäftsleitungsorgane noch Insolvenzverwalter eine formale Bewertung als Entscheidungsgrundlage nutzen.

Dem Sanierungsversuch wird eine zunehmende Bedeutung beigemessen. Die Sanierung insgesamt wird innerhalb des ordnungspolitischen Rahmens gegenüber der Abwicklung bevorzugt. Sämtliche gesetzgeberischen Initiativen seit der Insolvenzrechtsreform 1999 zielen auf den Erhalt der Unternehmung ab. Das Recht bietet alle notwendigen Instrumente, um eine erfolgreiche Sanierung zu unterstützen.

Als erfolgreiche Sanierungen können jene betrachtet werden, bei denen die Gläubiger im Rahmen der Sanierung eine bessere Rendite erwirtschaften können als bei einer Alternativanlage der offenen Forderung. Auf den ersten Blick erscheinen viele Anlagen relativ vorteilhaft gegenüber einer Anlage in einer Unternehmung in der Krise. Da der unbesicherte Gläubiger aber durchschnittlich nur noch 5 % seiner Forderung befriedigen kann, steht die Steigerung der Befriedigungsquote einer Verzinsung gleich.

Eine Steigerung der Befriedigung kann durch geeignete Sanierungsmaßnahmen erreicht werden. Die Bewertung der Sanierungsmaßnahmen stellt dabei ein Entscheidungskriterium dar. In der Arbeit wurde belegt, dass die Bewertungen zu niedrig erfolgen, weil Handlungsspielräume oder die Flexibilität des Managements nicht erfasst werden.

Der Realloptionsansatz hingegen erfasst Handlungsspielräume, die Flexibilität des Managements oder neue ökonomische Rahmenbedingungen als neue Informationen und überführt sie in den Unternehmenswert. Analog zu den Finanzoptionen ermöglicht der Realloptionsansatz eine Beurteilung realwirtschaftlicher Möglichkeiten.

Damit gilt These 2: *„Der Einsatz des Realloptionsansatzes wirkt sich positiv aus, indem er die Sanierungschance des Unternehmens verbessert.“* für jene Unternehmen, die über geeignetes Datenmaterial und entsprechende Kompetenzen verfügen. In der Praxis wird der Realloptionsansatz bereits dadurch einen positiven Beitrag zur Sanierung leisten, weil es Managementmaßnahmen in Optionen ordnet.

Die dritte These: *„Die Erkenntnisse aus dem Realoptionsansatz sind in der Lage, eine nachhaltige Verhaltensdisposition bei den relevanten Akteuren auszulösen.“* kann im Allgemeinen bejaht werden, weil das Planen in realen Optionen eine faktenbasierte Beurteilung ermöglicht. Im Speziellen müsste die Frage aber ebenfalls differenzierter beantwortet werden, da diese Untersuchung verdeutlichte, dass es nicht „die Gläubiger“ gibt.

Die Gruppe der Gläubiger ist in zwei Kategorien zu gliedern:

1. besicherte bzw. unbesicherte Gläubiger,
2. Profigläubiger bzw. gewöhnliche Gläubiger.

Die unterschiedlichen Risiken aus Kategorie 1 wirken sich unmittelbar auf das Verhalten aus. Soweit der besicherte Gläubiger mit seiner Forderung im Krisenfall nicht im Risiko ist, ergibt sich für ihn kein unmittelbarer Nutzen aus der Beteiligung an Sanierungsbemühungen. Der unbesicherte Gläubiger hingegen kann durchschnittlich noch 5 % seiner Forderung realisieren, hat also faktisch nichts mehr zu verlieren. Wenn dem unbesicherten Gläubiger dieser Sachverhalt bewusst ist, kann er bei einer Sanierung mehr gewinnen als verlieren und die Sanierung hätte für ihn einen Nutzen.

Dass sie in Wahrheit nur noch mit 5 % ihrer Forderung im Risiko stehen, verstehen die gewöhnlichen Gläubiger aus Kategorie 2 oft nicht, sondern sie sehen sich fälschlicherweise noch mit der gesamten Forderung im Risiko. Im Gegensatz dazu nähern sich die Profigläubiger dem Sanierungsvorhaben realistischer. Ihre Entscheidung basiert auf Erfahrungen und einer eigenen Einschätzung der Aussichten.

Aus den Entwicklungen des Insolvenzrechts ist abzuleiten, dass der Gesetzgeber zunehmend die Sanierungsentscheidung aus den Händen der Gläubiger nimmt. Weil das Gesetz über den Stabilisierungs- und Restrukturierungsrahmen für Unternehmen diesen Weg weiterverfolgt, nimmt die Notwendigkeit zur Überzeugung der Gläubiger ab.

Aus der Untersuchung ergibt sich ein Anknüpfungspunkt für eine zukünftige Forschungsfrage. Zu erforschen wäre der Wertbeitrag von optionsbasierten Sanierungsmodellen, wenn die Bewertung der Unternehmung zugunsten der Bewertung einzelner Handlungsschritte zurücktritt. Der IDW S6 könnte an der Stelle entsprechend entwickelt werden, denn spätestens mit der Einsatzmöglichkeit von KI werden Simulationsmodelle in der Sanierung Einsatz finden können.

LITERATURVERZEICHNIS

- Abel, Paul (2017):** *Das Insolvenzverfahren*, in: Crone, Andreas/ Werner, Henning (Hrsg.), *Moderne Sanierungsmanagement: Sanierungskonzepte, Finanzinstrumente, Insolvenzverfahren, Haftungsrisiken, Arbeitsrecht und Verhandlungsführung*, S. 357 - 448, 5. Aufl., München, 2017.
- Adams, M./ Rudolf, M. (2009):** *Unternehmensbewertung auf der Basis von Realloptionen*, in: Schacht, Ulrich/ Fackler, Matthias (Hrsg.), *Praxishandbuch Unternehmensbewertung*, S. 361 - 381, 2. Aufl., Wiesbaden, 2009.
- Adelmeyer, Moritz/ Warmuth, Elke (2005):** *Finanzmathematik für Einsteiger - Von Anleihen über Aktien zu Optionen*, 2. Aufl., Wiesbaden, 2005.
- Aders, Christian/ Ballwieser, Wolfgang (2019):** *Probleme der Nutzungswertbestimmung von jungen Hochtechnologie- und anderen Wachstumsunternehmen*, in: CORPORATE FINANCE, Heft 07-08 vom 29.07.2019, S. 214 - 222, Düsseldorf, 2019.
- Adner, Ron/ Levinthal, Daniel (2004):** *What is not a Real Option: Considering Boundaries for the Application of Real Options to Business Strategy*, in: *Academy of Management Review*, Vol. 29, Nr. 1, S. 74 - 85, Briarcliff Manor, 2004.
- Ahrend, Klaus-Michael (2020):** *Beteiligungsmanagement*, Heidelberg, 2020.
- Allen, Jason (2013):** *The Very Strange Story of Japan's Thousand-Year-Old Hotels*, URL: <https://www.thrillist.com/travel/nation/the-very-strange-story-of-japans-thousand-year-old-hotels> (heruntergeladen am 11.10.2020).
- Allgäuer, Jörg/ Larisch, Matthias (2011):** *Public Relations von Finanzorganisationen*, Wiesbaden, 2011.
- Amram, Martha/ Kulatilka, Nalin (1999):** *Real Options: Managing Strategic Investment in an Uncertain World*, Oxford, 1999.
- Andrade, Gregor/ Kaplan, Steven N. (1997):** *How Costly is Financial (not Economic) Distress? Evidence from Highly Leveraged Transactions that Became Distressed*, URL: <https://www.nber.org/papers/w6145.pdf> (heruntergeladen am 11.08.2020).
- Andres, Dirk (2020):** *Sanierung statt Liquidierung*, in: *die Bank*, Heft 02/2020, S. 44 - 45, Köln, 2020.
- Angele, Jürgen/ Karmainsky, Sascha von (2005):** *Insolvenzen 2005*, in: Statistisches Bundesamt (Hrsg.), *Wirtschaft und Statistik*, 04/2006, S. 351 - 359 Wiesbaden, 2005.
- Anlauff, Wolfgang (2018):** *Alter(n)sgerechte Arbeitsgestaltung: Ziele, Orientierungen und Erfolgsfaktoren bei betrieblichen Gestaltungsprojekten*, in: *WSI Mitteilungen*, 1/2018, S. 66 - 70, 2018.
- Appelt, Doreen (2016):** *Sensemaking und Sensegiving in der Sanierung*, Wiesbaden, 2016.
- Arrow, Kenneth (1971):** *Essays on the Theory of Risk-Bearing*, Chicago, 1971.

- Arts, Robert (2017):** *Die subjektiven Voraussetzungen der Insolvenzanfechtung*, Diss., Heidelberg, 2017.
- Aschenbrücker, Andreas/ Horváth, Peter/ Michel, Uwe (2014):** *Controlling in volatilem Umfeld*, in: Controller Magazin, 1/2017, S. 4 - 11, Freiburg im Breisgau, 2014.
- Auer, Benjamin/ Rottmann, Horst (2020):** *Statistik und Ökonometrie für Wirtschaftswissenschaftler*, 4. Aufl., Wiesbaden, 2020.
- Averbeck, Daniel (2018):** *Added Value von Behavioral-Finance-Fonds*, Wiesbaden, 2018.
- Bachmann, Christian (2019):** *Synergie- und Nutzungspotenziale von Unternehmenszusammenschlüssen: Definition - Realisierung - Messung*, Diss., Wiesbaden, 2019.
- Baetge, Jörg (2002):** *Die Früherkennung von Unternehmenskrisen anhand von Abschlusskennzahlen*, in: DER BETRIEB, Heft 44 vom 01.11.2002, S. 2281 - 2287, Düsseldorf, 2002.
- Baetge, Jörg/ Krümmel, Jens/ Schulz, Roland/ Wiese, Jörg (2019):** *Darstellung der Discounted Cashflow- Verfahren (DCF-Verfahren) mit Beispiel*, in: Peemöller, Volker (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, S 409 - 570, 7. Aufl., Herne, 2019.
- Baetge, Jörg/ Schmidt, Matthias/ Hater, André (2016):** *Determinanten einer Unternehmenskrise*, in Thierhoff, Michael/ Müller, Renate (Hrsg.), Unternehmenssanierung, 2. Aufl., S. 19 - 87, Heidelberg, 2016.
- Ballwieser, Wolfgang (1990):** *Unternehmensbewertung und Komplexitätsreduktion*, 3. Aufl., Wiesbaden, 1990.
- Ballwieser, Wolfgang (2002):** *Unternehmensbewertung und Optionspreistheorie*, in: Die Betriebswirtschaft; Stuttgart, Bd. 62, Ausg. 2, (2002), S. 184 - 201, Stuttgart, 2002.
- Ballwieser, Wolfgang (2013):** *IFRS-Rechnungslegung: Konzept, Regeln und Wirkungen*, 3. Aufl., München, 2013.
- Ballwieser, Wolfgang (2020):** *Rezension zu: Follert, Florian, Zur Unternehmensbewertung im Spruchverfahren aus interessentheoretischer Sicht*, in: Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, Heft 72/2020, S. 269 - 273, Wiesbaden, 2020.
- Ballwieser, Wolfgang/ Friedrich, Tobias (2015):** *Peers, Marktrisikoprämie und Insolvenzzrisiko: Einige Anmerkungen zu drei Problemen der Unternehmensbewertung*, in: CORPORATE FINANCE, Heft 12 vom 07.12.2015, S. 449 - 457, Düsseldorf, 2015.
- Ballwieser, Wolfgang/ Hachmeister, Dirk (2016):** *Unternehmensbewertung. Prozess, Methoden und Probleme*, 5. Aufl., Stuttgart, 2016
- Balz, Ulrich/ Bordermann, Heinz-Gerd (2020):** *IDW S1 - Unternehmensbewertung und Planung in kleinen und mittelgroßen Unternehmen*, in: Die Steuerberatung, 01.02.2020, Heft 02/2020, S. 71 - 81, Bonn, 2020.
- Bamberger, Heinz Georg (2019):** *Sanierungsgedanke und Sanierungskonzept*, in: Knops, Kai-Oliver/ Bamberger, Heinz Georg/ Lieser, Jens (Hrsg.), Recht der Sanierungsfinanzierung, 2. Aufl., S. 1 - 42, Wiesbaden, 2019.

- Bamberger, Ingolf/ Wrona, Thomas (2012):** *Strategische Unternehmensberatung*, 6. Aufl., Wiesbaden, 2012.
- Bank, Matthias/ Mager, Ferdinand (2000):** *Die Warteoption im zeitstetigen Investitionsmodell*, in: WiSt - Wirtschaftswissenschaftliches Studium, Heft 6, Jahrgang 29 (2000), S. 302 - 307, München, Frankfurt a.M., 2013.
- Barberis, Nicholas/ Thaler, Richard (2005):** *A Survey of Behavioral Finance*, in: Thaler, Richard (Hrsg.), *Advances in Behavioral Finance*, Volume II, 2005.
- Barkley, Tom (2020):** *Free Cashflow Valuation*, in: Baker, Kent/ Filbeck, Greg/ Kyimaz, Halil (Hrsg.), *Equity Markets, Valuation, and Analysis*, S. 165 - 184, Hoboken, 2020.
- Barreto, Ilidio (2010):** *Dynamic Capabilities: A Review of Past Research and an Agenda for the Future*, in: *The Journal of Management*, Vol. 36, S. 256 - 280, New York, 2010.
- Bassen, Alexander/ Gödker, Katrin (2014):** *Mergers & Acquisitions: Einfluss nachhaltigkeitsorientierter Determinanten auf den Unternehmenswert*, in: Schulz, Thomas/ Bergius, Susanne (Hrsg.), *CSR und Finance*, Berlin, 2014.
- Batran, Alexander (2008):** *Realloptionen in der Lieferantenentwicklung*, Diss., Neubiberg, 2008.
- Bauer, Joachim (2016):** *Die GmbH in der Krise*, 5. Aufl., Köln, 2016.
- Baumol, William/ Malkiel, Burton (1967):** *The Firm's Optimal Debt-Equity Combination and the Cost of Capital*, in: *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 81(4), S. 548 - 578, Cambridge, Massachusetts, 1967.
- Bea, Sylwia Maria (2015):** *Gesellschafterdarlehen in der Unternehmenskrise*, in: *GmbH-StB* 2015, S. 266 - 270, Köln, 2015.
- Beck, Rainer/ Gerrit Hölzle (2019):** *Insolvenzantragsgründe*, in Bork, Reinhard/ Hölzle, Gerrit (Hrsg.), *Handbuch Insolvenzrecht*, 2. Aufl., München, 2019.
- Becker, Andreas/ Fischer, Patrick (2018):** *Die Unternehmensbewertung von KMU - kritische Anmerkungen zur Anwendbarkeit des IDW S1*, in: Crasselt, Nils/ Lukas, Elmar/ Mölls, Sascha/ Timmreck, Christian (Hrsg.), *Handbuch Kapitalmarktorientierte Unternehmensbewertung: Grundlagen, Methoden, Regulierung und Branchentrends*, S. 203 - 224, Stuttgart, 2018.
- Becker, Bernhard/ Martin, Konrad/ Müller, Stefan/ Wobbe, Christian (2012):** *Die Weiterentwicklung des IDW S 6 als Maßstab für Sanierungskonzepte*, in: *DStR Deutsches Steuerrecht*, Heft 19-20, S. 981 - 986, München, 2012.
- Becker, Roberto (2017):** *Die Entwicklung eines Grundsatzsystems zur Prognosebildung auf Basis der Grundsätze ordnungsmäßiger Buchführung*, Diss., Chemnitz, 2017.
- Becker, Ruben (2019):** *Die Unternehmensbewertung von Start-up Unternehmen*, in: Stumpf-Wollersheim, Jutta/ Horsch, Andreas (Hrsg.), *Forum Mergers & Acquisitions*, S 85 - 102, Wiesbaden, 2019.
- Becker, Wolfgang (2000):** *Wertorientierte Unternehmensführung*, Bamberg, 2000.

- Beckmann, Christoph (2006):** *Der Realoptionsansatz in der Investitionsrechnung und Unternehmensbewertung*, Diss., Erlangen-Nürnberg, 2006.
- Behling, Kai (2019):** *Sinken mit IFRS 16 "Leases" nun die Unternehmenswerte?*, in: DER BETRIEB, Heft 19 vom 10.05.2019, S. 1039 - 1043, Düsseldorf, 2019.
- Behringer, Stefan (2012):** *Unternehmensbewertung der Mittel- und Kleinbetriebe*, 5. Aufl., Berlin, 2012.
- Behringer, Stefan (2016):** *Unternehmenssanierung: Ursachen - Krisenfrüherkennung - Management*, Wiesbaden, 2016.
- Behringer, Stefan (2020):** *Eine kurze Geschichte der Unternehmensbewertung*, Wiesbaden, 2020.
- Beinert, Claudia (2003):** *Unternehmensbewertung*, in: Reichling, Peter (Hrsg.), *Risikomanagement und Rating*, S. 178 - 195, Wiesbaden, 2003
- Berens, Wolfgang/ Knauer, Thorsten/ Strauch, Joachim (2019):** *State of the Art der Due Diligence*, in: Berens, Wolfgang/ Knauer, Thorsten/ Strauch, Joachim (Hrsg.), *Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen*, 8. Aufl., Stuttgart, 2019.
- Berk, Jonathan/ DeMarzo, P. (2011):** *Grundlagen der Finanzwirtschaft - Analyse, Entscheidung und Umsetzung*, München, 2011.
- Berneker, Joachim (2006):** *Bewertung von Unternehmen der Informationstechnologie - unter Berücksichtigung von strategischen Handlungsmöglichkeiten*, Diss., Karlsruhe, 2006.
- Beth, Stephan (2019):** *Sanierung im gerichtlichen Verfahren*, in: Knops, Kai-Oliver/ Bamberger, Heinz Georg/ Lieser, Jens (Hrsg.), *Recht der Sanierungsfinanzierung*, 2. Aufl., S. 836 - 906, Wiesbaden, 2019.
- Beumer, Jochen (2020):** *Debt-Equity-Swap - Gestaltung, Bewertung und Verhandlungsspielräume im Sanierungsfall*, in: M&A REVIEW 7-8/2020, S. 222 - 227, Pullach, 2020.
- Beyer, Florian (2014):** *Wertorientierte Unternehmensführung: Anreizsysteme für das mittlere Management*, Hamburg, 2014.
- Bieg, Hartmut/ Kußmaul, Heinz (2009):** *Investition*, 2. Aufl., München, 2009.
- Bieg, Hartmut/ Kußmaul, Heinz/ Waschbusch, Gerd (2016):** *Finanzierung*, 3. Aufl., München, 2016.
- Biewer, Johannes/ Follert, Florian (2015):** *Bankbewertung zwischen Modell und Wirklichkeit*, in: CORPORATE FINANCE, Heft 05 vom 02.05.2016, S. 170 - 172, Düsseldorf, 2015.
- Bigus, Jochen (1999),** *Risikoanreizproblem und nicht gleichrangige Gläubigeransprüche*, Wiesbaden, 1999.
- Bigus, Jochen (2007):** *Das Vorsichtsprinzip bei Informationsasymmetrien zwischen Gläubigern*, in: Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, Heft 59/2007, Wiesbaden, S. 567 - 587, 2007.

- Bigus, Jochen/ Schachner, Lisa (2008):** *Höhe, Einflussfaktoren und Konsequenzen von Insolvenzkosten*, in: Eger, Thomas/ Bigus, Jochen/ Ott, Claus/ Wangenheim, Georg von (Hrsg.), *Internationalisierung des Rechts und seine ökonomische Analyse - Festschrift für Hans-Bernd Schäfer zum 65. Geburtstag*, S. 577 - 592, Wiesbaden, 2008.
- Binder, Bettina (2017):** *Kennzahlenmanagement und -controlling*, in: *Controller Magazin*, 01/2017, S. 53 - 58, Freiburg im Breisgau, 2017.
- Binder, Christoph/ Högsdal, Nils (2016):** *Kennzahlen zur Liquidität*, in: *Controlling & Management Review*, 6/2016, S. 46-50.
- Birker, Klaus (2015):** *Genese der Unternehmenskrise*, in: Poppels, Werner (Hrsg.), *Handbuch Turnaround-Management*, 2. Aufl., S. 34 - 50, Berlin, 2015.
- Bitter, Georg (2010):** *Sanierung in der Insolvenz - Der Beitrag von Treue- und Aufopferungspflichten zum Sanierungserfolg*, in: *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, Band 39, Heft 2-3, S. 147 - 200, Berlin, 2010.
- Black, Fischer/ Scholes, Myron (1973):** *The pricing of options and corporate liabilities*, in: *Journal of political economy*, Vol. 81 (No. 3), S. 637 - 654, Chicago, 1973.
- Blaschke, Thomas (2009):** *Cashflow als nachhaltig entziehbarer Überschuss aus dem Jahresabschluss*, in: Schacht, Ulrich/ Fackler, Matthias (Hrsg.), *Praxishandbuch Unternehmensbewertung*, S. 81 - 101, 2. Aufl., Wiesbaden, 2009.
- Blatz, Michael/ Haghani, Elmar (2018):** *Ganzheitliche Unternehmensrestrukturierung: Transparenz- und Konzeptverständnis*, in: Knecht Thomas C./ Hommel, Ulrich/ Wohlenberg, Holger (Hrsg.), *Handbuch Unternehmensrestrukturierung*, S. 257 - 288, Wiesbaden, 2018.
- Bleifeld, Magnus (2015):** *Akzessorische Kreditsicherheiten im Rahmen von syndizierten Krediten*, Berlin, 2015.
- Blohm, Hans/ Lüder, Klaus/ Schäfer, Christina (2012):** *Investition - Schwachstellenanalyse des Investitionsbereichs und Investitionsrechnung*, 10. Aufl., München, 2012.
- Blum, Alexander (2018):** *Instrumente zur Früherkennung von Unternehmenskrisen*, in: Knecht T.C./ Hommel U./ Wohlenberg, H. (Hrsg.), *Handbuch Unternehmensrestrukturierung*, S. 163 - 197, Wiesbaden, 2018.
- Bock, Sebastian (2019):** *Bedeutung des Senior-Kredits für den M&A-Prozess*, in: Schalast, Christoph/ Raettig, Lutz (Hrsg.), *Grundlagen des M&A-Geschäftes*, S. 487 - 519, Wiesbaden, 2019.
- Böckenförde, Björn (1996):** *Unternehmenssanierung*, 2. Aufl., Stuttgart, 1996.
- Bode, Christoph (2013):** *Unternehmensbewertung in der nationalen Rechtsprechung*, in: Petersen, Karl/ Zwirner, Christian/ Brösel, Gerrit (Hrsg.), *Handbuch Unternehmensbewertung*, S. 374 - 389, Köln, 2013.
- Boland, Tobias (2012):** *Club-Deals: das Management von Gläubigerkollektivrisiken in der Mittelstandsfinanzierung*, Diss., Essen, 2012.
- Borgmann, Michael/ Dierkes, Stefan/ Kloock, Josef (2017):** *Goodwill-Impairment-Test nach IAS 36*, in: Kaluza, Bernd/ Braun, Klaus Dieter/ Beschorner, Harald/ Rolfes, Bernd

- (Hrsg.), Betriebswirtschaftliche Fragen zu Steuern, Finanzierung, Banken und Management: Festschrift zum 66. Geburtstag von Rainer Elschen, S. 263 - 280, Wiesbaden, 2017.
- Bork, Reinhard (2019):** *Rechtsverhältnisse der Gesellschaft und der Gesellschafter*, in: Bork, Reinhard/ Schäfer, Carsten (Hrsg.), GmbHG Kommentar, 4. Aufl., Köln, 2019.
- Börner, Dietrich (1980):** *Unternehmensbewertung*, in: Albers, W./ et al. (Hrsg.), Handwörterbuch der Wirtschaftswissenschaften (HdWW), 1980, S. 111 - 123, Bd. 8, Stuttgart, 1980.
- Bösch, Martin (2020):** *Derivate: Verstehen, anwenden und bewerten*, 4. Aufl., München, 2020.
- Böttcher, Jörg/ Wiebusch, Anja (2016):** *Krise und Sanierung von Projektfinanzierungen*, Berlin, 2016.
- Bowman, Edward/ Hurry, Dileep (1993):** *Strategy Through the Option Lens - An Integrated View of Resource Investments and the Incremental Choice Process*, in: Academy of Management Review, Vol. 29, Nr. 4, S. 760 - 782 Briarcliff Manor, 1993.
- Bozicevic, Falko (2020):** *Optionen in der Krise*, in: Unternehmeredition, Heft 02/2020, S. 6 - 12, München, 2020.
- Brandstätter, Jörn (1993):** *Die Prüfung der Sanierungsfähigkeit notleidender Unternehmen: Grundlagen, Durchführung und Unterstützung durch Expertensysteme*, München, 1993.
- Brandstätter, Jörn (1993):** *Die Prüfung der Sanierungsfähigkeit notleidender Unternehmen*, München, 1993.
- Brauchle, Thomas (2016):** *Rechnungswesen und Unternehmensüberwachung*, Diss., Mannheim, 2016.
- Braun, Thomas (2009):** *Investition und Finanzierung*, Berlin, 2009.
- Brealey Richard/ Myers, Stewart/ Allen, Franklin (2020):** *Principles of Corporate Finance*, 13. Aufl., New York, 2020.
- Bremen, Michael (2014):** *Das Leitbild des sanierten Unternehmens im Schutzschirmverfahren*, in: Neue Zeitschrift für Insolvenz- und Sanierungsrecht (NZI), Band 17, S. 137 - 144, München, 2014.
- Brennan, Michael/ Schwartz, Eduardo (1985):** *Evaluating Natural Resource Investments*, in: The Journal of Business, Vol. 58, Nr. 2, S. 135 - 157, Chicago, 1985.
- Breuer, Wolfgang/ Gürtler, Marc/ Schuhmacher, Frank (2010):** *Portfoliomanagement I*, 3. Aufl. Wiesbaden, 2010.
- Brinkmann, Ulrich/ Nachtwey, Oliver/ Hungerland, Beatrice/ Pollak, Reinhard/ Scherr, Albert/ Bonacker, Thorsten et al. (2016):** *Krise*, in: Kopp, Johannes/ Steinbach, Anja (Hrsg.), Grundbegriffe der Soziologie, 11. Aufl., S. 157-188, Wiesbaden, 2016.

- Brockmann, Bärbel (2020):** *Zurück in die Erfolgsspur*, in: Unternehmeredition, Heft 02/2020, S. 44 - 45, München, 2020.
- Brömmekamp, U. (2017):** *Außerinsolvenzliches Sanierungsverfahren ante portas Darstellung des Richtlinienvorschlages der EU-Kommission zu einem präventiven Restrukturierungsverfahren*, in: FuS - Zeitschrift für Familienunternehmen und Strategie, Heft 04/2017, S. 134 - 137, 2017.
- Brose, Wiebke (2019):** *Arbeits- und sozialrechtliche Maßnahmen*, in: Knops, Kai-Oliver/ Bamberger, Heinz Georg/ Lieser, Jens (Hrsg.), Recht der Sanierungsfinanzierung, 2. Aufl., S. 323 - 403, Wiesbaden, 2019.
- Brösel, Gerrit (2006):** *Eine Systematisierung der Nebenfunktionen der funktionalen Unternehmensbewertungstheorie*, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, Heft 2/2006, S. 128 - 143, Herne, 2006.
- Brösel, Gerrit/ Toll, Martin (2011):** *Die Finanzmarktkrise im Lichte der Unternehmensbewertung - Diagnose und Befundbericht im Hinblick auf die krankende „Königsdisziplin“*, in M&A REVIEW, 6/2011, S. 257 - 263, Pullach, 2011.
- Brück, Michael/ Sinewe, Patrick (2008):** *Steuroptimierter Unternehmenskauf*, Wiesbaden, 2008.
- Brückner, Daniela (2017):** *Auf gute Zusammenarbeit*, in: Zeitschrift für das gesamte Insolvenzrecht, Band 20, Heft 47, S. 2498 - 2504, Köln, 2017.
- Brunke, Bernd/ Klein, Johannes (2012):** *Turnaround/ Restrukturierung von Unternehmen in Krisensituationen*, in: Bamberger, Ingolf/ Wrona, Thomas (Hrsg.), Strategische Unternehmensberatung: Konzeptionen, Prozesse, Methoden, 6. Aufl., S. 45 - 76, Wiesbaden, 2012.
- Brunner, Antje/ Krahen, Jan Pieter (2004):** *Corporate debt restructuring: Evidence on lender coordination in financial distress*, in: Center of Financial Studies (Hrsg.), No. 2001/04, Frankfurt a.M., 2004.
- Brunner, Bernhard (2003):** *Marktgerechte Bewertung von Optionen*, Diss., Augsburg, 2003.
- Bruschke, Gerhard (2017):** *Das Schutzschirmverfahren nach der Insolvenzordnung*, in: AOSTB - Der AO-Steuer-Berater, Nr. 2, S. 57 - 61, Köln, 2017.
- Buchalik, Robert/ Brömmekamp, Utz (2015):** *Sanierung unter Insolvenzschutz statt Liquidation durch Insolvenz*, Nürnberg, 2015.
- Buffet, Warren (2008):** *Berkshire Hathaway Inc. - Shareholder Letters*, URL: <https://www.berkshirehathaway.com/letters/2008ltr.pdf> (heruntergeladen am 11.10.2020).
- Bulgrin, Gerrit (2019):** *Die strategische Insolvenz*, Diss., Tübingen, 2019.
- Burk, Stefan/ Bange, Hubertus (2014):** *Insolvenz erkennen - Insolvenz bewältigen: Wege aus der Krise für Unternehmer*, München, 2014.
- Burkhardt, Kay (2019):** *Den Barwert im Blick*, in: Bankinformation, Heft 01/2019, S. 40 - 43, Wiesbaden, 2019.

- Buschmann, Holger (2006):** *Erfolgreiches Turnaround-Management - Empirische Untersuchung mit Schwerpunkt auf dem Einfluss der Stakeholder*, Diss., Wiesbaden, 2006.
- Buschmann, Holger (2013):** *Stakeholder-Management als notwendige Bedingung für erfolgreiches Turnaround-Management*, in: Bickhoff, Nils/ Blatz, Michael/ Eilenberger, Guido/ Haghani, Sascha/ Kraus, Karl-J., (Hrsg.), *Die Unternehmenskrise als Chance: Innovative Ansätze zur Sanierung und Restrukturierung*, S. 197 - 220, Wiesbaden, 2013.
- Busse von Colbe, Walther (1957):** *Der Zukunftserfolg: Die Ermittlung des künftigen Unternehmenserfolges und seine Bedeutung für die Bewertung von Industrieunternehmen*, Wiesbaden, 1957.
- Busse von Colbe, Walther/ Witte, Frank (2018):** *Investitionstheorie und Investitionsrechnung*, 5. Aufl., Berlin, Heidelberg, 2018.
- Buth, Andrea Katharina/ Hermanns, Michael (2022):** *Finanzwirtschaftliche Aspekte bei Fortführung von Krisenunternehmen*, in Buth, Andrea Katharina/ Hermanns, Michael, (Hrsg.), *Restrukturierung, Sanierung, Insolvenz*, 5. Aufl., S. 369 – 385, München, 2022.
- Carr, Peter (1988):** *The Valuation of Sequential Exchange Opportunities*, in: *The Journal of Finance*, Vol. 43, S. 1235 - 1256, Hoboken, 1988.
- Casey, Christopher (2004):** *Unternehmensbewertung anhand von Discounted Cash Flow-Modellen - Ein methodischer Vergleich der verschiedenen Verfahren*, Habil., Wien, 2004.
- Checkland, Peter/ Scholes, Jim (1990):** *Soft systems methodology in action*, New York, 1990.
- Chung, Kee/ Charoenwong, Charlie (1991):** *Investment Options, Assets in Place, and the Risk of Stocks*, in: *Financial Management*, Nr. 20, S. 21 - 32, Danvers, MA., 1991.
- Clasen, Jan P. (1992):** *Kleine und mittlere Unternehmen (KMU) im Krisenfall: ein unternehmerorientiertes Konzept des Turnaround Managements als Option der Krisenbewältigung*, Diss., Wiesbaden, 1992.
- Coase, Ronald (1937):** *The Nature of the Firm*, in: *Economica*, Band 4, Nr. 16, 1937, S. 386 - 405, London, 1937.
- Coenenberg, Adolf/ Haller, Axel/ Schultze, Wolfgang (2018):** *Jahresabschluss und Jahresabschlussanalyse*, 25. Aufl., Stuttgart, 2018.
- Copeland, Thomas/ Antikarov, Vladimir (2001):** *Real Options: A Practitioner's Guide*, New York, 2001.
- Copeland, Thomas/ Antikarov, Vladimir (2002):** *Realoptionen*, New York, 2002.
- Copeland, Thomas/ Keenan, Philip (1998):** *How much is flexibility worth?*, in: *The McKinsey Quarterly*, Aug. 2, S. 38 - 49, New York, 1998.
- Copeland, Thomas/ Koller, Tim/ Murrin, Jack (2002):** *Unternehmenswert: Methoden und Strategien für eine wertorientierte Unternehmensführung*, 3. Aufl., Frankfurt a.M./ New York, 2002.
- Cox, John C./ Ross, Stephan A. (1976):** *A Survey of some new Results in Financial Option Pricing Theory*, in: *The Journal of Finance*, Vol. 31, Nr. 2, S. 383 - 402, Hoboken, 1976.

- Cox, John C./ Ross, Stephen A (1985):** *Option Markets*, London, 1985.
- Cox, John C./ Ross, Stephen A./ Rubinstein, Mark (1979):** *Option Pricing: A Simplified Approach*, in: *Journal of Financial Economics* Vol. 7 (No. 3), S. 229-263, London, 1979.
- Crandall, William R./ Parnell, John A./ Spillan, John E. (2020):** *Crisis management in the new strategy landscape*, Los Angeles, 2020.
- Crasselt, Nils (2003):** *Wertorientierte Managemententlohnung, Unternehmensrechnung und Investitionssteuerung*, Diss., Frankfurt am Main, 2003.
- Crasselt, Nils/ Lohmann, Christian (2019):** *Unternehmensbewertung im Lebenszyklus*, in: *Controlling*, Jahrgang 31 (2019), Heft 1, S 12 - 18, München, 2019.
- Crasselt, Nils/ Tomaszewski, Claude (1999):** *Realloptionen - Eine neue Methode der Investitionsrechnung?*, in: *WiSt - Wirtschaftswissenschaftliches Studium*, Heft 10, Jahrgang 28 (1999), S. 556 - 559, München, Frankfurt a.M., 1999.
- Crasselt, Nils/ Tomaszewski, Claude (2018):** *Bewertung flexibler Projekte - praktische Vorteile des Realloptionsansatzes*, in: Crasselt, Nils/ Lukas, Elmar/ Mölls, Sascha/ Timmreck, Christian (Hrsg.), *Handbuch Kapitalmarktorientierte Unternehmensbewertung: Grundlagen, Methoden, Regulierung und Branchentrends*, S. 71 - 84, Stuttgart, 2018.
- Creditreform (2020):** *Insolvenzen in Deutschland, 1. Halbjahr 2020*, URL: <https://www.creditreform.de/aktuelles-wissen/pressemeldungen-fachbeitraege/news-details/show/insolvenzen-in-deutschland-1-halbjahr-2020> (heruntergeladen am 11.08.2020).
- Creditreform (2023):** *Insolvenzen in Deutschland, 1. Halbjahr 2023*, URL: <https://www.creditreform.de/aktuelles-wissen/pressemeldungen-fachbeitraege/news-details/show/insolvenzen-in-deutschland-1-halbjahr-2023#:~:text=So%20wurden%20zweischen%20Januar%20und,es%20im%20Vergleichszeitraum%20zuletzt%202002>. (heruntergeladen am 29.08.2023).
- Crone, Andreas (2017a):** *Die Unternehmenskrise*, in: Crone, Andreas/ Werner, Henning (Hrsg.), *Modernes Sanierungsmanagement: Sanierungskonzepte, Finanzinstrumente, Insolvenzverfahren, Haftungsrisiken, Arbeitsrecht und Verhandlungsführung*, S. 3 - 14, 5. Aufl., München.
- Crone, Andreas (2017b):** *Erstellung von Sanierungskonzepten nach IDW S6*, in: Crone, Andreas/ Werner, Henning (Hrsg.), *Modernes Sanierungsmanagement: Sanierungskonzepte, Finanzinstrumente, Insolvenzverfahren, Haftungsrisiken, Arbeitsrecht und Verhandlungsführung*, S. 85 - 114, 5. Aufl., München, 2017.
- Cucchiella, Federica/ Gastaldi, Massimo (2006):** *Risk management in supply chain: a real option approach*, in: *Journal of Manufacturing Technology Management*, Vol. 17, Nr. 6, S. 700 - 720, Bingley, 2006.
- Damisch, Peter (2002):** *Wertorientiertes Flexibilitätsmanagement durch den Realloptionsansatz*, Diss., Dresden, 2002.
- Damlachi, Hellmut/ Hahn, Ulrich/ Grüning, Eyke/ Thiele, Frank/ Pape, Maximilian/ Opp, Julian (2019):** *Haftungsrisiken in der Sanierung*, in: Hohberger, Stefan/ Damlachi,

- Hellmut (Hrsg.), *Praxishandbuch Sanierung im Mittelstand*, S 473 - 610, Wiesbaden, 2019.
- Damodaran, Aswath (2002):** *Investment Valuation*, Hoboken, 2002.
- Damodaran, Aswath (2015):** *Applied Corporate Finance*, 4. Aufl., Hoboken, 2015.
- Damodaran, Aswath (2016):** *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*, 2. Aufl., Hoboken, 2016.
- Damodaran, Aswath (2018):** *The Dark Side of Valuation, Valuing Young, Distressed, and Complex Businesses*, 3. Aufl., New Jersey 2018.
- Dangl, Thomas / Kopel, Michael (2003):** *Die Bedeutung vollständiger Märkte für die Anwendung des Realoptionsansatzes*, in: Hommel, Ulrich/ Scholich, Martin/ Baecker, Philipp (Hrsg.), *Reale Optionen: Konzepte, Praxis und Perspektiven strategischer Unternehmensfinanzierung*, S. 37 - 62, Wiesbaden, 2003.
- Das, Tushar Kanti/ Teng, Bing-Sheng (1999):** *Cognitive biases and strategic decision processes: An integrative perspective*, in: *Journal of Management Studies* 36, S. 757 - 778, Hoboken, 1999.
- De Bondt, Werner/ Thaler, Richard (1995):** *Financial Decision Making in Markets and Firms: A Behavioral Perspective*, in: Jarrow, Robert Alan (Hrsg.), *Handbooks in Operations Research and Management Science*, Vol. 9, S. 385 - 410, Cambridge, 1995.
- De Buhr, Lars (2014):** *Unternehmensbewertung: Anwendbarkeit von Bewertungsverfahren bei Start-up Unternehmen*, Hamburg, 2014.
- Decker, Ludwig (2015):** *Working Capital Management als Hebel für die operative Profitabilität und das Bonitätsrating im deutschen Mittelstand - Eine empirische Untersuchung größenklassenspezifischer Unterschiede*, Diss., Trier, 2015.
- Deckers, Marc (2019):** *Die Mitgliedschaft in der Insolvenz*, Diss., Heidelberg, 2019.
- Depré, Peter (2012):** *Unternehmenskrise: Sanieren oder Liquidieren? ESUG: Neues Recht - neue Chancen*, Regensburg, 2012.
- Dierkes, Stefan/ Schäfer, Ulrich (2015):** *DCF-Verfahren und wertorientierte Kennzahlen*, in: *Controlling - Zeitschrift für erfolgsorientierte Unternehmenssteuerung*, Jahrgang 27 (2015), Heft 1, S 19 - 25, München, 2015.
- Dierks, Leef/ Tiggelbeck, Sonja (2019):** *Abschied vom Homo Oeconomicus*, in: *Der Betriebswirt*, Volume 60, Issue 1, S. 28 - 32, Berlin, 2019.
- Dill, Arthur (2016):** *Die Adaptive Fraktale Markthypothese - Fraktale Strukturen und evolutionäre Prozesse auf modernen Aktienmärkten*, Diss., Duisburg-Essen, 2016.
- Dilmann, Thomas (2019):** *Die zehn gefährlichsten Krisenauslöser in der PR*, URL: <https://pr-journal.de/nachrichten/branche/23829-die-zehn-gefaehrlichsten-krisenausloeser-in-der-pr.html> (heruntergeladen am 11.08.2020).

- Dippel, Thorsten (2013):** *Erfolgswirkungen strategischer Turnaround-Maßnahmen auf Unternehmensebene - eine empirische Ableitung*, in: Bickhoff, Nils et.al. (Hrsg.), *Die Unternehmenskrise als Chance: Innovative Ansätze zur Sanierung und Restrukturierung*, S. 169 - 195, Berlin, 2013.
- Dirschedl, Carlo (2015):** *Maßnahmen finanzieller Restrukturierung: Rahmenbedingungen, Bewertung und Ausgestaltung am Beispiel von Debt Equity Swaps*, in: *Schriften zum Controlling, Finanz- und Risikomanagement*, Bd. 10, Frankfurt am Main, 2020.
- Dixit, Avinash/ Pindyck, Robert (1994):** *Investment under uncertainty*, Princeton, 1994.
- Dörhöfer, Andreas/ Haufler, Harald (2018):** *Workout-Management in der UNternehmensrestrukturierung*, in: Knecht Thomas C./ Hommel, Ulrich/ Wohlenberg, Holger (Hrsg.), *Handbuch Unternehmensrestrukturierung*, S. 1455 - 1474, Wiesbaden, 2018.
- Dörschell, Andreas/ Franken, Lars/ Schulte, Jörn (2012):** *Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung: praxisgerechte Ableitung unter Verwendung von Kapitalmarktdaten*, 2. Aufl., Düsseldorf, 2012.
- Drefke, Stefan (2016):** *Der Fortführungswert in der Unternehmensbewertung - Ansätze zur Operationalisierung des Gleichgewichtszustandes*, Diss., Essen, 2016.
- Drukarczyk, Jochen (1987):** *Unternehmen und Insolvenz - zur effizienten Gestaltung des Kreditsicherungs- und Insolvenzrechts*, Wiesbaden, 1987.
- Drukarczyk, Jochen (2015):** *Ökonomische Schieflage, insolvenzrechtliche Verteilungsregel, Eröffnungsgründe, DES und Position der Alteigentümer*, in: *Neue Zeitschrift für Insolvenz- und Sanierungsrecht (NZI)*, Band 18, S. 110 - 118, München, 2015.
- Drukarczyk, Jochen/ Schüler, Andreas (2009):** *Unternehmensbewertung*, 6. Aufl., München, 2009.
- Drukarczyk, Jochen/ Schüler, Andreas (2015):** *Unternehmensbewertung*, 7. Aufl., München, 2015.
- Drukarczyk, Jochen/ Schüler, Andreas (2019):** *Überschuldung*, in: *Münchener Kommentar zur Insolvenzordnung, InsO*, Band 1: §§ 1 - 79, *Insolvenzrechtliche Vergütungsverordnung*, 4. Aufl., München, 2019.
- Drummond, Helga (1994):** *Escalation in Organizational Decision Making*, in: *Journal of Behavioral Decision Making*, Vol. 7, 1994, S. 43 - 55, Hoboken, 1994.
- Dube, Olaf/ Schilling, Dirk (2019):** *Ermittlung stiller Reserven des Betriebsvermögens von Körperschaften mit negativem Eigenkapital i.S.d. §§ 8c, 8d KStG - Analyse alternativer Wertkonzepte*, in: *DER BETRIEB*, Heft 22 vom 31.05.2019, S. 1223 - 1228, Düsseldorf, 2019.
- Dubislav, Walter (1931):** *Die Definition*, 4. völlig umgearbeitete und erweiterte Auflage, Leipzig, 1981.
- Dücker, Thomas (2020):** *Eigentümerstruktur und Unternehmenssteuerung in wirtschaftlichen Krisenzeiten*, Diss., Siegen, 2020.
- Duffie, Darrell (2001):** *Dynamic Asset Pricing Theory*, 3. Aufl., Princeton, 2001.

- Eckert, Georg (2017):** *Die Privatanlegerbibel*, 3. Aufl., München, 2017.
- Eickes, Stefan (2014):** *Zum Grundsatz der Unternehmensfortführung in der Insolvenz*, Diss., Saarbrücken, 2014.
- Eidenmüller, Horst (1999):** *Unternehmenssanierung zwischen Markt und Gesetz*, Köln, 1999.
- Eilenberger, Guido (2019):** *Zahlungsunfähigkeit*, in: Münchener Kommentar zur Insolvenzordnung, InsO, Band 1: §§ 1 - 79, Insolvenzrechtliche Vergütungsverordnung, 4. Aufl., München, 2019.
- Eisenberg, Norbert (2018):** *Veränderung der Unternehmensführung, Rolle und Einbindung des Chief Restructuring Officer (CRO)*, in: Knecht Thomas C./ Hommel, Ulrich/ Wohlenberg, Holger (Hrsg.), *Handbuch Unternehmensrestrukturierung*, S. 739 - 755, Wiesbaden, 2018.
- Eisolt, Dirk (2010):** *Erstellung von Sanierungskonzepten nach dem neuen IDW S 6*, in: *Betriebs-Berater*, 65/2010, Frankfurt a.M., S. 427 - 432, 2010.
- Elschen, Rainer (1988):** *Agency-Theorie - DBW-Stichwort*, in: *Die Betriebswirtschaft*, 48. Jg., S. 248 - 250, Stuttgart, 1988.
- Engels, Tilmann (2004):** *Die Insolvenz und optionsbasierte Reorganisationsmodelle*, Diss., Eichstätt-Ingolstadt, 2003.
- Enzler Denzler, Ruth/ Schuler, Edgar (2017):** *Krisen erfolgreich bewältigen: Wie Führungskräfte in Wirtschaft und Politik Schicksalsschläge überwinden*, Wiesbaden, 2017.
- Ernst, Dietmar/ Häcker, Joachim (2016):** *Financial Modeling*, 2. Aufl., Stuttgart, 2016.
- Ernst, Dietmar/ Schneider, Sonja/ Thielen, Björn (2012):** *Unternehmensbewertungen erstellen und verstehen: Ein Praxisleitfaden*, 5. Aufl., München, 2012.
- Ernst, Dietmar/ Schneider, Sonja/ Thielen, Björn (2017):** *Unternehmensbewertungen erstellen und verstehen: Ein Praxisleitfaden*, 6. Aufl., München, 2017.
- Euler Hermes (2006):** *Ursache von Insolvenzen*, in: Euler Hermes (Hrsg.), *Wirtschaft Konkret* Nr. 414, Hamburg, 2006.
- Euler Hermes (2020):** *Globaler Insolvenzausblick 2020*, in: Euler Hermes (Hrsg.), Allianz und Euler Economic Research, Paris, 2020.
- Evertz, Derik/ Krystek, Ulrich (2010):** *Restrukturierung und Sanierung von Unternehmen*, Stuttgart, 2010.
- Evertz, Derik/ Krystek, Ulrich (2014):** *Unternehmen erfolgreich restrukturieren und sanieren: Herausforderungen und Lösungsansätze für den Turnaround*, Stuttgart, 2014.
- Faaß, Kerstin (2007):** *Der Realoptionsansatz als Controllinginstrument in jungen Wachstumsunternehmen*, Diss., Wiesbaden, 2007.
- Faatz, Andreas/ Holst, Hans-Ulrich (2018):** *Die Planungsqualität mit Statistik verbessern*, in: *Controlling & Management*, Nr. 62, 3-2018, S. 34 - 39, Wiesbaden, 2018.

- Falkheimer, Jesper (2018):** *Transboundary and Cultural Crisis Communication*, in: Knecht Thomas C./ Hommel, Ulrich/ Wohlenberg, Holger (Hrsg.), *Handbuch Unternehmensrestrukturierung*, S. 213 - 225, Wiesbaden, 2018.
- Faulhaber, Peter/ Landwehr, Norbert/ Grabow, Hans-Joachim (2009):** *Turnaround-Management in der Praxis: Umbruchphasen nutzen - neue Stärken entwickeln*, 4. Aufl., Frankfurt am Main, 2009.
- Federowski, Richard (2009):** *Unternehmensroutinen im Turnaroundmanagement - Analyse der Wirkungen von Routinen und routinebewusste Gestaltung der Krisenbewältigung*, Diss., Wiesbaden, 2009.
- Festel, Gunter/ Wuermseher, Martin/ Cattaneo, Giacomo (2013):** *Valuation of Early Stage High-tech Start-up Companies*, in: *International Journal of Business*, 18 (3), S. 216 - 231, Chicago, 2013.
- Fiederer, Susanne/ Ternés, Anabel (2017):** *Definition und Gesichter von Krisen*, Wiesbaden, 2017.
- Fisch, Jan Hendrik (2006):** *Internationale Realoptionen*, Habil., Stuttgart, 2006.
- Fischer-Winkelmann, Wolf (2009):** *Sollen impliziert Können - Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung einmal anders*, in: *Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis*, S. 343 - 359, Herne, 2009.
- Fischer, Kay (1996),** *Realoptionen - Anwendungsmöglichkeiten der finanziellen Optionstheorie auf Realinvestitionen im In- und Ausland*, Hamburg, 1996.
- Fischer, Thomas (2013):** *Agency-Probleme bei der Sanierung von Unternehmen*, Wiesbaden, 2013.
- Fischer, Thomas/ Hahnenstein, Lutz/ Heitzer, Bernd (1999):** *Kapitalmarkttheoretische Ansätze zur Berücksichtigung von Handlungsspielräumen in der Unternehmensbewertung*, in: *ZfB Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, S. 1207 - 1231, Wiesbaden 1999.
- Fleege-Althoff, Fritz (1930):** *Die notleidende Unternehmung, Erster Band: Krankheitsercheinungen und Krankheitsursachen*, Stuttgart, 1930.
- Flöther, Lucas (2014):** *Der vorläufige Sachwalter - Pilot, Co-Pilot oder fünftes Rad am Wagen?*, in: *ZInsO - Zeitschrift für das gesamte Insolvenzrecht*, Band 18, Heft 11, S. 465 - 472, Köln, 2014.
- Flöther, Lucas (2017):** *Möglichkeiten der Finanzierung von Unternehmensfortführungen in der Krise*, in: *CORPORATE FINANCE*, Heft 03-04 vom 27.03.2017, S. 69 - 74, Düsseldorf, 2017.
- Follert, Florian (2020):** *Zur Unternehmensbewertung im Spruchverfahren aus interessentheoretischer Sicht: Der aktienrechtliche Minderheitenausschluss im Lichte der Neuen Politischen Ökonomie*, Diss., Saarbrücken, 2020.
- Fox, Alexander (2010):** *Die Bewertung von Content-Anbietern unter besonderer Berücksichtigung von Web 2.0*, Diss., Ilmenau, 2010.
- Freiling, Jörg/ Harima, Jan (2019):** *Entrepreneurship*, Wiesbaden, 2019.

- Friedman, Milton (1970):** *The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits*, in: The New York Times Magazine, 13.09.1970, o.S.
- Friedrich, Tobias (2015):** *Unternehmensbewertung bei Insolvenzrisiko*, Diss., Frankfurt a.M., 2015.
- Fröhlich, Andreas/ Eckhardt, Jonas (2015):** *Bewertung insolventer Unternehmen (in Eigenverwaltungsverfahren): Rahmenbedingungen, Herausforderungen, Lösungsansätze, Würdigung*, in: ZInsO - Zeitschrift für das gesamte Insolvenzrecht, Band 19, Heft 20, S. 925-936, Köln, 2015.
- Frühling, Volker (2004):** *Sensitivitätsanalyse zum Barwertmodell der Unternehmensbewertung*, in: Finanz Betrieb, Nr. 11 (2004), S. 741 - 746, Düsseldorf, 2004.
- Galli, Albert (2017):** *Grundlagen der Investitionsrechnung*, Stuttgart, 2017.
- Ganter, Hans/ Bruns, Alexander (2019):** *Erster Teil. Allgemeine Vorschriften*, in: Münchener Kommentar zur Insolvenzordnung, InsO, Band 1: §§ 1 - 79, Insolvenzrechtliche Vergütungsverordnung, 4. Aufl., München, 2019.
- Garber, Thorsten (2015):** *Juristen zerschlagen eher Unternehmen*, in: return - Magazin für Transformation und Turnaround, Heft 2 - 3, S 64 - 67, Wiesbaden, 2015.
- Gaul, Björn/ Hartmann, Nina (2017):** *Restrukturierung und Arbeitsrecht - zwei Seiten einer Medaille*, in: Heinrich, Christian (Hrsg.), Restrukturierung und Arbeitsrecht - zwei Seiten einer Medaille, Baden-Baden, 2017.
- Gebhardt, Günther/ Mansch, Helmut (2019):** *Management und Abbildung von Liquidität und Liquiditätsrisiken*, in: ZfbF-Sonderheft, vol 73/18. Wiesbaden, 2019.
- Gehrlein, Markus (2019):** *Überblick über wichtige Entscheidungen aus der neueren BGH-Rechtsprechung zur Unternehmensinsolvenz*, in: DER BETRIEB, Heft 7 vom 15.02.2019, S. 351 - 358, Düsseldorf, 2019.
- Gehrlein, Markus (2020):** *Neuregelung und Konzentration der Zahlungsverbote in § 15b InsO-E*, in: DER BETRIEB, Heft 45 vom 09.11.2020, Seite 2393 - 2399, Düsseldorf, 2020.
- Georg, Stefan/ Sesler, Renate (2020):** *Innovatives Controlling - die 5 wichtigsten Trends - Controlling im Umfeld von Digitalisierung und Nachhaltigkeit*, Freiburg i.B., 2020.
- Gerlach, Arno (2019):** *Finanzierungshilfen der öffentlichen Hand*, in: Knops, Kai-Oliver/ Bamberger, Heinz Georg/ Lieser, Jens (Hrsg.), Recht der Sanierungsfinanzierung, 2. Aufl., S. 433 - 460, Wiesbaden, 2019.
- Geske, Robert (1979):** *A Note on an Analytical Valuation Formula for Unprotected American Options on Stocks with Known Dividends*, in: Journal of Financial Economics, Vol. 7 (No. 4), S. 375 - 380, London, 1979.
- Gessert, Susanne/ Steiner, Moritz/ Zapolski, Jaroslaw (2019):** *Sanierungsmaßnahmen im Einkauf - Unternehmenskrisen aus der Einkaufsperspektive*, in: Hohberger, Stefan/ Damlachi, Hellmut (Hrsg.), Praxishandbuch Sanierung im Mittelstand, S. 245 - 268, Wiesbaden, 2019.

- Geulen, Michael/ Mahlendorf, Matthias (2018):** *Auf dem Weg zu einer neuen Kultur der zweiten Chance*, in: Controlling & Management Review, Vol.62(7), S. 62 - 67, Wiesbaden, 2018.
- Giersberg, Jens/ Vögtle, Marcus (2007):** *Bilanzielle Auswirkungen der Adjustierung von Operating-Leasingverhältnissen*, in: Finanz Betrieb, Nr. 7-8 (2007), S. 431 - 442, Düsseldorf, 2007.
- Giessler, Jan W. (2018):** *Bedeutung des Unternehmenswerts für das Restrukturierungsmanagement*, in: Knecht Thomas C./ Hommel, Ulrich/ Wohlenberg, Holger (Hrsg.), Handbuch Unternehmensrestrukturierung, S. 115 - 142, Wiesbaden, 2018.
- Gigerenzer, Gerd/ Todd, Peter (2000):** *Précis of Simple heuristics that make us smart*, in: Behavioral and Brain Sciences, Vol. 23, S. 727 - 780, Cambridge, 2000.
- Gimbel, Maximilian (2014):** *Mediation in Unternehmenskrise und Insolvenz*, Bremen, 2014.
- Gintschel, Andreas (1999):** *Ein allgemeines Binomialmodell zur Bewertung von Realloptionen*, in: Kredit und Kapital, Jg. 32, Nr. 1, S. 60 - 84, Berlin, 1999.
- Ginzinger, Larissa/ Zimmermann, Guido (2020):** *Finanzierung der Wissensökonomie - Die Bank 4.0 zur Förderung der Industrie 4.0?*, in: CORPORATE FINANCE, Heft 07-08 vom 27.07.2020, S. 189 - 193, Düsseldorf, 2020.
- Gleißner, Werner(2011):** *Unternehmensbewertung mit Kapitalisierungszins oder Risikoabschlag bei ausfallbedrohtem Fremdkapital*, in: Praxis der Unternehmensbewertung und Unternehmensfinanzierung, Heft 4 / 2011, S. 1 – 36, Düsseldorf, 2011.
- Gleißner, Werner (2017):** *Unsicherheit, Risiko und Unternehmenswert*, in: Petersen, Karl/ Zwirner, Christian (Hrsg.), Handbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl., S. 917 - 948, Köln, 2017.
- Gleißner, Werner (2018):** *Risikogerechte Bewertung und Erfolgswahrscheinlichkeit von Restrukturierungsstrategien*, in: Knecht Thomas C./ Hommel, Ulrich/ Wohlenberg, Holger (Hrsg.), Handbuch Unternehmensrestrukturierung, S. 1343 - 1363, Wiesbaden, 2018.
- Gleißner, Werner/ Wolfrum, Marco (2008):** *Simulationsbasierte Bewertung von Akquisitionsziele und Beteiligungen: Schätzungen und Bewertung unsicherer Exitpreise*, URL: http://www.mediagora.de/images/stories/service/discussion-paper/offiziell-Nr-714-Simulationsbasierte-Bewertung-von-Akquisitionsziele-und-Beteiligungen_finexpert_11_2008.pdf (heruntergeladen am 05.10.2020).
- Gleißner, Wolfgang (2020):** *Firmenbewertung in der Corona-Krise*, in: TiAM - Trends im Asset Management, Nr. 2 vom 25.06.2020, S. 60 - 61, München, 2020.
- Gless, Sven-Erik/ Undritz, Sven-Holger/ Lambrecht, Martin (2014):** *Sanierung im Insolvenzverfahren*, in: Brühl, Volker/ Göpfert, Burkard (Hrsg.), Unternehmensrestrukturierung, 2. Aufl., S. 261 - 308, Stuttgart, 2014.
- Glose, Markus (2013):** *Realloptionen*, in: Controlling-Compact, 25. Jhrg., Heft 2, S. 97 - 99, München, 2013.

- Goetker, Uwe (2018):** *Die Krise von Unternehmen aus der Sicht des Gesellschafters*, in: Knecht Thomas C./ Hommel, Ulrich/ Wohlenberg, Holger (Hrsg.), *Handbuch Unternehmensrestrukturierung*, S. 1613 - 1645, Wiesbaden, 2018.
- Gogger, Martin/ Fuhst, Christian (2020):** *Insolvenzgläubiger-Handbuch*, 4. Aufl., München, 2020.
- Götze, Uwe (2014):** *Investitionsrechnung - Modelle und Analysen zur Beurteilung von Investitionsvorhaben*, 7. Aufl., Berlin, Springer, 2014.
- Graf, Catharina (2018):** *Rechtsbehelfe in der Insolvenz*, Diss., Freiburg i.B., 2018.
- Grape, Christian (2007):** *Sanierungsstrategien - Empirisch-qualitative Untersuchung zur Bewältigung schwerer Unternehmenskrisen*, Diss., Wiesbaden, 2006.
- Grethe, Christian (2010):** *Restrukturierung von Krisenunternehmen durch Private-Equity-Gesellschaften*, Diss., Berlin, 2010.
- Greve, Gustav (2010):** *Organizational Burnout - Das versteckte Phänomen ausgebrannter Organisationen*, Wiesbaden, 2010.
- Griess-Nega, Torsten (2006):** *Krisenmanagement in der Liquiditätskrise*, in: Griess-Nega, Torsten/ Hutzschenreuther, Thomas (Hrsg.), *Krisenmanagement - Grundlagen, Strategien, Instrumente*, Wiesbaden, 2006.
- Grimm, Gregor (2019):** *Die Patronatserklärung - Kreditsicherung und Insolvenzabwehr*, Baden-Baden, 2019.
- Groß, Paul (1988):** *Sanierung durch Fortführungsgesellschaften: Der Weg von der Sanierungsprüfung bis zur Konstituierung und finanziellen Entlastung der Fortführungsgesellschaft in betriebswirtschaftlicher, rechtlicher und steuerlicher Sicht*, in: DER BETRIEB, Heft 35 vom 02.09.2005, Seite 1861-1868, Düsseldorf, 2005.
- Groß, Paul (2005):** *Going-Concern-Prognosen im Insolvenz- und im Bilanzrecht Grundlagen - Unterschiede und wechselseitige Verflechtungen*, 2. Aufl., Köln, 1988.
- Groß, Paul (2018):** *Die Fortbestehensprognose: Grundlagen und Perspektiven für die Erstellung und Plausibilitätskontrolle*, in: Knecht Thomas C./ Hommel, Ulrich/ Wohlenberg, Holger (Hrsg.), *Handbuch Unternehmensrestrukturierung*, S. 219 - 256, Wiesbaden, 2018.
- Gross, Stephanie (2007):** *Banks and Shareholder Value: An Overview of Bank Valuation and Empirical Evidence on Shareholder Value for Banks*, Diss., Frankfurt am Main, 2007.
- Großer, Birgit (2016):** *Asymmetrische Informationsverteilung*, in *Controlling*, Jahrgang 28 (2016), Heft 7, S 440 - 441, München, 2016.
- Grundmann, Wolfgang (2019):** *Leasing und Factoring: Formen, Rechtsgrundlagen, Verträge*, 2. Aufl., Wiesbaden, 2019.
- Grunow, Hans-Werner/ Figgner, Stefanus (2006):** *Handbuch Moderne Unternehmensfinanzierung - Strategien zur Kapitalbeschaffung und Bilanzoptimierung*, Berlin, 2006.

- Grunow, Hans-Werner/ Figgner, Stefanus:** *Handbuch moderne Unternehmensfinanzierung: Strategien zur Kapitalbeschaffung und Bilanzoptimierung*, Heidelberg, 2006.
- Grunwald, Egon/ Grunwald, Stephan (2008):** *Bonitätsanalyse im Firmenkundengeschäft: Handbuch Risikomanagement und Rating*, Stuttgart, 2008.
- Günther, Thomas (2019):** *Flexibilität, Unternehmenskultur und Controlling*, in: *Controlling & Management Review*, 1/2019, S. 38 - 43, Heidelberg, 2019.
- Günther, Thomas/ Detzner, Martin (2012):** *Sind Manager und Controller risikoscheu?*, in: *Controlling*, Jahrgang 24 (2012), Heft 4 - 5, München, S. 247 - 254, 2012.
- Guserl, Richard/ Pernsteiner, Helmut (2015):** *Finanzmanagement*, 2. Aufl., Wiesbaden, 2015.
- Haarmeyer, Hans/ Schildt, Charlotte (2019):** *Abweisung mangels Masse*, in: *Münchener Kommentar zur Insolvenzordnung, InsO, Band 1: §§ 1 - 79, Insolvenzrechtliche Vergütungsverordnung*, 4. Aufl., München, 2019.
- Haberland, Frank (2017):** *Das (im Regen) stehen gelassene Darlehen*, in: *FR - Finanz-Rundschau*, 7/ 2017, S. 325 - 329, Köln, 2017.
- Hachmeister, Dirk/ Ruthardt, Frederik (2015):** *Unternehmensbewertung mit Multiplikatoren: Idee und Umsetzung (Teil 2)*, in: *DStR Deutsches Steuerrecht*, Heft 31, S. 1769 - 1774, München, 2015.
- Hachmeister, Dirk/ Ruthardt, Frederik (2015):** *Unternehmensbewertung mit Multiplikatoren: Erfahrungen beim Einsatz vor US-Gerichten*, in: *DER BETRIEB*, Heft 26 vom 26.06.2015, S. 1511 - 1516, Düsseldorf, 2015.
- Häger, Michael/ Hiltner, Elmar (2018):** *Gutachterliche Kommentierung IDW-S6, BGH-Rechtsprechung und Restrukturierungsplanung*, in: *Knecht T.C./ Hommel U./ Wohlenberg, H. (Hrsg.), Handbuch Unternehmensrestrukturierung*, S. 289 - 346, Wiesbaden, 2018.
- Hahn, Dietger/ Hungenberg, Harald (2001):** *PuK - Wertorientierte Controllingkonzepte*, 6. Aufl., Wiesbaden, 2001.
- Hahn, Gerhard (1958):** *Untersuchungen über die Ursachen von Unternehmensmißerfolgen*, Köln, 1958.
- Haisch, Martin/ Lechner, Florian (2017):** *Unternehmensfinanzierung in der Sanierung*, in: *Köhler, Stefan/ Goebel, Sören/ Körner, Andreas (Hrsg.), Handbuch der steueroptimalen Unternehmensfinanzierung*, 2. Aufl., S. 743 - 800, München, 2017.
- Hammes, Dirk (2019):** *Der Gläubigerausschuss in der Eigenverwaltung: Rechtsstellung und besondere Verantwortung*, Diss. Mannheim, 2019.
- Hänel, Robert (2017):** *Die Rolle des Sachwalters in der Eigenverwaltung - nur Wachhund des Gerichts oder Mitgestalter des Verfahrens?*, in: *Restructuring & Finance, Year Book 2017*, S. 71 - 74, München, 2017.
- Hansmann, Marc (2020):** *Finanzkommunikation und Vertrauen im Kreditprozess: Entstehung und Wirkung von Vertrauen in den Kreditnehmer*, Diss., Wuppertal, 2020.

- Harris, Robert/ Pringle, John (1985):** Risk-Adjusted Discount Rates-Extensions from the Average-Risk Case, in: *Journal of Financial Research*, Vol.8(3), S. 237 - 244, Heidelberg, 1985.
- Hasbach, Alexander/ Oesterwinter, Petra/ Fahje, Lea (2020):** *Steuerfreistellung von Sanierungserträgen im Rahmen einer ertragsteuerlichen Organschaft*, in: *DER BETRIEB*, Heft 24 vom 15.06.2020, S. 1249 - 1255, Düsseldorf, 2020.
- Hauschild, Bastian (2013):** *Sequenzielle Corporate Venture Capital-Investitionen - Ein realoptionsbasierter Ansatz*, Diss., Düsseldorf, 2013.
- Hauschildt, Jürgen (2006):** *Bilanzanalyse im Dienste der Krisendiagnose*, in: Griess-Nega, Torsten/ Hutzschenreuther, Thomas (Hrsg.), *Krisenmanagement - Grundlagen, Strategien, Instrumente*, Wiesbaden, 2006.
- Hawawini, Gabriel/ Viallet, Claude (2010):** *Finance for Executives: Managing for Value Creation*, 4. Aufl., Boston Massachusetts, 2010.
- Hayek, Friedrich August von (2005):** *Die Verfassung der Freiheit*, in: Bosch, Alfred/ Veit, Reinhold (Hrsg.), *Gesammelte Schriften in deutscher Sprache*, Band 3, 4. Aufl., Tübingen, 2005.
- Hayes, Robert/ Garvin, David (1982):** *Managing as If Tomorrow Mattered*, in: *Harvard Business Review*, Vol. 60, Nr. 3, S. 71 - 79, Harvard, 1982.
- Hayn, Marc/ Bessemir, Moritz (2020):** *IFRS 16: Auswirkungen auf die Unternehmensbewertung*, in: *CORPORATE FINANCE*, Heft 07-08 vom 27.07.2020, S. 229 - 241, Düsseldorf, 2020.
- Heese, Michael (2017):** *Insolvenzverfahren und Verfahrensautonomie - Rechtsvergleichende Überlegungen zur Fortwirkung von Schiedsvereinbarungen und zur Durchschlagskraft insolvenzrechtlicher Wertungen*, in: *Zeitschrift für Insolvenzrecht*, Band 78, Heft 2, S. 167 - 188, Berlin, 2017.
- Heesen, Bernd (2018):** *Basiswissen Unternehmensbewertung*, Wiesbaden, 2018.
- Heesen, Bernd (2019):** *Unternehmensbewertung - Beteiligungsmanagement und Bewertung für Praktiker*, 3. Aufl., Wiesbaden, 2019.
- Heidecke, Björn/ Schmidtke, Richard/ Wilmanns, Jobst (2017):** *Funktionsverlagerung und Verrechnungspreise - Rechtsgrundlagen, Bewertungen, Praxistipps*, Wiesbaden, 2017.
- Heinrichs, Matthias (2019):** *Going Concern Opinion, Managementkompetenz und Insolvenzwahrscheinlichkeit: Eine empirische Analyse*, Diss., Berlin, 2019.
- Heinz, Carsten/ Sand, Andreas (2018):** *Leitbild des sanierten Unternehmens: Quantitative und qualitative Aspekte unter Berücksichtigung von Steuern*, in: Knecht Thomas C./ Hommel, Ulrich/ Wohlenberg, Holger (Hrsg.), *Handbuch Unternehmensrestrukturierung*, S. 397 - 424, Wiesbaden, 2018.
- Heisenberg, Werner (1927):** *Über den anschaulichen Inhalt der quantentheoretischen Kinematik und Mechanik*, in: *Zeitschrift für Physik*, Band 43, S. 172 - 198, Berlin, Heidelberg, 1927.

- Heller, Boris (2009):** *Die virtuelle Gläubigerversammlung - ein netzwerkanalytisches und sozialpsychologisches Modell der Entscheidung über den Insolvenzplan*, Diss., Essen, 2009.
- Helms, Nils (2020):** *Der außergerichtliche Debt-Equity-Swap - Empirische Analyse der Anreizfaktoren der einzelnen Akteure zur Beteiligung am Debt- Equity-Swap*, in: *Die Unternehmung*, 74. Jg., 1/2020, S. 82 - 106, Mannheim, 2020.
- Henselmann, Klaus (2019):** *Geschichte der Unternehmensbewertung*, in: Peemöller, Volker (Hrsg.), *Praxishandbuch der Unternehmensbewertung: Grundlagen und Methoden, Bewertungsverfahren, Besonderheiten bei der Bewertung*, 7. Aufl., S. 95 - 130, Herne, 2019.
- Henselmann, Klaus/ Kniest, Wolfgang (2015):** *Unternehmensbewertung*, 5. Aufl., Herne, 2015.
- Hering, Thomas (2014):** *Unternehmensbewertung*, 3. Aufl., München, 2014.
- Hermanns, Julia (2006):** *Optimale Kapitalstruktur und Market Timing: Empirische Analyse börsennotierter deutscher Unternehmen*, Diss., Wuppertal, 2006.
- Hermanns, Michael (2018):** *Fortbestehensprognose*, in: *ZInsO - Zeitschrift für das gesamte Insolvenzrecht*, Band 21, Heft 7, S. 362 - 370, Köln, 2018.
- Hernandez, Victor (2019):** *Investment in startups under a Real Options approach*, Aberdeen, 2019.
- Hettich, Christof/ Kreide, Raoul/ Crone, Andreas (2014):** *Finanzwirtschaftliche Sanierungsmaßnahmen*, in: Crone, Andreas/ Werner, Henning (Hrsg.), *Modernes Sanierungsmanagement: Sanierungskonzepte, Finanzinstrumente, Insolvenzverfahren, Haftungsrisiken, Arbeitsrecht und Verhandlungsführung*, S. 130 - 202, 4. Aufl., München, 2014.
- Heupel, Thomas/ Lange, Victoria (2019):** *Wird der Controller zum Data Scientist? Herausforderungen und Chancen in Zeiten von Big Data, Predictive Analytics und Echtzeitverfügbarkeit*, in: Hermeier, Burghard/ Heupel, Thomas/ Fichtner-Rosada, Sabine (Hrsg.), *Arbeitswelten der Zukunft*, S. 201 - 222, Wiesbaden, 2019.
- Hiesserich, Jan/ Weidenfeld, Ursula (2015):** *Der CEO im Fokus - Lernen von den Besten für den richtigen Umgang mit der Öffentlichkeit*, Frankfurt a.M., 2015.
- Hildebrandt, Heiko (2012):** *Integration des Realoptionsansatzes in die risikoadjustierte Investitionsbewertung bei Nichtfinanzunternehmen*, Diss., Eichstätt-Ingolstadt, 2012.
- Hilpisch, Yves (2006):** *Option Based Management*, Wiesbaden, 2006.
- Hirte, Heribert (2008):** *IFRS und Insolvenzrecht*, in: *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, Band 37, Heft 2, S. 284 - 293, Berlin, 2008.
- Hockmann, Heinz/ Thießen, F. (2020):** *Grundlagen des Investmentbanking: Grundbegriffe - Beratung - Finanzierung*, Stuttgart, 2020.

- Hoffmann, Heidi (2015):** *Krisenmanagement in Wirtschaftsunternehmen - Eine empirische Untersuchung zur Übertragbarkeit der Erkenntnisse der High-Reliability-Forschung*, Diss., Berlin, 2015.
- Hoffmann, Wolf (2011):** *Turnaround Equity - Erfolgsfaktoren im Transaktionsprozess bei Turnaround-Investitionen in Deutschland*, Diss., Dortmund, 2011.
- Hohberger, Stefan (2019):** *Kombinierte Sanierungsarten*, in: Hohberger, Stefan/ Damlachi, Hellmut (Hrsg.), *Praxishandbuch Sanierung im Mittelstand*, S. 110-112, Wiesbaden, 2019.
- Hohberger, Stefan/ Damlachi, Hellmut (2019a):** *Die Unternehmenskrise: Arten, Ursachen, Stadien und Analyse*, in: Hohberger, Stefan/ Damlachi, Hellmut (Hrsg.), *Praxishandbuch Sanierung im Mittelstand*, S. 33 - 82, Wiesbaden, 2019.
- Hohberger, Stefan/ Damlachi, Hellmut (2019b):** *Gutachten für Insolvenz und Sanierung*, in: Hohberger, Stefan/ Damlachi, Hellmut (Hrsg.), *Praxishandbuch Sanierung im Mittelstand*, S. 829 - 998, Wiesbaden, 2019.
- Hohberger, Stefan/ Damlachi, Hellmut (2019c):** *Unternehmenssanierung - Der Weg von der Krise zum Erfolg*, in: Hohberger, Stefan/ Damlachi, Hellmut (Hrsg.), *Praxishandbuch Sanierung im Mittelstand*, S. 1 - 31, Wiesbaden, 2019.
- Hohberger, Stefan/ Damlachi, Hellmut/ Wächter, Valerie/ Hermanns, Michael/ Stoesser, Klaus, Susanne Gessert et al. (2019):** *Sanierungs- und Restrukturierungsmaßnahmen*, in: Hohberger, Stefan/ Damlachi, Hellmut (Hrsg.), *Praxishandbuch Sanierung im Mittelstand*, S. 121 - 406, Wiesbaden, 2019.
- Hohberger, Stefan/ Pecher, Stefan/ Heidrich, Martin/ Damlachi, Hellmut (2019):** *Operatives Sanierungsmanagement*, in: Hohberger, Stefan/ Damlachi, Hellmut (Hrsg.), *Praxishandbuch Sanierung im Mittelstand*, S. 999 - 1155, Wiesbaden, 2019.
- Hölscher, Luise/ Nestler, Anke/ Otto, Ralf (2007):** *Handbuch financial due diligence: professionelle Analyse deutscher Unternehmen bei Unternehmenskäufen*, Weinheim, 2007.
- Hölscher, Reinhold/ Helms, Nils (2013):** *Konvergenz von APV- und WACC-Verfahren unter Auflösung des Zirkularitätsproblems*, in: *WiSt - Wirtschaftswissenschaftliches Studium*, Heft 4, Jahrgang 42 (2013), S. 231 - 237, München, Frankfurt a.M., 2013.
- Hölscher, Reinhold/ Helms, Nils (2017):** *Die Abbildung unternehmerischer Risiken im Unternehmensbewertungskalkül*, in: Schöning, Stephan/ Göğüş, Handan Sümer/ Pernsteiner, Helmut (Hrsg.), *Risikomanagement in Unternehmen*, S. 205 - 230, Wiesbaden, 2017.
- Holtkötter, Dieter (2013):** *Zukunftsprognosen in Krisenfällen*, in: *Bankinformation*, Heft 02/2013, S 74 - 77, Wiesbaden, 2013.
- Holzhauser, Lena (2015):** *Strategische Kundenanalyse in mittelgroßen Familienunternehmen*, Diss., Wiesbaden, 2015.
- Homburg, Carsten/ Lorenz, Michael/ Sievers, Sönke (2011):** *Unternehmensbewertung in Deutschland: Verfahren, Finanzplanung und Kapitalkostenermittlung*, in: *Controlling & Management*, Nr. 55 (2), 4-2011, S. 119 - 130, Wiesbaden, 2011.

- Hommel, Michael/ Dehmel, Inga (2013):** *Unternehmensbewertung case by case*, 7. Aufl., Frankfurt a.M., 2013.
- Hommel, U./ Lehmann, H. (2001):** *Einsatzmöglichkeiten des Realloptionsansatzes in der New Economy aus Controlling-Sicht*, in: Controlling - Zeitschrift für erfolgsorientierte Unternehmenssteuerung, Jahrgang 13 (2001), Heft 1, S 15 - 22, München, 2001.
- Hommel, Ulrich (1999):** *Der Realloptionsansatz: Das neue Standardverfahren der Investitionsrechnung*, in M&A REVIEW, 1/1999, S. 22 - 29, Pullach, 1999.
- Hommel, Ulrich / Pritsch, Gunnar (1999):** *Marktorientierte Investitionsbewertung mit dem Realloptionsansatz: Ein Implementierungsleitfaden für die Praxis*, in: Finanzmarkt und Portfolio Management, 13. Jhrg., Nr. 2, S. 121 - 144, Wiesbaden, 1999.
- Hommel, Ulrich/ Piper, Max/ Schneider, Hilmar (2018):** *Begleitende Eigentümer-Gläubiger-Konflikte und alternative Restrukturierungsinstrumente*, in: Knecht T.C./ Hommel U./ Wohlenberg, H. (Hrsg.), Handbuch Unternehmensrestrukturierung, S. 1251 - 1270, Wiesbaden, 2018.
- Horsch, Andreas/ Kaltoven, Daniel (2019):** *Das Konzept der Wertorientierung in der Kreditwirtschaft*, in: Horsch, Andreas/ Kaltoven, Daniel (Hrsg.), Wertorientierte Banksteuerung, S. 1 - 36, 3. Aufl., Wiesbaden, 2019.
- Hose, Christian (2019):** *Risikomanagement*, in Jäger, Clemens/ Heupel, Thomas (Hrsg.), Management Basics, S. 263 - 294, Wiesbaden, 2019.
- Huber, Steffen/ Rinnert, Axel (2019):** *Rechtsformen und Rechtsformwahl*, 2. Aufl., Wiesbaden, 2019.
- Hull, John (2016):** *Risikomanagement: Banken, Versicherungen und andere Finanzinstitutionen*, 4. Aufl., München, 2016.
- Hull, John, C. (2019):** *Optionen, Futures und andere Derivate*, 10. Aufl., London, 2019.
- Hundt, Matthias (2015):** *Investitionsplanung unter unsicheren Einflussgrößen - Thermische Kraftwerke als Realloptionen*, Diss., Stuttgart, 2015.
- Hungenberg, Harald / Wulf, Thorsten / Stellmaszek, Felix (2005):** *Einsatzfelder und Operationalisierung der Realloptionstheorie*, Nürnberg, 2005.
- Hübscher, Marc/ Ehrhart, Stella (2021):** *Relief from Royalty*, in Heidecke, Björn/ Hübscher, Marc/ Schmidtke, Richard/ Schmitt, Martin (Hrsg.), Intangibles in the World of Transfer Pricing, S. 283 - 298, Wiesbaden, 2021.
- Hüper, Steffen (2019):** *CAPM und Tax-CAPM im Mehrperiodenfall*, Diss., Berlin, 2019.
- Hürlimann, Christian (2019):** *Valuation of Renewable Energy Investments: Practices among German and Swiss Investment Professionals*, Diss., Zürich, 2019.
- Hüthmair, Johann (2020):** *Restart - Entschuldung und Turnaround im Schutz der Insolvenzordnung*, 2. Aufl., Norderstedt, 2020.

- Hüttche, Tobias/ Schmid, Fabian (2020):** *Update Unternehmensbewertung 2020 - Aktuelles aus Lehre, Praxis und Rechtsprechung zur Unternehmensbewertung*, in: Expert Focus, Vol. 94, Heft 6-7/2020, S. 366 - 375, Zürich, 2020.
- Hüttche, Tobias/ Schmid, Tobias (2023):** *Besonderheiten bei der Bewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU)*, in: Peemöller, Volker (Hrsg.), *Praxishandbuch der Unternehmensbewertung*, 8. Aufl., S. 1171 - 1196, Herne, 2023.
- Hutzschenreuter, Thomas (2009):** *Allgemeine Betriebswirtschaftslehre - Grundlagen mit zahlreichen Praxisbeispielen*, 3. Aufl., Wiesbaden, 2009.
- IDW (2008):** *IDW Standard 1 - Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen*, Düsseldorf, 2008.
- IDW (2014):** *Besonderheiten bei der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts kleiner und mittelgroßer Unternehmen*, IDW Praxishinweis 1/2014, 2014.
- IDW (2019):** *WP Handbuch 2019*, 16. Aufl., Düsseldorf, 2019.
- IDW S1 (2016):** *IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S1)*, Düsseldorf, 2016.
- IDW S5 (2015):** *IDW Standard: Grundsätze zur Bewertung immaterieller Vermögenswerte (IDW S5)*, Düsseldorf, 2015.
- IDW S6 (2018):** *IDW Standard: Anforderungen an die Erstellung von Sanierungskonzepten (IDW S6)*, Düsseldorf, 2018.
- IDW S11 (2022):** *Entwurf einer Neufassung eines IDW Standards: Beurteilung des Vorliegens von Insolvenzeröffnungsgründen (IDW ES 11 n.F.)*, Düsseldorf, 2022.
- Ihlau, Susan/ Duscha, Hendrick (2019):** *Besonderheiten bei der Bewertung von KMU*, 2. Aufl., Wiesbaden, 2019.
- Imgrund, Markus (2009):** *Der Unternehmer in der Insolvenz - Eine empirische Analyse des Fortführungs- und Sanierungsprozesses insolventer Klein- und Mittelunternehmen*, in: *ZfKE - Zeitschrift für KMU und Entrepreneurship*, Bd. 57, Heft 3 - 4, S. 159 - 185, St. Pölten, 2009.
- Imgrund, Markus (2018):** *Wege aus der Insolvenz - Eine Analyse der Fortführung und Sanierung insolventer Klein- und Mittelbetriebe unter besonderer Berücksichtigung des Konfigurationsansatzes*, Diss., Frankfurt a.M., 2018.
- Ingersoll, Jonathan E. Jr./ Ross, Stephen A. (1992):** *Waiting to Invest: Investment and Uncertainty*, in: *Journal of Business*, Vol. 65, Nr. 1, Januar 1992, S. 1 - 29, Chicago.
- Iselborn, Michael (2017):** *Bilanzierung und Berichterstattung für Liquiditätsrisiken: Grundsätze der Berücksichtigung von Liquiditätsrisiken nach HGB/IFRS*, Diss., Mannheim, 2017.
- Jäggi, Christian (2018):** *Wirtschaftsordnung und Ethik*, Wiesbaden, 2018.
- Janssen, Christoph (2019):** *Berichtstermin*, in: *Münchener Kommentar zur Insolvenzordnung*, InsO, Band 2: §§ 80 - 216, Insolvenzordnung, 4. Aufl., München, 2019.

- Jaschinski, Sigfried (2009):** *Finanzmarktkrise: Liquiditäts- und Vertrauenskrise*, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 18 vom 15.09.2009, Frankfurt am Main, 2009.
- Jaspers, Philipp (2019):** *Umwandlung und Sanierung*, in: Knops, Kai-Oliver/ Bamberger, Heinz Georg/ Lieser, Jens (Hrsg.), *Recht der Sanierungsfinanzierung*, 2. Aufl., S. 277 - 321, Wiesbaden, 2019.
- Jensen, Michael/ Meckling, William (1976):** *Theory of the firm - Managerial behavior, agency costs, and ownership structure*, in: *Journal of Financial Economics*, Band 3, Nr. 4, S. 305 - 360, Cambridge, Massachusetts, 1976.
- Johnson, Gerry/ Whittington, Richard/ Scholes, Kevan/ Angwin, Duncan (2018):** *Strategisches Management: Eine Einführung*, 11. Aufl., München, 2018.
- Jordan, Jennifer (2004):** *Behavioral Finance und Werbung für Investmentfonds: Beeinflussung der Risiko-Rendite-Wahrnehmung privater Anleger*, Diss, Frankfurt a.M., 2004.
- Jossé, Germann/ Ziegelmeier, Ann-Christin (2013):** *Ein Instrument zur Krisenerkennung für den mittelständischen Einzelhandel*, in: *Controller-Magazin*, Vol. 38.2013, 5, S. 80 - 87, Freiburg im Breisgau, 2013.
- Jung, Burkhard/ Wienberg, Rüdiger (2011):** *ESUG: grundlegende Verbesserung der Insolvenzordnung für Gläubiger*, in: *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen*, 12 vom 15.06.2011, S. 610 - 613, Frankfurt am Main, 2011.
- Kabst, Rüdiger/ Thost, Wolfgang/ Isidor, Rodrigo (2009):** *Vorteil Interim Management*, in: *Personal*, Heft 02/2009, S. 20 - 22.
- Kahneman, Daniel (2011):** *Thinking, Fast and Slow*, New York, 2011.
- Kahneman, Daniel (2016):** *Thinking, fast and slow*, 16 Aufl., London, 2016.
- Kaluza, Bernd/ Blecker, Thorsten (2005):** *Flexibilität - State of the Art und Entwicklungstrends*, in: Kaluza, Bernd/ Blecker, Thorsten (Hrsg.), *Erfolgsfaktor Flexibilität - Strategien und Konzepte für wandlungsfähige Unternehmen*, S. 1 - 28, Berlin, 2005.
- Kaluza, Bernd/ Dullnig, Herwig/ Malle, Franz (2003):** *Principal-Agent-Probleme in der Supply Chain - Problemanalyse und Diskussion von Lösungsvorschlägen*, *Diskussionsbeiträge des Instituts für Wirtschaftswissenschaften der Universität Klagenfurt*, Vol. 2003/03, Klagenfurt, 2003.
- Kant, Immanuel (1983):** *Grundlegung zur Metaphysik der Sitten*, in: Weischedel, Wilhelm (Hrsg.), *Werke in sechs Bänden*, Band IV, S. 9 - 102, Darmstadt, 1983.
- Kasperski, Hans Joachim (2006):** *Ursache von Insolvenzen - Gründe für Unternehmensinsolvenzen aus der Sicht von Insolvenzverwaltern*, in: *Wirtschaft Konkret* Nr. 414, Mannheim, 2006.
- Kassing, Uwe (2010):** *Mediation in der Unternehmenskrise*, in: *Zeitschrift für Konfliktmanagement*, 04/2010, S. 116 - 119, 2010.
- Kater, Ulrich (2011):** *Vertrauen im Finanzsektor - ein besonderer Rohstoff*, in: Sonntag, Karl Heinz (Hrsg.), *Vertrauen*, S. 96 - 105, Heidelberg, 2011.

- Keeley, Robert H./ Punjabi, Sanjeev/ Turki, Lassaad (1996):** Valuation of Early-Stage Ventures: Option Valuation Models vs. Traditional Approaches, in: Journal of Entrepreneurial and Small Business Finance, Nr. 5, S. 115 - 138, Greenwich, 1996.
- Kehrel, Uwe/ Ollmann, Mathias (2016):** *Die Integration interner und externer Einflussfaktoren in mehrdimensionalen Krisentypologien: Eine Inhaltsanalyse von Unternehmensnachrichten*, in: Die Betriebswirtschaft; Stuttgart, Bd. 76, Ausg. 2, S. 129 - 146, 2016.
- Kellner, Christian Manfred (2020):** *Einfluss des Integrated Reportings auf Urteile und Entscheidungen privater Investoren*, Diss., Essen, 2020.
- Kensinger, John (1987):** *Adding the Value of Active Management into the Capital Budgeting Equation*, in: Midland Corporate Finance Journal, Vol. 5, S. 31 - 42, Evanston, Illinois 1987.
- Kerkhof van de, Stefanie (2006):** *Krisen als Chance oder Gefahr für das Überleben von Unternehmen?*, in: Jahrbuch für Wirtschaftsgeschichte/ Economic History Yearbook Band 47: Heft 2, S. 10-18, 2006.
- Kerstien, Heinrich (2018):** *Balance Sheet (Financial) Restructuring - Wesentliche Treiber und aktuelle Stakeholderstrategien*, in: Knecht Thomas C./ Hommel, Ulrich/ Wohlenberg, Holger (Hrsg.), Handbuch Unternehmensrestrukturierung, S. 1167 - 1186, Wiesbaden, 2018.
- Kester, Carl (1984):** *Today's Options for Tomorrow's Growth*, in: Harvard Business Review, Vol. 62, Nr. 2, S. 153 - 165, Harvard, 1984.
- Klein, Johannes (2008):** *Anforderungen an Sanierungskonzepte - Analyse bestehender Anforderungen und Leitfaden zur zukünftigen Ausgestaltung von Sanierungskonzepten*, Diss., Wiesbaden, 2008.
- Kley, Karl-Ludwig (2003):** IAS im Spannungsfeld zwischen wertorientierten Kennzahlen und Kapitalmarktkommunikation, in: Controlling, Jahrgang 15 (2003), Heft 1, S. 5 - 10, München, 2003.
- Knabe, Matthias (2012):** *Die Berücksichtigung von Insolvenzrisiken in der Unternehmensbewertung*, Diss., Münster, 2012.
- Knecht Thomas C./ Hommel, Ulrich/ Wohlenberg, Holger (2018a):** *Ganzheitliche Unternehmensrestrukturierung: Transparenz- und Konzeptverständnis*, in: Knecht Thomas C./ Hommel, Ulrich/ Wohlenberg, Holger (Hrsg.), Handbuch Unternehmensrestrukturierung, S. 257 - 288, Wiesbaden, 2018.
- Knecht Thomas C./ Hommel, Ulrich/ Wohlenberg, Holger (2018b):** *Restrukturierung der betrieblichen Unternehmenskrise*, in: Knecht Thomas C./ Hommel, Ulrich/ Wohlenberg, Holger (Hrsg.), Handbuch Unternehmensrestrukturierung, S. 3 - 44, Wiesbaden, 2018.
- Knecht, Thomas/ Hölzle, Gerrit (2018):** *Zahlungsfähigkeit, Cashflow und Unternehmensqualität*, in: Knecht Thomas C./ Hommel, Ulrich/ Wohlenberg, Holger (Hrsg.), Handbuch Unternehmensrestrukturierung, S. 1475 - 1522, Wiesbaden, 2018.
- Knight, Frank H. (1921):** *Risk, Uncertainty and Profit*, Cambridge, 1921.

- Knops, Kai-Oliver/ Karabulut, Serdar, C. (2019):** *Abgrenzung zwischen betriebswirtschaftlicher und rechtlicher Krise und die Konkretisierung der Krisenstadien*, in: Knops, Kai-Oliver/ Bamberger, Heinz Georg/ Lieser, Jens (Hrsg.), *Recht der Sanierungsfinanzierung*, 2. Aufl., S. 147 - 164, Wiesbaden, 2019.
- Koch, Christian (1999):** *Optionsbasierte Unternehmensbewertung*, Diss., Koblenz, 1999.
- Koch, Ulrich (2001):** *Finanzielle Bewertung von Lizenzprodukten in der Pharmaindustrie: NPV-Modelle oder Realloptionsansatz?*, in: Hommel, Ulrich/ Scholich, Martin/ Vollrath, Robert (Hrsg.), *Realloptionen in der Unternehmenspraxis*, S. 79 - 110, Wiesbaden, 2001.
- Köhler-Ma, Christian/ Geiser, Gordon/ Stark, Jesko (2017):** *Compliance in der Unternehmenskrise*, Berlin Heidelberg, 2017.
- Köhler, Tanja (2006):** *Krisen-PR im Internet*, Wiesbaden, 2006.
- Kolb, Susanne/ Welter, Friederike (2006):** *Turnaround-Management in KMU - Krisen erkennen, bewältigen und vorsorgen*, URL: <https://www.researchgate.net/publication/273728360> (heruntergeladen am 09.08.2020).
- Korch, Stefan (2019):** *Sanierungsverantwortung von Geschäftsleitern Krisenpflichten im Lichte des Art. 19 der Restrukturierungsrichtlinie*, in: in: *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, Band 48, Heft 6, S. 1050 - 1081, Berlin, 2019.
- Kose, John (1993):** *Managing financial distress and valuing distressed securities: A survey and a research Agenda*, in: *Financial Management*, Nr. 22, S 60 - 78, Danvers, MA., 1993.
- Köth, Christopher (2020):** *Vorinsolvenzliches Sanierungsverfahren und alternative Reformmodelle*, Baden-Baden, 2020.
- Kramer, Ralph/ Peter, Frank (2014):** *Beendigung des Insolvenzverfahrens*, Wiesbaden, 2014.
- Kranebitter, Gottwald/ Maier, David (2017):** *Unternehmensbewertung für Praktiker*, Wien, 2017.
- Kranzusch, Peter/ Icks, Anette (2018):** *Die Nutzung insolvenzrechtlicher Sanierungswege durch kleine und mittlere Unternehmen: Das Beispiel der Eigenverwaltung*, in Institut für Mittelstandsforschung (IfM) Bonn (Hrsg.), *Daten und Fakten*, No. 19, URL: <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/177376/1/1017845344.pdf> (heruntergeladen am 14.08.2020).
- Kraus, Sascha/ Clauß, Thomas/ Breier, Matthias (2020):** *Krisenbewältigung in Familienunternehmen*, in: *FuS - Zeitschrift für Familienunternehmen und Strategie*, Heft 3/2020 S. 80 - 85, 2020.
- Krause, Nils (2016):** *Debt-Equity-Swaps*, in: Bauer, Christoph/ Düsterlho, Jens-Eric von (Hrsg.), *Distressed Mergers & Acquisitions: Kauf und Verkauf von Unternehmen in der Krise*, 2. Aufl., S. 119 - 150, Wiesbaden, 2016.

- Krehl, Harald/ Drießen, Felix/ Sonius, David (2018):** *Automatisierung und Digitalisierung von Marktdaten zur qualitativen Analyse im Ratingprozess*, in: CORPORATE FINANCE, Heft 07-08 vom 30.07.2018, S. 202 - 210, Düsseldorf, 2018.
- Kreitschmann, Daniel/ Tiller, Helge/ Carstensen, Björn (2012):** *Compliance in der Finanzierung und im Controlling*, in: Heybrock, Hasso (Hrsg.), Praxisratgeber Compliance - Compliance Managementsysteme in Funktionsbereichen des Unternehmens, München, 2012.
- Kremser, Christian (2014):** *Adam Smith und die Bankenregulierung - Ein Widerspruch zu einer sonst liberalen Wirtschaftspolitik?*, in: Zeitschrift für Wirtschaftspolitik, Heft 03/2014, Berlin, S. 293 - 326, 2014.
- Kreyer, Felix (2009):** *Strategieorientierte Restwertbestimmung in der Unternehmensbewertung - Eine Untersuchung des langfristigen Rentabilitätsverlaufs europäischer Unternehmen*, Diss., Berlin, 2009.
- Kristensen, Henrik/ Gärling, Tommy (1997):** *The Effects of Anchor Points and Reference Points on Negotiation Process and Outcome*, in: Organizational behavior and human decision processes, Vol.71, Heft 1, S. 85 - 94, Amsterdam, 1997.
- Krüger, Stefan (2020):** *Referentenentwurf des Sanierungsrechtsfortentwicklungsgesetzes*, in: Finanzierung-Leasing-Factoring, Heft 6/2020, S. 292 - 298, Frankfurt a. M., 2020.
- Kruppe Carsten (2018):** *Schnelle Erkenntnisse durch Multiplikator-Verfahren*, in: Dimler, Nick/ Peter, Joachim/ Karcher, Boris (Hrsg.), Unternehmensfinanzierung im Mittelstand, S. 147 – 158, Wiesbaden, 2018.
- Kruschwitz, Lutz/ Husmann, Sven (2012):** *Finanzierung und Investition*, 7. Aufl. München, 2012.
- Kruschwitz, Lutz/ Lodowicks, Arnd/ Löffler, Andreas (2005):** *Zur Bewertung insolvenzbedrohter Unternehmen*, in: DBW Die Betriebswirtschaft, Heft 3/05, S. 221 – 236, Stuttgart, 2005.
- Kruschwitz, Lutz/ Löffler, Andreas (1998):** *Unendliche Probleme bei der Unternehmensbewertung*, in: DER BETRIEB, 1998(21), S. 1041 – 1043, Düsseldorf, 1998.
- Krüsmann, Elmar (2017):** *Abwicklung des Sanierungserlasses durch den Großen Senat des BFH*, in: ZinsO – Zeitschrift für das gesamte Insolvenzrecht, Band 20, Heft 11, S. 522 – 528, Köln, 2017.
- Krystek, Ulrich (1987):** *Unternehmenskrisen – Beschreibung, Vermeidung und Bewältigung überlebenskritischer Prozesse in Unternehmungen*, Wiesbaden, 1987.
- Krystek, Ulrich (2002):** *Unternehmenskrisen – Vermeidung und Bewältigung*, in: Pastors, Peter (Hrsg.), In Risiken des Unternehmens, vorbeugen und meistern, S. 87 – 134, München, 2002.
- Krystek, Ulrich/ Evertz, Derik (2020):** *Betriebswirtschaftliche Aspekte der präventiven Restrukturierung*, in: DER BETRIEB, Heft 45 vom 09.11.2020, Seite 2361 – 2368, Düsseldorf, 2020.

- Krystek, Ulrich/ Klein, Johannes (2010):** *Erstellung von Sanierungskonzepten (Teil I): Kritische Würdigung bestehender Standards, speziell IDW S 6*, in: DER BETRIEB, Heft 33 vom 20.08.2010, S. 1769 – 1775, Düsseldorf, 2010.
- Krystek, Ulrich/ Lentz, Mischa (2014):** *Unternehmenskrisen: Beschreibung, Ursachen, Verlauf und Wirkungen überlebenskritischer Prozesse in Unternehmen*, in: Thießen, Ansgar (Hrsg.), Handbuch Krisenmanagement, 2. Aufl., Wiesbaden, S 31-53.
- Kühl, Stefan (2020):** *Unternehmerisches Ermessen in der Insolvenz*, Diss., Hamburg, 2020.
- Kühn, Michael (2020):** *Krisenerfahrungen und Erfahrungskrisen von Führungskräften – Perspektiven und Potenziale einer strukturhermeneutischen Betrachtung*, Diss., Mainz, 2020.
- Kuhner, Christoph/ Maltry, Helmut (2006):** *Unternehmensbewertung*, 1. Aufl., Berlin, Heidelberg, 2006
- Kuhner, Christoph/ Maltry, Helmut (2013):** *Der Restwert (Terminal Value) in der Unternehmensbewertung*, in: Petersen, Karl/ Zwirner, Christian/ Brösel, Gerrit (Hrsg.), Handbuch Unternehmensbewertung, S. 747 – 762, Köln, 2013.
- Kuhner, Christoph/ Maltry, Helmut (2017):** *Unternehmensbewertung*, 2. Aufl., Berlin, Heidelberg, 2017
- Kuhnert, Marcus (1999):** *Finanzcontrolling im internationalen Anlagengeschäft*, Diss., Darmstadt, 1999.
- Kulatilaka, Nalin/ Kogut, Bruce (1994):** *Operating Flexibility, Global Manufacturing and the Option Value of a Multinational Network*, in: Management Science, Vol. 40, (Nr. 1), S. 123 – 139, Boston, 1994.
- Kulatilaka, Nalin/ Trigeorgis, Lenos (1994):** *The General Flexibility to Switch: Real Options Revisited*, in: The international Journal of Finance, Vol. 6., Nr. 2., S. 778 – 798, 1994.
- Külting, Karlheinz (2012):** *Das Phänomen der Buchwert-Marktwert-Lücke*, in: DER BETRIEB, Heft 35 vom 31.08.2012, S. 1937 – 1946, Düsseldorf, 2012.
- Kupfer, Stefan (2019):** *Investition in Innovation – Dynamische Investitionsstrategien bei technologischem Fortschritt und unter Unsicherheit*, Diss., Magdeburg, 2019.
- Kuttner, Michael/ Mayr, Stefan/ Mitter, Christine (2019):** *Von der Unternehmenskrise mittels Innovation zum Wettbewerbsvorteil*, in: Linard, Nadig (Hrsg.), CARF Luzern 2019 – Controlling. Accounting. Risiko. Finanzen. S. 69 – 75, Rotkreuz, 2019.
- Lahmann, Alexander/ Schreiter, Maximilian/ Schwetzler, Bernhard (2018):** *Der Einfluss von Insolvenz, Kapitalstruktur und Fremdkapitalfälligkeit auf den Unternehmenswert*, Wiesbaden, 2018.
- Lähn, Marcel (2013):** *Hedge Fonds, Banken und Finanzkrisen: Die Bedeutung außerbilanzieller Leverage-Effekte durch Finanzderivate für das Risikomanagement von Finanzinstituten und das systemische Risiko des globalen Finanzsystems*, Diss., Berlin, 2013.

- Lambrecht, Martin (2010):** „*Sie können nicht einmal Bilanzen lesen*“ – Zur Bestellung von *Juristen als Insolvenzverwalter*, in: Deutsche Zeitschrift für Wirtschafts- und Insolvenzrecht (DZWIR), Jahrgang 2010, Heft 1, S. 22 – 28, Saarbrücken, 2010.
- Lang-Koetz, Claus/ Reischl, Annika/ Fischer, Stephan/ Weber, Sabrina/ Kusch, Anina (2023):** *Ambidextres Innovationsmanagement in KMU*, Berlin, 2023.
- Lang, Simone (2017):** *Die Aussicht auf Sanierung*, Diss., Zürich, 2017.
- Lange, Ingo (2005):** *Unternehmenswert und Behavioral Finance in der Insolvenz*, Diss., Rostock, 2005.
- Langer, Nicole (2018):** *Anforderungen des Insolvenzgerichts Aachen an die Berichte und die Schlussrechnungslegung in der Eigenverwaltung*, in: ZinsO – Zeitschrift für das gesamte Insolvenzrecht, Band 21, Heft 20, S. 1138 – 1140, Köln, 2018.
- Langguth, Heike (2015):** *Kapitalmarktorientiertes Wertmanagement: Unternehmensbewertung, Unternehmenssteuerung und Berichterstattung*, München, 2015.
- Laux, Helmut (2006):** *Wertorientierte Unternehmenssteuerung und Kapitalmarkt*, Berlin, 2006.
- Laux, Helmut/ Gillenkirch, Robert/ Schenk-Mathes, Heike (2018):** *Entscheidungstheorie*, 10. Aufl., Berlin, 2018.
- Laux, Helmut/ Liermann, Felix (2005):** *Grundlagen der Organisation – Die Steuerung von Entscheidungen als Grundproblem der Betriebswirtschaftslehre*, 5. Aufl., Berlin, 2005.
- Leithaus, Rolf/ Kühne, Joachim (2018):** *Optionen im gerichtlichen Verfahren*, in: Knecht Thomas C./ Hommel, Ulrich/ Wohlenberg, Holger (Hrsg.), *Handbuch Unternehmensrestrukturierung*, S. 1799 – 1828, Wiesbaden, 2018.
- Leuner, Rolf/ Hattenbach, Jörg (2015):** *Bewertung ertragschwacher Unternehmen (Sanierung)*, in: Peemöller, Volker (Hrsg.), *Praxishandbuch der Unternehmensbewertung*, 6. Auflage, S. 1289 – 1310, Herne, 2015.
- Lewin, Kurt (1935):** *A dynamic theory of personality*, New York, 1935.
- Lichtenthäler, Ralf (2018):** *Stundung, Verzicht, Fresh Money und Bankenbeiträge*, in: Knecht Thomas C./ Hommel, Ulrich/ Wohlenberg, Holger (Hrsg.), *Handbuch Unternehmensrestrukturierung*, S. 1435 – 1453, Wiesbaden, 2018.
- Liebig, Max (2010):** *Reaktivierungsmanagement von Not leidenden Unternehmen*, Diss., Valendar, 2010.
- Liebler, Hans/ Seffer, Adi (2018):** *Fusion als strukturelle Sanierungsoption*, in: Knecht Thomas C./ Hommel, Ulrich/ Wohlenberg, Holger (Hrsg.), *Handbuch Unternehmensrestrukturierung*, S. 617 – 654, Wiesbaden, 2018.
- Lieser, Jens/ Jüchser, Alexander (2019):** *Sanierungswege – gerichtlich und außergerichtlich*, in: Knops, Kai-Oliver/ Bamberger, Heinz Georg/ Lieser, Jens (Hrsg.), *Recht der Sanierungsfinanzierung*, 2. Aufl., S. 165 – 178, Wiesbaden, 2019.

- Lingel, Marcus (2020):** *Gesellschaftlicher Auftrag, Mittelständlern zu helfen*, in: *Unternehmeredition*, Heft 02/2020, S. 22 – 23, München, 2020.
- Lingnau, Volker/ Beham, Florian (2018):** *Das erwerbswirtschaftliche Prinzip neu definiert – Wertschöpfung als Alternative zur traditionellen Gewinn bzw. Shareholder Value-Orientierung*, in: Ulrich, Patrick, Baltzer, Björn (Hrsg.), *Wertschöpfung in der Betriebswirtschaftslehre – Festschrift für Wolfgang Becker zum 65. Geburtstag*, S. 577 – 592, Wiesbaden, 2008.
- Lintemeier, Klaus (2014):** *Unternehmenskrisen und Stakeholder-Beziehungen*, in: Thießen, Ansgar (Hrsg.), *Handbuch Krisenmanagement*. 2. Aufl., S. 55 – 70, Wiesbaden, 2014.
- Littkemann, Jörn/ Derfuß, Klaus/ Reinbacher, Phillip/ Besse, Daniel (2011):** *Einsatz von Bewertungsverfahren im IT-Projektcontrolling: Eine Analyse für die Finanzdienstleistungsbranche*, in: *Zeitschrift für Controlling & Management*, Nr. 4, S. 252 – 261, Wiesbaden, 2011.
- Locker, Alwin/ Grosse-Ruyken, Pan Theo (2019):** *Working Capital Management*, 3. Aufl., Wiesbaden, 2019.
- Loderer, Claudio/ Jörg, Petra/ Pichler, Karl/ Zraggen, Pius (2010):** *Handbuch der Bewertung Praktische Methoden und Modelle zur Bewertung von Projekten, Unternehmen und Strategien, Band 2: Unternehmen*, 5. Aufl., Zürich, 2010.
- Lodowick, Arnd (2008):** *Riskantes Fremdkapital in der Unternehmensbewertung*, Diss. Berlin, 2008.
- Loof, Franziska (2009):** *Die Vergütung des Sonderinsolvenzverwalters*, in: *Deutsche Zeitschrift für Wirtschafts- und Insolvenzrecht (DZWIR)*, Jahrgang 2009, Heft 1, S. 14 – 19, Saarbrücken, 2009.
- Lorenz, Michael (2009):** *Unternehmensbewertungsverfahren: Theoretische Verbesserungen, empirische Evidenz und Strategieimplikationen*, Diss., Köln, 2009.
- Losbichler, Heimo (2015):** *Grundlagen der finanziellen Unternehmensführung, Band III: Band III: Cashflow, Investition und Finanzierung*, Wien, 2015.
- Löser, Arne (2019):** *Sanierungsfinanzierung – Finanzwirtschaftliche Sanierung einschließlich ESUG*, in: Knops, Kai-Oliver/ Bamberger, Heinz Georg/ Lieser, Jens (Hrsg.), *Recht der Sanierungsfinanzierung*, 2. Aufl., S. 43 – 78, Wiesbaden, 2019.
- Loy, Thomas (2015):** *Szenarioanalyse und Jahresabschlusssimulation im Controlling zur proaktiven Vermeidung von Unternehmenskrisen*, in: *DER BETRIEB*, Heft 50 vom 11.12.2015, S. 2885 – 2892, Düsseldorf, 2015.
- Luehrman, Timothy (1998a):** *Investment Opportunities as Real Options: Getting Stated with the Numbers*, in: *Harvard Business Review*, Vol. 76, Nr. 4, S. 51 – 64, Harvard, 1998.
- Luehrman, Timothy (1998b):** *Strategy as a Portfolio of Real Options*, in: *Harvard Business Review*, Vol. 76, Nr. 5, S. 89 – 99, Harvard, 1998.
- Magee, John (1964):** *How to Use Decision Trees in Capital Investment*, in: *Harvard Business Review*, Vol. 42, Nr. 5, S. 79 – 96, Harvard, 1964.

- Maier, David (2017):** *Discounted-Cashflow-Verfahren*, in Kranebitter, Gottwald/ Maier, David (Hrsg.), Unternehmensbewertung für Praktiker, Wien, 2017.
- Majd, Saman/ Pindyck, Robert (1987):** *Time to Build, Option Value, and Investment Decisions*, in: Journal of Financial Economics, Vol. 18, (No. 1), S. 7 - 27, London, 1987.
- Mandl, Gerwald/ Rabel, Klaus (1997):** *Unternehmensbewertung - Eine praxisorientierte Einführung*, Wien, 1997.
- Mandl, Gerwald/ Rabel, Klaus (2019):** *Methoden der Unternehmensbewertung*, in: Peemöller, Volker (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, S. 51 - 94, 7. Aufl., Herne, 2019.
- Margrabe, William (1978):** *The Value of an Option to Exchange One Asset for Another*, in: The Journal of Finance, 1978, Vol. 33, Nr. 1, S. 177 - 186, Hoboken, 1978.
- Markowitz, Harry (1952):** *Portfolio Selection*, in: The Journal of Finance, S. 77 - 91, Hoboken, 1952.
- Martinez-Cesena, Eduardo/ Azzopardi, Brian/ Mutale, Joseph (2012):** *Assessment of domestic photovoltaic systems based on real options theory*, in: Progress in Photovoltaics - Research and Applications, Vol. 21, S. 250 - 262, Hoboken, 2012.
- Mast, Claudia/ Stehle, Helena (2016):** *Energieprojekte im öffentlichen Diskurs - Erwartungen und Themeninteressen der Bevölkerung*, Wiesbaden, 2016.
- Matschke, Manfred (1969):** *Der Kompromiß als betriebswirtschaftliches Problem bei der Preisfestsetzung eines Gutachters im Rahmen der Unternehmensbewertung*, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 21. Jg. 1969, S. 57 - 77, Bochum, 1969.
- Matschke, Manfred (1979):** *Funktionale Unternehmensbewertung, Band II: Der Arbitriumwert der Unternehmung*, Wiesbaden, 1979.
- Matschke, Manfred/ Brösel, Gerrit (2013):** *Unternehmensbewertung*, Wiesbaden, 4. Aufl., Wiesbaden, 2013.
- Matschke, Manfred/ Brösel, Gerrit (2014):** *Funktionale Unternehmensbewertung: Eine Einführung*, Wiesbaden, 2014.
- Matschke, Xenia (2009):** *Funktionale Unternehmensbewertung im Lichte der Vertragstheorie*, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, Heft 4/2009, S. 388 - 403, Herne, 2009.
- Maurenbrecher, Patrick S. (2008):** *Sanierung mittelständischer Unternehmungen durch Private Equity-Gesellschaften*, München, 2008.
- Mayr, Alexandra (2017):** *Der Beitrag von Interim Management zum Unternehmenserfolg*, Wiesbaden, 2017.
- Mayr, Stefan (2015):** *Die außergerichtliche Sanierung in der Unternehmenspraxis - Abschlussbericht einer empirischen Erhebung in Österreich*, Berlin, 2015.

- Mayr, Stefan (2018):** *Die außergerichtliche Unternehmenssanierung aus betriebswirtschaftlicher Sicht: Unter besonderer Berücksichtigung von KMU*, Habilitationsschrift, Wiesbaden, 2018.
- Mcafee, Preston/ Mialon, Hugo/ Mialon, Sue (2010):** *DO SUNK COSTS MATTER?*, in: *Economic Inquiry*, Vol. 48, No. 2, April 2010, S. 323 - 336, Fountain Valley, 2010.
- McDonald, Robert (2013):** *Derivatives Markets*, 3. Aufl., Hoboken, 2013.
- McDonald, Robert/ Siegel, Daniel (1985):** *Investment and the Valuation of Firms when there is an Option to Shut Down*, in: *International Economic Review*, Vol. 26, Nr. 2, S. 331 - 349, London, 1985.
- McDonald, Robert/ Siegel, Daniel (1986):** *The value of waiting to invest*, in: *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 101(4), S. 707 - 728, Cambridge, Oxford, 1986.
- Meffert, Heribert/ Burmann, Christoph/ Kirchgeorg, Manfred (2015):** *Marketing*, Berlin, 2015.
- Meise, Florian (1998):** *Realloptionen als Investitionskalkül - Bewertung von Investitionen unter Unsicherheit*, München, 1998.
- Meitner, Matthias/ Streitferdt, Felix (2019):** *Die Bestimmung des Beta-Faktors*, in: Peemöller, Volker (Hrsg.), *Praxishandbuch der Unternehmensbewertung*, S. 521 - 588, 7. Aufl., Herne, 2019.
- Mellerowicz, Konrad (1952):** *Der Wert der Unternehmung als Ganzes*, Essen, 1952.
- Merbecks, Andreas/ Stegemann, Uwe/ Frommeyer, Jesko (2004):** *Intelligentes Risikomanagement - Das Unvorhersehbare meistern*, Frankfurt am Main, 2004.
- Merdian, Angelika (2017):** *Zur Vereinheitlichung des europäischen Prüfungsmarkts am Beispiel der Unternehmensbewertung*, Diss., Saarbrücken, 2017.
- Merk, Andreas (2011):** *Optionsbewertung in Theorie und Praxis - Theoretische und empirische Überprüfung des Black/Scholes-Modells*, Diss., Paris, 2011.
- Merten, Klaus (2014):** *Krise, Krisenmanagement und Krisenkommunikation*, in: Thießen, Ansgar (Hrsg.), *Handbuch Krisenmanagement*, 2. Aufl., S. 155 - 176, Wiesbaden, 2014.
- Mertens, Christian (2009):** *Herausforderungen für Familienunternehmen im Zeitverlauf: eine empirische Analyse am Beispiel von Nachfolge und Internationalisierung*, Diss., Erlangen-Nürnberg, 2009.
- Metheson, James/ Menke, Michael (1994):** *Using Decision Quality Principles To Balance Your R&D Portfolio*, in: *Research Technology Management*, Vol. 37, No. 3, may-June 1994, S. 38 - 43, Abingdon, Oxfordshire GB, 1994.
- Metoja, Erion (2016):** *Heranziehung von Marktpreisen zur Bestimmung von angemessenen Zuschlagshöhen bei der Vergütung des Insolvenzverwalters*, in: *Zeitschrift für das gesamte Insolvenzrecht*, Band 19, Heft 33, S. 1612 - 1618, Köln, 2016.

- Metz, Volker (2007):** *Der Kapitalisierungszinssatz bei der Unternehmensbewertung - Basiszinssatz und Risikozuschlag aus betriebswirtschaftlicher Sicht und aus Sicht der Rechtsprechung*, Diss., Mannheim, 2007.
- Meyer, Bernhard Heiko (2006):** *Stochastische Unternehmensbewertung - Der Wertbeitrag von Realoptionen*, Diss., Göttingen, 2006.
- Mintzberg, Henry (1994):** The Fall and Rise of Strategic Planning, in S. 107-114 in: Harvard Business Review, Vol. 72, Nr. 1, S. 107 - 114, Harvard, 1994.
- Minuth, Peter (2015):** *Eigenverwaltung als Sanierungsinstrument*, in: Sladek, Raik / Heffner, Andreas/ Graf Brockdorff, Christian (Hrsg.), Insolvenzrecht, 4. Aufl., S. 435 - 462, Stuttgart, 2015.
- Mock, Tobias/ Ekholm, Tuomas (2018):** *Bewertungskriterien in Ratingsystemen und Auswirkungen (negativer) Ratingveränderungen*, in: Knecht Thomas C./ Hommel, Ulrich/ Wohlenberg, Holger (Hrsg.), Handbuch Unternehmensrestrukturierung, S. 1227 - 1249, Wiesbaden, 2018.
- Mockler, Michael (2009):** *Ertragswert- und Discounted-Cashflow-Verfahren im Vergleich*, in: Schacht, Ulrich/ Fackler, Matthias (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmensbewertung, S. 235 - 254, 2. Aufl., Wiesbaden, 2009.
- Modigliani, Franco/ Miller, Merton Howard (1958):** *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, in: American Economic Review, Vol. 48, S. 261 - 297, Nashville, 1958.
- Modigliani, Franco/ Miller, Merton Howard (1961):** *Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares*, in: Journal of Business, Vol. 34, Nr. 4, Oktober 1961, S. 411 - 433, Chicago, 1961.
- Mohaupt, Jessica (2017):** *Geschäftsleiterpflichten in der Unternehmenskrise*, Münster, 2017.
- Mojzisch, Andreas/ Schulz-Hardt, Stefan (2010):** *Knowing Others' Preferences Degrades the Quality of Group Decisions*, in: Journal of Personality and Social Psychology, Heft 5, Vol.98, S. 794 - 808, Washington D.C., 2010.
- Moldenhauer, Ralf (2009):** *Beitrag des strategischen Controllings zur Krisenvermeidung und -bewältigung*, in: Riemer, Marko/ Fiege, Stefanie (Hrsg.), Perspektiven des strategischen Controllings - Festschrift für Prof. Dr. Ulrich Krystek, Wiesbaden, 2009.
- Moldenhauer, Ralf (2016):** *ESUG ist Realität geworden*, in: Unternehmeredition, Heft 03/2016, S. 48, München, 2016.
- Moldenhauer, Ralf (2017):** *Strategisches Restrukturierungskonzept*, in: Crone, Andreas/ Werner, Henning (Hrsg.), Modernes Sanierungsmanagement: Sanierungskonzepte, Finanzinstrumente, Insolvenzverfahren, Haftungsrisiken, Arbeitsrecht und Verhandlungsführung, 5. Aufl., München, S. 109-127.
- Moldenhauer, Ralf/ Herrmann, Wolfgang/ Wolf, Rüdiger/ Drescher, Frederik (2014):** *Zwei Jahre ESUG: Hype weicht Realität*, Köln, 2014.

- Möller, Niklas (2008):** *Bestimmung der Wirtschaftlichkeit wandlungsfähiger Produktionssysteme*, Diss., München, 2008.
- Mölls, Sascha (2003):** *Grenzpreisbestimmung von Unternehmensnetzwerken: Netzwerkeffekte in der Unternehmensbewertung*, Diss., Marburg, 2003.
- Mondello, Enzo (2017):** *Finance - Theorien und Anwendungen*, 2. Aufl., Wiesbaden, 2017.
- Moritz, Sebastian (2020):** *Aktive Gestaltung von Unternehmensprozessen - Was Unternehmer von der Spieltheorie lernen können*, in: *VentureCapital*, Heft 4/2020, München, S. 10, 2020.
- Morris, Michael/ Lewis, Pamela/ Sexton, Donald (1994):** *Reconceptualizing Entrepreneurship: An Input-Output Perspective*, in: *SAM advanced management journal*, Vol. 59, S. 21 - 31, New York, 1994.
- Moxter, Adolf (1983):** *Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung*, 2. Aufl., Wiesbaden, 1983.
- Muche, Thomas (2007):** *Ein stochastisches Modell zur Insolvenzprognose auf der Basis von Jahresabschlußdaten*, in: *Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis*, Heft 4/2007, S. 376 - 399, Herne, 2007.
- Mujkanovic, Robin (2020):** *Ist die Überschuldung als Eröffnungsgrund für ein Insolvenzverfahren überflüssig?*, in: *StuB - Unternehmenssteuern und Bilanzen*, Heft 16/2020, S. 632 - 637, Herne, 2020.
- Müller, David (2004):** *Realoptionsmodelle und Investitionscontrolling im Mittelstand - eine Analyse am Beispiel umweltfokussierter Investitionen*, Diss., Wiesbaden, 2004.
- Müller, David (2018):** *Investitionsrechnung und Investitionscontrolling*, 2. Aufl., Wiesbaden, 2018.
- Müller, Frank (2010):** *Private Equity in der Unternehmenskrise*, Diss., Witten/ Herdecke, 2010.
- Müller, Hans-Peter/ Sigmund, Steffen (2020):** *Max Weber Handbuch*, 2. Aufl., Wiesbaden, 2020.
- Müller, Jens (2007):** *Die Fehlbewertung durch das Stuttgarter Verfahren: eine Sensitivitätsanalyse der Werttreiber von Steuer- und Marktwerten*, arqus Discussion Paper, No. 25, Arbeitskreis Quantitative Steuerlehre, URL: <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/27056/1/527780847.PDF> (heruntergeladen am 29.09.2020).
- Müller, Rainer (1982):** *Krisenmanagement in der Unternehmung*, Frankfurt a. M., 1982.
- Müller, Rainer (1986):** *Krisenmanagement in der Unternehmung: Vorgehen, Massnahmen und Organisation*, Bern, 1986.
- Müller, Rolf (2010):** *Das neue Wertkonzept des beizulegenden Zeitwertes aus Sicht des Wirtschaftsprüfers*, in: *Controlling & Management*, Nr. 54, 3-2010, S. 46 - 53, Wiesbaden, 2010.

- Myers, Stewart (1984):** *Capital Structure Puzzle*, in: The Journal of Finance, Vol. 34 (3), S. 575 - 592, Hoboken, 1984.
- Myers, Stewart Clay (1977):** *Determinants of Corporate Borrowing*, in: Journal of Financial Economics, Vol. 5 (No. 2), S. 147 - 175, London, 1977.
- Myers, Stewart Clay/ Majd, Saman (1990):** *Abandonment Value and Project Life*, in: Advances in Futures and Options Research - a research annual, Vol. 4, S. 1 - 21, Stamford, 1990.
- Myers, Stewart/ Majd, Saman (1990):** *Abandonment Value and Project Life*, in: Fabozzi, F., Advances in Futures and Options Research, 4. Aufl., S. 1 - 21, Greenwich, 1990.
- N.N. (2004):** *The business of survival*, in: Economist, 18 December 2004, Vol. 373 (8406), S. 122 - 123, London, 2004.
- Nagel, Bernhard (2003):** *Eigentum, Delikt und Vertrag - mit einer Einführung in die ökonomische Analyse des Rechts*, 4. Aufl., München, 2003.
- Neschle, Leon (2008):** *Eine kleine Philosophie der Haus-, Seminar-, Fach-, (Fall)Studien-, Bachelor-, Master-, Diplom- und Doktorarbeit*, URL: <https://neschle.de/index.php/blog/leon-neschle-34-7-woche-2008/>
- Nestler, Anke (2019):** *Unternehmensbewertung*, in: Schalast, Christoph/ Raettig Lutz (Hrsg.), Grundlagen des M&A-Geschäftes, S. 37 - 56, Wiesbaden, 2019.
- Niering, Christoph/ Hillebrand, Christoph (2020):** *Wege durch die Unternehmenskrise*, Wiesbaden, 2020.
- Niggemann, Karl/ Simmert, Diethard (2020):** *Familiäre Unternehmensnachfolgen - wirtschaftlich und steuerlich*, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Heft 12/2020, S. 566 - 571, Frankfurt a.M., 2020.
- Nippel, Peter (1994):** *Kommentar zu Eble, S./ Völker, R.: Die Behandlung von Optionen in der betrieblichen Investitionsrechnung*, in: Die Unternehmung, 48. Jg., 2/1994, S. 149 - 152, Mannheim, 1994.
- Nippel, Peter (1996):** *Alternative Sichtweisen der Marktbewertung im CAPM*, in: Wirtschaftswissenschaftliches Studium, Heft 3, Jahrgang 25 (1996), S. 106 - 168, München, Frankfurt a.M., 1996.
- Nippel, Peter (2017):** *Was ist Unternehmensfinanzierung?*, in: WiSt - Wirtschaftswissenschaftliches Studium, Heft 11, Jahrgang 46 (2017), S. 5 - 9, München, Frankfurt a.M., 2017.
- Nippel, Peter (2020):** *Unternehmensfinanzierung in Deutschland in der Niedrigzinsphase*, in: CORPORATE FINANCE, Heft 05-06 vom 29.05.2020, S. 145 - 152, Düsseldorf, 2019.
- Noever, M./ Schaumann, K./ Schölzel, S./ Warm, S. (2020):** *Unternehmensbewertung von Start-ups - Ein qualitatives Scoring-Sheet als Alternative zu traditionellen Bewertungsverfahren*, in: DER BETRIEB, Heft 40 vom 05.10.2020, S. 2081 - 2085, Düsseldorf, 2020.

- Nohlen, Dieter/ Schultze, Rainer Olaf (2005):** *Lexikon der Politikwissenschaft - Theorien, Methoden, Begriffe*, Bd. 2, München, 2005.
- Nölle, Jens-Uwe (2009):** *Grundlagen der Unternehmensbewertung*, in: Schacht, Ulrich/ Fackler, Matthias (Hrsg.), *Praxishandbuch Unternehmensbewertung*, S. 9 - 30, 2. Aufl., Wiesbaden, 2009.
- Noosten, Dirk (2018):** *Investitionsrechnung*, Wiesbaden, 2018.
- Nuissl, Henning/ Schwarz, Anna/ Thomas, Michael (2002):** *Vertrauen - Kooperation - Netzwerkbildung: Unternehmerische Handlungsressourcen in prekären regionalen Kontexten*, Wiesbaden, 2002.
- Oberdörster, Tatjana (2009):** *Finanzberichterstattung und Prognosefehler von Finanzanalysten*, Diss., Münster, 2009.
- Obermeier, Thomas/ Gasper, Richard (2009):** *Investitionsrechnung und Unternehmensbewertung*, München, 2009.
- Obermüller, Manfred (2015):** *Das Insolvenzverfahren*, 3. Aufl., Köln, 2015.
- Olbrich, Michael (2004):** *Unternehmungsnachfolge durch Unternehmensverkauf*, Habil., Hagen, 2004
- Ossola-Haring, Claudia/ Schlageter, Andreas/ Schöning, Stephan (2016):** *11 Irrtümer über Kennzahlen*, Wiesbaden, 2016.
- Ott, Wolfgang/ Göpfert, Burkard (2015):** *Unternehmenskauf aus der Insolvenz*, Wiesbaden, 2015.
- Palepu, Krishna/ Healy, Paul/ Peek, Erik (2019):** *Business analysis & valuation: Using financial statements*, 5. Aufl., Boston, 2019.
- Pankoke, Tim/ Petersmeier, Kerstin (2009):** *Der Zinssatz in der Unternehmensbewertung*, in: Schacht, Ulrich/ Fackler, Matthias (Hrsg.), *Praxishandbuch Unternehmensbewertung*, S. 107 - 138, 2. Aufl., Wiesbaden, 2009.
- Pape, Gerhard/ Uhlenbruck, Wilhelm (2002):** *Insolvenzrecht*, München, 2002.
- Pape, Irmtraut (2019):** *Rechtsmittel*, in: Uhlenbruck, Wilhelm (Hrsg.), *Kommentar zur Insolvenzordnung*, 15. Aufl., München, 2019.
- Pape, Ulrich (2010):** *Wertorientierte Unternehmensführung*, 4. Aufl. Sternenfels, 2010.
- Parzinger, Josef/ Lappe, Johannes/ Meyer-Löwy, Bernd (2019):** *Die Prüfung der Zahlungsunfähigkeit unter besonderer Berücksichtigung prognostischer Elemente*, in: ZIP: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, Vol. 40, Nr. 45, S. 2143 - 2152, Köln, 2019.
- Pascucci, Andrea (2011):** *PDE and Martingale Methods in Option Pricing*, Wiesbaden, 2011.
- Passardi, Marc/ Rupp, Markus (2020):** *Cashflow aus Geschäftstätigkeit - Aktuelle Fragen aus Theorie und Praxis*, in: Expert Focus, Vol. 94, Heft 03/2020, S. 92 - 98, Zürich, 2020.
- Paul, Herbert/ Wollny, Volrad (2020):** *Instrumente des strategischen Managements*, 3. Aufl., Berlin, 2020.

- Paul, Thomas (2019):** *Vorinsolvenzliche Restrukturierung - mehr Risiken als Chancen für Banken*, in: Bank und Markt, Heft 3/2019, S. 123 - 124, Frankfurt a.M., 2019.
- Paulus, Christoph (2018):** *Gerichtliche und außergerichtliche Verfahrensansätze zur Unternehmensrestrukturierung*, in: Knecht Thomas C./ Hommel, Ulrich/ Wohlenberg, Holger (Hrsg.), Handbuch Unternehmensrestrukturierung, S. 89 - 114, Wiesbaden, 2018.
- Peemöller, Volker (2019):** *Anlässe der Unternehmensbewertung*, in: Peemöller, Volker (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 7. Aufl., S. 17 - 30, Herne, 2019.
- Peemöller, Volker (2019):** *Der Substanzwert der Unternehmung*, in: Peemöller, Volker: Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 7. Aufl., S. 1 - 16, Herne, 2019.
- Peemöller, Volker/ Beckmann, Christoph (2019):** *Der Realloptionsansatz*, in: Peemöller, Volker (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 7. Aufl., S. 1583 - 1614, Herne, 2019.
- Pelzer, Sascha/ Haas, Sascha (2014):** *Unternehmensbewertung auf Basis von Realoptionen*, in: CORPORATE FINANCE, Heft 05 vom 06.10.2014, S. 438 - 447, Düsseldorf, 2014.
- Pepels, Werner (2015):** *Handbuch Turnaround-Management*, 2. Aufl. Berlin, 2015.
- Perlitz, Manfred/ Peske, Thorsten/ Schrank, Randolph (1999):** *Real options valuation - the new frontier in R&D project evaluation*, in: R&D Management, Vol. 29. Nr. 3, Oxford, 1999.
- Perridon, Louis/ Steiner, Manfred/ Rathgeber, Andreas (2017):** *Finanzwirtschaft der Unternehmung*, 17. Aufl., München, 2017.
- Peyrolon, Pablo (2020):** *Wahrscheinlichkeitstheorie für Finanzen und Betriebswirtschaft*, Wiesbaden, 2020.
- Pfaffenholz, Guido/ Kranzusch, Peter (2007):** *Insolvenzplanverfahren: Sanierungsoption für mittelständische Unternehmen*, Wiesbaden, 2007.
- Pfeiffer, Andre (2014):** *Discounted Cashflow-Verfahren versus Multiplikator-Verfahren: Definitionen und Praxisbeispiele*, Hamburg, 2014.
- Pielken, Adrian (2017):** *Vertrauen zwischen Banken und Krisenunternehmen in der Sanierung: Konzeptionelle Grundlagen und Ergebnisse einer empirischen Untersuchung nach Grounded Theory aus Sicht kreditgebender Banken*, Diss., Berlin, 2017.
- Pielken, Adrian/ Krystek, Ulrich (2016):** *Unternehmenskrisen und Vertrauenskrisen - Konzeptionelle Abgrenzung, Vertrauensbrüche und Wiederherstellungsmechanismen*, in: Keuper, Frank/ Sommerlatte, Tom (Hrsg.), Vertrauensbasierte Führung, S. 117 - 141, Wiesbaden, 2013.
- Pilgram, Thomas (1999):** *Ökonomische Analyse der bundesdeutschen Insolvenzordnung*, Frankfurt am Main, 1999.
- Pillkahn, Ulf (2012):** *Innovationen zwischen Planung und Zufall*, Diss., München, 2012.
- Pindyck, Robert (1988):** *Irreversible Investment, Capacity Choice, and the Value of the Firm*, in: American Economic Review, Vol. 78, Nr. 5, S. 969 - 985, Nashville, 1988.

- Pindyck, Robert/ Rubinfeld, Daniel (2009):** *Mikroökonomie*, London, 2009.
- Pluta, Maximilian (2019):** *Distressed M&A: Win-win durch Transparenz*, in: *Unternehmerration*, Heft 04/2019, S. 48 - 49, München, 2019.
- Poertzgen, Christoph (2020):** *Haftungsvermeidung in der Unternehmenskrise*, 2. Aufl., Wiesbaden, 2020.
- Pohl, Herbert (1977):** *Krisen in Organisationen - Eine explorative Untersuchung mit Hilfe empirischer Fallstudien*, Diss., Mannheim, 1977.
- Portisch, Wolfgang (2012):** *Firmensanierungen und Insolvenzen effektiv steuern*, Köln, 2012.
- Portisch, Wolfgang (2018):** *Sanierung und Insolvenz aus Bankensicht*, 4. Aufl., Berlin, 2018.
- Postler, Eric/ Schellinger, Jochen (2017):** *Open Innovation in Krisen*, in: Tokarski, Kim Oliver/ Schellinger, Jochen/ Berchtold, Phillip (Hrsg.), *Strategische Organisation: Aktuelle Grundfragen der Organisationsgestaltung*, Wiesbaden, S. 155 - 184, 2017.
- Prenger, Reinhard (2014):** **Mythos Motivation: Wege aus einer Sackgasse**, 20. Aufl., Frankfurt am Main, 2014.
- Pritsch, Gunnar (2000):** *Realoptionen als Controlling-Instrument - Das Beispiel pharmazeutische Forschung und Entwicklung*, Diss., Koblenz, 2000.
- Pritsch, Gunnar/ Weber, Jürgen (2004):** *Die Bedeutung des Realoptionsansatzes aus Controllingsicht*, in: *Controlling & Management Review*, 1/2004, S. 72 - 85, Wiesbaden, 2004.
- Proske, Stefan/ Streit, Georg (2020):** *SanInsFoG - Fortentwicklung des Sanierungs- und Insolvenzrechts*, in: *Die Aktiengesellschaft*, 2020, Vol.65(20), S. 295 - 296, Köln, 2020.
- Puma, Jörg Ulrich (2019):** *Unternehmen erfolgreich transformieren: Erfolgsfaktoren kennen und eigene Stärken ausbauen*, Stuttgart, 2019.
- Quill, Tobias (2016):** *Interessengeleitete Unternehmensbewertung. Finanzwirtschaft, Unternehmensbewertung & Revisionswesen*, Diss., Saarbrücken, 2016.
- Rademacher, Lars/ Stürmer, Kathrin (2021):** *Stakeholderdialoge zur politischen Interessenklärung und Kommunikation von Unternehmen*, Wiesbaden, 2021.
- Rapp, David (2014):** *Zur Sanierungs- und Reorganisationsentscheidung von Kreditinstituten*, Diss., Saarland, 2014.
- Rappaport, Alfred (1986):** *Creating Shareholder Value. A Guide for Managers and Investors*, The Free Press, New York, 1986.
- Rappaport, Alfred (1999):** *Shareholder Value - Ein Handbuch für Manager und Investoren*, 2. Aufl., Stuttgart, 1999.
- Rasche, Christoph/ Schmidt-Gothan, Hanno (2018):** *Controlling und Reportingsysteme in der Unternehmensrestrukturierung*, in: Knecht Thomas C./ Hommel, Ulrich/ Wohlenberg, Holger (Hrsg.), *Handbuch Unternehmensrestrukturierung*, S. 1983 - 2008, Wiesbaden, 2018.

- Rauschenberg, Fabian (2017):** *Transparente Goodwill-Berichterstattung als Instrument der Corporate Governance*, Diss., Frankfurt a.M., 2017.
- Räuscher, Oliver/ Bizenberger, Rainer (2014):** *Erfolgreich in der Praxis angekommen*, in: Unternehmeredition, Heft 03/2014, S. 40 - 41, München, 2014.
- Reichl, Alexander (2021):** *What Is Different?: Intangibles in the Mid-Market*, in Heidecke, Björn/ Hübscher, Marc/ Schmidtke, Richard/ Schmitt, Martin (Hrsg.), *Intangibles in the World of Transfer Pricing*, S. 61 - 73, Wiesbaden, 2021.
- Reichling, Peter/ Spengler, Thomas, Vogt, Bodo (2006):** *Sicherheitsäquivalente, Wertadditivität und Risikoneutralität - Praxis Forschung State of the Art*, in: ZfB Zeitschrift für Betriebswirtschaft, S. 759 - 769, Wiesbaden, 2006.
- Reichmann, Thomas/ Kißler, Martin/ Baumöl, Ulrike (2017):** *Controlling mit Kennzahlen: Die systemgestützte Controlling-Konzeption*, 9. Aufl., München, 2017.
- Reiner, Klaus Michael (2010):** *Anforderungen der Kreditinstitute an die Sanierungsfähigkeit von Unternehmen*, in: CORPORATE FINANCE law, Heft 4 vom 28.6.2010, S. 276 - 279, Düsseldorf, 2010.
- Reinhardt, Frank/ Lambrecht, Martin (2014):** *Die Bescheinigung nach § 270b InsO als Schlüssel für das Schutzschirmverfahren*, in: Die Steuerberatung, 01.02.2014, Heft 02/2014, S. 71 - 84, Bonn, 2020.
- Reisyan, Garo D. (2013):** *Neuro-Organisationskultur - Moderne Führung orientiert an Hirn- und Emotionsforschung*, Wiesbaden, 2013.
- Richter, Frank (2019):** *Führung in Unternehmenskrisen*, in: Sackmann, Sonja (Hrsg.), *Führung und ihre Herausforderungen*, S. 127 - 156, Wiesbaden, 2019.
- Richter, Rudolf/ Furubotn, Eirik (2010):** *Neue Institutionenökonomik*, 4. Aufl., Tübingen, 2010.
- Riedl, Rene (2019):** *Management von Informatik-Projekten: Digitale Transformation erfolgreich gestalten*, 2. Aufl., Oldenburg, 2019.
- Riegel, Ralf (2019):** *Begriffsbestimmungen*, in: Knops, Kai-Oliver/ Bamberger, Heinz Georg/ Lieser, Jens (Hrsg.), *Recht der Sanierungsfinanzierung*, 2. Aufl., S. 79-96, Wiesbaden, 2019.
- Rindfleisch, Heike (2010):** *Insolvenz und Rigidität - Eine theoretische und empirische Ursachenanalyse auf Basis von Insolvenzplänen*, Diss., Berlin, 2010.
- Ringling, Wilfried (2015):** *Ermittlung des Unternehmenswertes*, in: Sinewe, Patrick (Hrsg.), *Unternehmenskauf in der Steuerpraxis*, S. 49 - 74, Wiesbaden, 2015.
- Ringling, Wilfried/ Antonakopoulos, Nicole (2018):** *Ermittlung des Unternehmenswerts*, in: Sinewe, Patrick (Hrsg.), *Unternehmenskauf in der Steuerpraxis*, S. 49 - 76, Wiesbaden, 2018.
- Rinklin, Theo Hansjörg (1960):** *Die vergleichsfähige und die konkursreife Unternehmung*, Stuttgart, 1960.

- Rinne, Horst/ Specht, Katja (2002):** *Zeitreihen - Statistische Modellierung, Schätzung und Prognose*, München, 2002.
- Ritter, Felix (2019):** *Die Abgrenzung der privaten Vermögensverwaltung von der Gewerblichkeit bei Private Equity-Fonds*, Diss., Berlin, 2019.
- Robertson Ian (2016):** *Problem Solving - Perspectives from Cognition and Neuroscience*, 2. Aufl., Milton Park, 2016.
- Robichek, Alexander/ Myers, Stewart (1966):** *Problems in the Theory of Optimal Capital Structure*, in: *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 21, No. 4, Dec. 1966, S. 727 - 730, Hoboken, 1966.
- Rockenbach, Bettina (2004):** *The Behavioral Relevance of Mental Accounting for the Pricing of Financial Options*, in: *Journal of Economic Behavior and Organization*, Vol. 53, Nr. 4, S. 513 - 527, Amsterdam, 2004.
- Rödl, Helmut/ Mohr, Benjamin (2018):** *Unternehmenskrisen in Deutschland - eine Betrachtung im Längsschnitt*, in: Knecht Thomas C./ Hommel, Ulrich/ Wohlenberg, Holger (Hrsg.), *Handbuch Unternehmensrestrukturierung*, S. 143 - 159, Wiesbaden, 2018.
- Roland Berger Strategy Consultants (2001):** *Stürmische Zeiten meistern - Erfolgreiche Restrukturierung von Unternehmen*, Berlin, 2001.
- Roland Berger Strategy Consultants (2018):** *Fünf Jahre ESUG*, <https://www.rolandberger.com/de/Insights/Publications/Fünf-Jahre-ESUG.html> (heruntergeladen am 17.09.2023).
- Römermann, Volker (2020):** *Fortentwicklung des Insolvenz- und Sanierungsrechts*, in: *Die Steuerberatung*, 01.11.2020, Heft 11/2020, S. 463 - 473, Bonn, 2020.
- Römhild, Maximilian (2009):** *Handbuch der Bewertung Praktische Methoden und Modelle zur Bewertung von Projekten, Unternehmen und Strategien*, Hohenheim, 2009.
- Ross, Stephan (1973):** *The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem*, in: *American Economic Review*, Vol. 63, Nr. 2, Mai 1973, S. 134 - 139, Nashville, 1973.
- Ross, Stephan/ Westerfield, Randolph/ Bradford, Jordan (2009):** *Fundamentals of Corporate Finance*, Manhattan, 2009.
- Roth, Jan (2018):** *Sanierungsgewinne: Finanzgerichtliche einstweilige Anordnung (§ 114 FGO) auf Erlass (§ 227 AO)*, in: *FR - Finanz-Rundschau*, 1/ 2018, S. 1 - 6, Köln, 2018.
- Rügg-Stürm, Johannes (2013):** *Organisation und organisationaler Wandel - Eine theoretische Erkundung aus konstruktivistischer Sicht*, Wiesbaden, 2013.
- Rüsen, Tom A. (2017):** *Krisen und Krisenmanagement in Familienunternehmen*, Wiesbaden, 2017.
- Ruthardt, Frederik/ Hachmeister, Dirk (2014):** *Börsenkurs, Ertragswert, Liquidationswert und fester Ausgleich - Zur methodenbezogenen Meistbegünstigung bei der Ermittlung der angemessenen Barabfindung im Gesellschaftsrecht*, in: *Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht*, Heft 16/2014, S. 725 - 733, Frankfurt a.M., 2014.

- Sämisch, Henning (2019):** *Sanierungsanlässe*, in Knops, Kai-Oliver/ Bamberger, Heinz Georg/ Lieser, Jens (Hrsg.), *Recht der Sanierungsfinanzierung*, 2. Aufl., S. 117-146, Wiesbaden, 2019.
- Samonas, Michael (2015):** *Financial Forecasting, Analysis, and Modelling - A Framework for Long-Term Forecasting*, Hoboken, 2015.
- Sandhu, Swaran (2014):** *Krisen als soziale Konstruktion: zur institutionellen Logik des Krisenmanagements und der Krisenkommunikation*, in: Thießen, Ansgar (Hrsg.), *Handbuch Krisenmanagement*, 2. Aufl., Wiesbaden, S. 95-115, 2014.
- Sanne, Stefan/ Schaller, Christoph (2018):** *Restrukturierungsmethoden im Finanzwesen und Controlling*, in: Knecht Thomas C./ Hommel, Ulrich/ Wohlenberg, Holger (Hrsg.), *Handbuch Unternehmensrestrukturierung*, S. 1029 - 1058, Wiesbaden, 2018.
- Schacht, Marc (2009):** *Der Zinssatz in der Unternehmensbewertung*, in: Schacht, Ulrich/ Fackler, Matthias (Hrsg.), *Praxishandbuch Unternehmensbewertung*, S. 33 - 49, 2. Aufl., Wiesbaden, 2009.
- Schachtner, Michael (2009):** *Accounting und Unternehmensfinanzierung: Eine Analyse börsennotierter Unternehmen in Deutschland und der Schweiz*, Diss., St. Gallen, 2009.
- Schaefer, Christina/ Pfnür, Andreas (2000):** *Controlling des Immobilienbestandes mit Realloptionen*, in: *Controlling*, 2000, Nr. 11, S. 543 - 548, München, 2000.
- Schäfer, Benjamin (2020):** *Liquidation als Strategie*, in: Siebert, Hilmar (Hrsg.), *Wert- und Preisfindung bei einem Unternehmensverkauf*, Berlin Heidelberg, S. 187 - 198, 2020.
- Schäfer, Henry/ Schässburger, Bernd (2001):** *Bewertungsmängel von CAPM und DCF bei innovativen wachstumsstarken Unternehmen und optionspreistheoretische Alternativen*, in: *Journal of Business Economics*, Vol. 71, S. 85 - 107, Berlin, 2001.
- Schäfler, Frank/ Lägler, Ulrich (2018):** *Sanieren vor der Zahlungsunfähigkeit*, in: *Unternehmer Edition, Sonderheft-Steuern-und-Recht 2018*, S. 14 - 15, München, 2018.
- Scheifele, Julius (2017):** *Die gesellschaftsrechtlichen Grenzen des Insolvenzplanverfahrens*, Diss., Köln, 2017.
- Schierenbeck, Henner/ Lister, Michael/ Kirmße, Stefan (2008):** *Ertragsorientiertes Bankmanagement - Band 2: Risiko-Controlling und integrierte Rendite-/ Risikosteuerung*, 9. Aufl., Wiesbaden, 2008.
- Schierenbeck, Henner/ Wöhle, Claudia (2016):** *Grundzüge der Betriebswirtschaftslehre*, 19. Aufl., München, 2016.
- Schild, Marc (2016):** *Zur Abbildung der Geschäftsanteile von Nicht-Kapitalgesellschaften im IFRS-Konzernabschluss*, in: *KoR - Zeitschrift für internationale und kapitalmarktorientierte Rechnungslegung*, S. 117 - 123, Düsseldorf, 2016.
- Schild, Ulrich (2004):** *Lebenszyklusrechnung und lebenszyklusbezogenes Zielkostenmanagement*, Diss., Göttingen, 2004.

- Schildbach, Thomas (1993):** *Kölner versus phasenorientierte Funktionenlehre der Unternehmensbewertung*, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, Heft 1/1993, S. 25 - 38, Herne, 1993.
- Schildbach, Thomas (2017):** *Der objektive Unternehmenswert: ein Phantom als moderne Hydra*, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, Heft 3/2017, S. 257 - 274, Herne, 2017.
- Schimmelfeder, Kai (2019):** *Innovation als Erfolgsfaktor für Unternehmen: Zukunftsfähigkeit gestalten*, in: Buchenau, Peter (Hrsg.), Chefsache Zukunft, S. 521 - 542, Wiesbaden, 2019.
- Schinnerls, Rudolf (2017):** *Investitions- und Finanzierungsrechnung in mittelständischen Unternehmen*, Freiburg i.B., 2017.
- Schmalenbach, Eugen (1918):** *Werte von Anlagen und Unternehmen in der Schätzungstechnik*, in: ZfhF 1917/18, S. 1-20, Köln, 1918.
- Schmalenbach, Eugen (1921):** *Finanzierungen*, 2. Aufl., Leipzig 1921.
- Schmalenbach, Eugen (1926):** *Dynamische Bilanz*, Leipzig, 1926.
- Schmeink, Lothar (2012):** *Wahrscheinlichkeitsrechnung*, Berlin, 2012.
- Schmeisser, Wilhelm (2010):** *Corporate Finance und Risk Management*, München, 2010.
- Schmid-Burgk, Klaus (2017):** *Die insolvenzrechtliche Behandlung von Darlehen mittelbar beteiligter Gesellschafter*, in: DER BETRIEB, Heft 51-52 vom 22.12.2017, S. 3057, Düsseldorf, 2017.
- Schmid, Fabian/ Hüttche, Tobias (2019):** *Bewertung von KMU mit Multiples - Oder: Von Äpfeln und Birnen*, in: Expert Focus, Vol. 93, Heft 12/2019, S. 978 - 985, Zürich, 2019.
- Schmidt-Gothan, Hanno (2007):** *Holistisches Sanierungs- und Wertmanagement*, Wiesbaden, 2007.
- Schmidt-Preuß, Matthias (2016):** *Eigentum und Insolvenz*, in: Brinkmann, Moritz/ Shirvani, Foroud (Hrsg.), Privatrecht und Eigentumsgrundrecht, S. 173 - 188, Baden-Baden, 2016.
- Schmidt, Andreas (2014):** *Überlegene Geschäftsmodelle*, Diss., Potsdam, 2014.
- Schmidt, Frank/ Mielke, Axel (2009):** *Steuerfolgen von Sanierungsmaßnahmen*, in: Die Unternehmensbesteuerung, Nr. 2, Heft 6, S. 395 - 405, Köln, 2009.
- Schmidt, Jessica (2020):** *StaRUG-Regierungsentwurf zur Umsetzung in Deutschland*, in: Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, Heft 22/2020, S. 955, München, 2020.
- Schmidt, Reinhard (1980):** *Ökonomische Analyse des Rechts*, in: Neue betriebswirtschaftliche Forschung, Band 18, Wiesbaden, 1980.
- Schmiel, Ute (2010):** *Wie lautet die adäquate Überschuldungsdefinition?*, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, Heft 4/2010, S. 427 - 447, Herne, 2010.

- Schmittmann, Jens (2019):** *Die insolvenzrechtliche Einordnung der durch Schuldenerlass im Insolvenzplanverfahren entstehenden Ertragsteuer*, in: Deutsche Zeitschrift für Wirtschafts- und Insolvenzrecht (DZWIR), Jahrgang 2019, Heft 4, S. 151 - 155, Saarbrücken, 2019.
- Schmittmann, Jens (2019):** *Rechnungslegung in der Insolvenz*, in: StuB - Unternehmenssteuern und Bilanzen, Heft 9/2019, S. 360 - 368, Herne, 2019.
- Schmittmann, Jens (2021a):** *Eingriffe in Gläubigerrechte - Wie kann der Schuldner agieren, um die Forderungen seiner Gläubiger zu minimieren*, in: NWB - Sanieren, Heft 4/2021, S. 104 - 108, Herne, 2021.
- Schmittmann, Jens (2021b):** *Sanierung und Sanierungsmoderation*, in: Deutsche Zeitschrift für Wirtschafts- und Insolvenzrecht (DZWIR), Jahrgang 2021, Heft 8, S. 436 - 442, Saarbrücken, 2021.
- Schmitz, Christian (2010):** *Unternehmensbewertungstheorie und -praxis - Validität praxisrelevanter Unternehmensbewertungsverfahren*, Diss. Wuppertal, 2010.
- Schnoor, Stephan (2020):** *Optionen in der Energiewirtschaft*, Wiesbaden, 2020.
- Scholtyssek, Joachim/ Burhop, Carsten/ Kißener, Michael/ (2018):** *Merck: Von der Apotheke zum Weltkonzern*, München, 2018.
- Schön, Wolfgang (2013):** *Eigenkapital und Fremdkapital: Steuerrecht - Gesellschaftsrecht - Rechtsvergleich - Rechtspolitik*, Wiesbaden, 2013.
- Schoppe, Siegfried (2018):** *Moderne Theorie der Unternehmung*, München, 2018.
- Schreiter, Maximilian/ Schwetzler, Bernhard (2019):** *Insolvenz und Unternehmensbewertung*, in: CORPORATE FINANCE, Heft 05-06 vom 29.05.2019, S. 175 - 179, Düsseldorf, 2019.
- Schreyögg, Georg/ Ostermann, Susanne M. (2012):** *Krisenwahrnehmung und Krisenbewältigung*, in: Thießen, Ansgar (Hrsg.), Handbuch Krisenmanagement, S. 117 - 138, Wiesbaden, 2012.
- Schulenberg, Nils (2008):** *Entstehung von Unternehmenskrisen - Eine evolutionstheoretische Erklärung*, Diss., Wiesbaden, 2008.
- Schüler, Andreas (2018):** *Bewertung sanierungsbedürftiger Unternehmen: Wertbausteine, Risikoverteilung und Kapitalkosten*, in: Knecht Thomas C./ Hommel, Ulrich/ Wohlenberg, Holger (Hrsg.), Handbuch Unternehmensrestrukturierung, S. 1207 - 1226, Wiesbaden, 2018.
- Schüler, Andreas/ Dirschedl, Carlo (2016):** *Debt Equity Swap als Restrukturierungsinstrument*, in: Die Betriebswirtschaft; Bd. 76, Ausg. 5, (2016), S. 353 - 375, Stuttgart, 2016.
- Schüler, Andreas/ Schwetzler, Bernhard (2019):** *Verschuldung und Unternehmenswert - Anmerkungen zum IDW Praxishinweis 2/2018*, in: DER BETRIEB, Heft 32 vom 12.08.2019, S. 1745 - 1750, Düsseldorf, 2019.
- Schulmerich, Marco/ Trautmann, Siegfried (2003):** *Local Expected Shortfall-Hedging in Discrete Time*, in: European Finance Review, Nr. 7, S. 75 - 102, Oxford, 2003.

- Schulte-Zurhausen, Manfred (2014):** *Organisation*, 6. Aufl., München, 2014.
- Schulte, Axel/ Dorn, Michael (2018):** *Restrukturierungsmethoden in den Querschnittsfunktionen: Verwaltungs-/ Gemeinkosten und sonstiger betrieblicher Aufwand*, in: Knecht Thomas C./ Hommel, Ulrich/ Wohlenberg, Holger (Hrsg.), *Handbuch Unternehmensrestrukturierung*, S. 1059 - 1081, Wiesbaden, 2018.
- Schultze, Wolfgang/ Fischer, Hans (2013):** *Ausschüttungsquoten, kapitalwertneutrale Wiederanlage und Vollausschüttungsannahme - Eine kritische Analyse der Wertrelevanz des Ausschüttungsverhaltens im Rahmen der objektivierten Unternehmensbewertung*, in: *Die Wirtschaftsprüfung*, Heft 9/ 2013, S. 421 - 435, Düsseldorf, 2013.
- Schulz, Benedikt (2017):** *Sanierungsgeschäftsführung in Krise und Eigenverwaltung*, Baden-Baden, 2017.
- Schulz, Dietmar (2006):** *Risiken und Insolvenz: Die Behandlung von Rückstellungen in der Überschuldungsbilanz*, Diss., Berlin, 2006.
- Schulz, Dirk/ Bert, Ulrich/ Lessing, Holger (2018):** *Handbuch Insolvenz*, 5. Aufl., Freiburg i.B., 2018.
- Schumann, Jörg (2008):** *Unternehmenswertorientierung in Konzernrechnungslegung und Controlling: Impairment of Assets (IAS 36) Im Kontext Bereichsbezogener Unternehmensbewertung und Performancemessung*, Diss., Bochum, 2008.
- Schumpeter, Joseph (1912):** *Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung*, Berlin, 1912.
- Schumpeter, Joseph (1946):** *Kapitalismus, Sozialismus und Demokratie*, 2. Aufl., Bern, 1946.
- Schuster, Thomas/ Uskova, Margarita (2015):** *Finanzierung: Anleihen, Aktien, Optionen*, Wiesbaden, 2015.
- Schuster, Thomas/ Uskova, Margarita (2018):** *Finanzierung und Finanzmanagement*, Wiesbaden, 2018.
- Seefelder, Günter (2012):** *Unternehmenssanierung: Krisenursachen, außergerichtliche Unternehmenssanierung, Sanierung im Insolvenzverfahren, Arbeitsrecht, Steuerrecht, Haftungs- und Strafrechtsrisiken*, 3. Aufl., Stuttgart, 2012.
- Seefelder, Günter (2018):** *Außergerichtliche Sanierung von Unternehmen*, Band 4, Weil im Schönbuch, 2018.
- Seibt, Christoph/ Bulgrin, Gerrit (2020):** *Entwurf zum Unternehmensstabilisierungs- und Restrukturierungsgesetz (StaRUG) - Kritische Analyse aus gesellschaftsrechtlicher Sicht*, in: *DER BETRIEB*, Heft 42 vom 19.10.2020, Seite 2226 - 2238, Düsseldorf, 2020.
- Seiler, Karl (2004):** *Unternehmensbewertung: Wertermittlung bei Kauf, Verkauf und Fusion von kleinen und mittleren Unternehmen*, Berlin, 2004.
- Seiler, Yvonne/ Stauber, Jürgen (2003):** *Realloptionsbewertung - eine Fallstudie*, in: *Financial Markets and Portfolio Management*, Volume 17, Nr. 1, S. 117 - 130, St. Gallen, 2003.

- Selzner, Harald/ Neuhaus, Martin (2018):** Haftungsrisiken für das Management in der Unternehmenskrise, in: Knecht Thomas C./ Hommel, Ulrich/ Wohlenberg, Holger (Hrsg.), Handbuch Unternehmensrestrukturierung, S. 655 - 693, Wiesbaden, 2018.
- Sennheiser, Andreas/ Schnetzler, Matthias (2008):** *Wertorientiertes Supply Chain Management*, Berlin, 2008.
- Seppelfricke, Peter (2012):** *Handbuch Aktien- und Unternehmensbewertung: Bewertungsverfahren, Unternehmensanalyse, Erfolgsprognose*, 4. Aufl., Stuttgart, 2012.
- Seppelfricke, Peter (2020):** *Unternehmensbewertungen*, Stuttgart, 2020
- Servatius, Wolfgang (2008):** *Gläubigereinfluß durch Covenants: hybride Finanzierungsinstrumente im Spannungsfeld von Fremd- und Eigenfinanzierung*, Habil., Tübingen, 2008.
- Shapiro, Alan/ Titman, Sheridon (1985):** *An integrated approach to corporate risk management*, in: Midland Corporate Finance Journal, Vol. 3, S. 41 - 56, Evanston, Illinois, 1985.
- Sharpe, William Forsyth (1964):** *Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk*, in: The Journal of Finance, S. 425 - 442, Hoboken, 1964.
- Sharpe, William Forsyth (1970):** *Portfolio Theory and Capital Markets*, New York, 1970.
- Sieben, Günter (1963):** *Der Substanzwert der Unternehmung*, Wiesbaden, 1963.
- Sieben, Günter (1968):** *Bewertung von Erfolgseinheiten*, Habil., Köln, 1968.
- Sieben, Günter (1976):** *Der Entscheidungswert in der Funktionenlehre der Unternehmensbewertung*, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, Heft 28/1976, S. 491 - 504, Bochum, 1976.
- Sieben, Günter (1983):** *Funktionen der Bewertung ganzer Unternehmen und von Unternehmensteilen*, in: WISU-Magazin Vol. 12.1983, S. 539 - 542, Düsseldorf, 1983.
- Sieben, Günter/ Maltry, Helmut (2019):** *Der Substanzwert der Unternehmung*, in: Peemöller, Volker: Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, S. 759 - 783, 7. Aufl., Herne, 2019.
- Sieben, Günter/Schildbach, Thomas (1979):** *Zum Stand der Entwicklung der Lehre von der Bewertung ganzer Unternehmungen*, in: DStR Deutsches Steuerrecht, Heft 16/17, S. 455 - 461, München, 1979.
- Sievers, Gerd (2004):** *Wertorientierte Desinvestition: Einsatzmöglichkeit in Krisensituationen*, in: Bickhoff, Nils/ Blatz, Michael/ Eilenberger, Guido/ Haghani, Sascha/ Kraus, Karl (Hrsg.), Die Unternehmenskrise als Chance, Berlin, Heidelberg, 2004.
- Simon, Stefan/ Brünkmanns, Christian (2018):** *Notwendigkeit und rechtliche Anforderungen an ein Sanierungskonzept*, in: Knecht Thomas C./ Hommel, Ulrich/ Wohlenberg, Holger (Hrsg.), Handbuch Unternehmensrestrukturierung, S. 347 - 374, Wiesbaden, 2018.
- Situm, Mario (2017):** *Wann ist ein Turnaround notwendig?*, in Controlling Management Review 61, 2017, S. 60 - 64, Wiesbaden, 2017.

- Sixtl, Friedrich (2018):** *Der Mythos des Mittelwertes: Neue Methodenlehre der Statistik*, 2. Aufl., Berlin, 2018.
- Slatter, Stuart. (1984):** *Corporate Recovery: Successful Turnaround Strategies and their Implementation*. Harmondsworth, Middlesex, 1984.
- Slatter, Stuart/ Lovett, David (1999):** *Corporate Recovery - Managing Companies in Distress*, Washington, D.C., 1999.
- Smeets, Mario (2018):** *Besonderheiten bei der Bewertung junger Unternehmen*, Wiesbaden, 2018.
- Smid, Stefan (2018):** *Handbuch Insolvenzrecht*, 7. Aufl., Berlin, 2018.
- Sommer, Friedrich (2012):** *Marktpreisprognose in kontrollierten Auktionen: Relevanz, Durchführung und empirischer Verfahrensvergleich*, Diss., Münster, 2012.
- Sonius, David (2016):** *Dynamik von Unternehmenskrisen - Eine empirische Untersuchung zur Reaktion von Kreditinstituten und Krisenunternehmen im Vorfeld des manifesten Krisenstadiums*, Diss., Münster, 2016.
- Spahlinger, Andreas/ Gleiss, Lutz (2017):** *Haftungsrisiken der Berater beim Turnaround*, in: Heinrich, Christian (Hrsg.), *Krise als Chance?! Restrukturierung, Sanierung und Insolvenz von Unternehmen*, S. 111 - 154, Baden-Baden, 2017.
- Spinler, Stefan/ Arnd Huchzermeier (2004):** *Realloptionen: Eine marktbasierete Bewertungsmethodik für dynamische Investitionsentscheidungen unter Unsicherheit*, in: *Zeitschrift für Controlling & Management*, Nr. 62, Sonderheft 3-2004, S. 66 - 71, Wiesbaden, 2004.
- Spremann, Klaus (2006):** *Bewertung von Unternehmen im Financial Distress*, in: Hutzschentreuter, thomas (Hrsg.), *Krisenmanagement*, S. 165-194, Wiesbaden, 2006.
- Spremann, Klaus (2010):** *Finance*, 4. Aufl., München, 2010.
- Spremann, Klaus (2011):** *Unternehmenswert bei bivalenten Zahlungsüberschüssen*, in: *CORPORATE FINANCE*, Heft 02 vom 07.03.2011, S. 86 - 92, Düsseldorf, 2011.
- Spremann, Klaus/ Ernst, Dietmar (2011):** *Unternehmensbewertung - Grundlagen und Praxis*, 2. Aufl., München, 2011.
- Sprenger, Reinhard (2014):** *Mythos Motivation: Wege aus einer Sackgasse*, Frankfurt a.M., 2014.
- Staatz, Susan (2016):** *Unternehmenskrise als Ausgangspunkt der Sanierung*, Wiesbaden, 2016.
- Stamm, Jürgen (2007):** *Die Prinzipien und Grundstrukturen des Zwangsvollstreckungsrechts*, Tübingen, 2007.
- Starbuck, William (1983):** *Organizations as acting generators*, in: *American Sociological Review*, Nr. 48, S. 91 - 102, Chicago, 1983.
- Stauß, Susanne (2014):** *Gläubiger eingebziehen*, in: *AHGZ*, Nr. 10, S. 14 - 15, Stuttgart, 2014.

- Staw, Barry/ Ross, Jerry (1987):** *Behavior in escalation situations - Antecedents, prototypes, and solutions*, in: *Research in Organizational Behavior*, Vol. 9, S. 39 - 78, Amsterdam, 1987.
- Steinbach, Florian (2015):** **Der Kapitalisierungszinssatz in der Praxis der Unternehmensbewertung:** Theoretische und empirische Analyse der Ermessensspielräume bei der Ermittlung objektiver Unternehmenswerte nach IDW S 1, Diss., Wuppertal, 2015.
- Steinberg, Stefan (2006):** *Wendepunkte - Krisen- und Insolvenzmanagement als Chance?*, in: Krüger, Wolfgang/ Klippstein, Gerhard/ Merk, Richard/ Wittberg, Volker, (Hrsg.), *Praxishandbuch des Mittelstands - Leitfaden für das Management mittelständischer Unternehmen*, S. 153 - 167, Wiesbaden, 2006.
- Steinhauff, Dieter (2017):** *Grundzüge des deutschen Insolvenzrechts*, in *AO-Steuerberater*, AO-Stb 2017, Heft 6, S. 189 - 190, Köln, 2017.
- Stettinger, Martin/ Felfernig, Alexander/ Leitner, Gerhard/ Reiterer, Stefan/ Jeran, Michael (2015):** *Counteracting Serial Position Effects in the CHOICLA Group Decision Support Environment*, in: 20th ACM Conference on Intelligent User Interfaces (IUI2015), S. 148 - 157, Atlanta, 2015.
- Striwe, Friedbert (2014):** *Mediation in Unternehmenskrise und Insolvenz*, in: *Die Wirtschaftsmediation*, Heft 03/2014, S. 10 - 12, Leipzig, 2014.
- Stürner, Ralf (2019):** *Einleitung*, in: *Münchener Kommentar zur Insolvenzordnung*, InsO, Band 1: §§ 1 - 79, *Insolvenzrechtliche Vergütungsverordnung*, 4. Aufl., München, 2019.
- Sure, Matthias/ Rimmele, Felix (2020):** *Bewertungsoptionen für Start-ups in der Frühphase*, in: *Controlling & Management Review* 5, 2020, S. 52 - 57, Wiesbaden, 2020.
- Taimer, Lars (2007):** *Verhaltensorientiertes Sanierungsmanagement*, Diss., Düsseldorf, 2007.
- Tanner, Jakob (2014):** *Die Währung der Finanzmärkte ist Vertrauen: Nachhaltigkeit und Hinterhältigkeit eines mentalen Phänomens in historischer Perspektive*, in: Baberowski, J. (Hrsg.), *Was ist Vertrauen*, Frankfurt a.M./ New York, 2014.
- Teece, David/ Pisano, Gary/ Shuen, Amy (1997):** *Dynamic Capabilities and strategic Management*, in: *Strategic Management Journal*, Vol. 18, Nr. 7, S. 509 - 533, London, 1997.
- Thielemann, Michael (2019):** *Gesellschaftsrechtliche Maßnahmen*, in: Knops, Kai-Oliver/ Bamberger, Heinz Georg/ Lieser, Jens (Hrsg.), *Recht der Sanierungsfinanzierung*, 2. Aufl., S. 221 - 276, Wiesbaden, 2019.
- Thole, Christoph (2020):** *Der Entwurf des Unternehmensstabilisierungs- und restrukturierungsgesetzes (StaRuG-RefE)*, in: *ZIP: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, Vol. 41, Nr. 41, S. 1985, Köln, 2020.
- Thoma, Carl Friedrich (2017):** *Insolvenzrechtliche Gläubigerautonomie im Gläubigeraus-schuss*, Diss., Berlin, 2017.
- Thommen, Jean-Paul/ Achleitner, Ann Kristin/ Gilbert, Ulrich/ Hachmeister, Dirk/ Jarchow, Svenja/ Kaiser, Gernot (2020):** *Allgemeine Betriebswirtschaftslehre: Umfassende Einführung aus managementorientierter Sicht*, 9. Aufl., Wiesbaden, 2020.

- Thönissen, Stefan Frederic (2018):** *Die Versicherung von Bonitätsrisiken*, Diss., Heidelberg, Tübingen, 2018.
- Tintarev, Nava (2007):** *Explanations of recommendations*, in: Proceedings of the 2007 ACM conference on recommender systems, 19 October 2007, S. 203 - 206, Minneapolis, 2007.
- Titman, Sheridan (1985):** *Urban Land Prices under Uncertainty*, in: The American Economic Review, Nr. 75, S. 505 - 514, Nashville, 1985.
- Tobies, Martin (2019):** *Leistungswirtschaftliche Maßnahmen mit Liquiditätswirkung und deren Umsetzung in der Praxis*, in: Knops, Kai O./ Bamberger, Heinz/ Lieser, Jens (Hrsg.), Recht der Sanierungsfinanzierung, S. 387 - 404, Berlin, Heidelberg, 2019.
- Tokarski, Kim Oliver/ Schellinger, Jochen/ Berchtold, Phillip (2015):** *Unternehmensentwicklung: Strategien und Instrumente aus Forschung und Praxis*, Wiesbaden, 2015.
- Tomaszewski, Claude (1999):** *Bewertung strategischer Flexibilität beim Unternehmenserwerb*, Diss., Bochum, 1999.
- Tomaszewski, Claude (2000):** *Bewertung strategischer Flexibilität beim Unternehmenserwerb - Der Wertbeitrag von Realoptionen*, Diss, Bochum, 2000.
- Töpfer, Armin/ Lehr, Daniela (2013):** *Restrukturierung von Unternehmen mit Hilfe von Kundenbindungsmanagement*, in: Bickhoff, Nils/ Blatz, Michael/ Eilenberger, Guido/ Haghani, Sascha/ Kraus, Karl-J., Die Unternehmenskrise als Chance: Innovative Ansätze zur Sanierung und Restrukturierung, S. 247 - 266, Wiesbaden, 2013.
- Tourinho, Octavio (1979):** *The Option Value of Reserves of Natural Resources*, in: Research Program in Finance Working Papers, Nr. 94, S. 1 - 64, Barkleley, 1979.
- Treiber, T. (2018):** *Pfade in die Krise: Der Einfluss des Faktors Familie auf die Genese und Dynamik strategischer Pfadabhängigkeit in Familienunternehmen*, Göttingen, 2018.
- Trigeorgis, Lenos (1986):** *Valuing Real Investment Opportunities: An Options Approach to Strategic Capital Budgeting*, Harvard, 1986.
- Trigeorgis, Lenos (1988):** *A conceptual options framework for capital budgeting*, in: Advances in futures and options research, Vol. 3, S. 145 - 167, Stamford, 1988.
- Trigeorgis, Lenos (1991):** *Anticipated Competitive Entry and Early Preemptive Investment in Deferrable Projects*, in: Journal of Economics and Business, Vol. 43, Nr. 2, S. 143 - 156, Piraeus, 1991.
- Trigeorgis, Lenos (1993):** *Flexibility, synergy, and control in strategic investment planning*, in: Capital budgeting under uncertainty, S. 208 - 231, New Jersey, 1993.
- Trigeorgis, Lenos (1995):** *Real Options: An Overview*, in: Trigeorgis, Lenos (Hrsg.), Real Options in Capital Investment: Models, Strategies, and Applications S. 1 - 28, Greenwood, 1995.
- Trigeorgis, Lenos (1996):** *Real Options: Managerial Flexibility and Strategy in Resource Allocation*, Cambridge, 1996.

- Trigeorgis, Lenos (2000):** *Real Options: Managerial Flexibility and Strategy in Resource Allocation*, 2. Aufl., Cambridge, 2000.
- Trigeorgis, Lenos (2009):** *The Nature of Option Interactions and the Valuation of Investments with Multiple Real Options*, in: Journal of financial and quantitative analysis, Vol. 28, Nr. 1, S. 1 - 20, Cambridge, 2009.
- Trigeorgis, Lenos/ Mason, Sharon P. (1987):** *Valuing Managerial Flexibility*, in: Midland Corporate Finance Journal, Vol. 5, S. 14 - 21, Evanston, Illinois, 1987.
- Trommsdorf, Volker/ Steinhoff, Fee (2013):** *Innovationsmarketing*, 2. Aufl., München, 2013.
- Trompeter, Frank (2003):** *Flexibilität im Insolvenzverfahren - Notwendigkeit, Gestaltungsmöglichkeiten und steuerliche Implikationen von Ausstiegsoptionen im Insolvenzplan*, Habil., Essen, 2003.
- Tschersich, Stephanie (2014):** *Ertragsbesteuerung der Unternehmenssanierung - Analyse der aktuellen Rechtslage und Reformüberlegungen*, Diss., Köln, 2014.
- Uhlenbruck, Wilhelm (2007):** *Zur Geschichte des Konkurses*, in: Deutsche Zeitschrift für Wirtschafts- und Insolvenzrecht, 17. Jg 2007, Heft 1, S. 1 - 5, Berlin, 2007.
- Undritz, Sven-Holger (2016):** *Übertragende Sanierung*, in: Thierhoff, Michael/ Müller, Renate (Hrsg.), Unternehmenssanierung, 2. Aufl., Saarbrücken, 2016.
- Unruh, Attila von (2018):** *Die deutsche Kultur des Scheiterns und ihre Auswirkungen auf Entrepreneurship*, in: Faltin, Günter (Hrsg.), Handbuch Entrepreneurship, S. 365 - 380, Wiesbaden, 2018.
- Vallender, Heinz (2018):** *Maßgeblichkeit der Insolvenzzreife von Unternehmen*, in: Knecht Thomas C./ Hommel, Ulrich/ Wohlenberg, Holger (Hrsg.), Handbuch Unternehmensrestrukturierung, S. 1735 - 1798, Wiesbaden, 2018.
- Vanini, Ute (2012):** *Risikomanagement: Grundlagen Instrumente Unternehmenspraxis*, Stuttgart, 2012.
- Vinnen, Thomas (2016):** *Liquiditätschancen in der Restrukturierung*, in: Unternehmeredition, Heft 03/2016, S. 60, München, 2016.
- Vogt, Matthias (1999):** *Sanierungsplanung - Eine Darstellung innerhalb und außerhalb des Insolvenzrechts*, Diss., Gießen, 1999.
- Volkart, Rudolf/ Wagner, Alexander (2018):** *Corporate Finance - Grundlagen von Finanzierung und Investition*, 7. Aufl., Zürich, 2018.
- Vollmer, Sebastian (2016):** *Statistische Inferenz und die Unsicherheit von Kapitalkosten in der Unternehmensbewertung*, Diss., Flensburg, 2016.
- Wagner, Andreas (2014):** *Sanierung und Restrukturierung bei Familienunternehmen: Instrumente und Maßnahmen zur Krisenbekämpfung*, Hamburg, 2014.
- Wagner, Christoph (2017):** *Extreme Eigenkapitalausstattungen kleiner und mittlerer Unternehmen*, Diss., Chemnitz, 2017.

- Waschbusch, Gerd/ Schuster, Hannes/ Berg, Susen Claire (2018):** *Banken und Vertrauen*, Baden-Baden, 2018.
- Weber, Jürgen/ Bramseemann, U./ Heineke, Carsten/ Hirsch, Bernhard (2017):** *Wertorientierte Unternehmenssteuerung*, 2. Aufl., Wiesbaden, 2017:
- Weber, Jürgen/ Schäffer, Utz (1999):** *Sicherstellung der Rationalität von Führung als Controlleraufgabe?*, in: Die Betriebswirtschaft, Bd. 59, Ausg. 6, S. 731 - 747, Stuttgart, 1999.
- Wehmeier, Wolfgang (2008):** *Wert- und Preistreiber*, in: Die Steuerberatung, 01.01.2008, Heft 01/2008, S. 19, Bonn, 2008.
- Weißberger, Barbara (2007):** *IFRS für Controller. Alles, was Controller über IFRS wissen müssen*, München, 2007.
- Weitz, Edmund (2021):** *Konkrete Mathematik (nicht nur) für Informatiker*, 2. Aufl., Berlin, 2021.
- Welge, Martin/ Al-Laham, Andreas/ Eulerich, Marc (2017):** *Strategisches Management*, 7. Aufl. 2017, Wiesbaden.
- Welling, Andreas (2013):** *Strategien externen Unternehmenswachstums - Ein spiel-theoretischer Realloptionenansatz*, Diss. Magdeburg, 2013.
- Wentura, Dirk/ Pospeschill, Markus (2015):** *Multivariate Datenanalyse*, Wiesbaden, 2015.
- Werker, Simon (2016):** *Bewertung und kognitive Wahrnehmung von Realloptionen: Simulationsbasierte und experimentelle Analysen im Kontext der Energiewirtschaft*, Diss., Wuppertal, 2016.
- Werner, Henning/ Balzer, Harald (2017):** *Leistungswirtschaftliche (operative) Sanierung*, in: Crone, Andreas/ Werner, Henning (Hrsg.), *Modernes Sanierungsmanagement: Sanierungskonzepte, Finanzinstrumente, Insolvenzverfahren, Haftungsrisiken, Arbeitsrecht und Verhandlungsführung*, S. 129 - 156, 5. Aufl., München, 2017.
- Werner, Henning/ Schreitmüller, Arnd (2017):** *Integrierte Finanz- bzw. Sanierungsplanung*, in: Crone, Andreas/ Werner, Henning (Hrsg.), *Modernes Sanierungsmanagement: Sanierungskonzepte, Finanzinstrumente, Insolvenzverfahren, Haftungsrisiken, Arbeitsrecht und Verhandlungsführung*, S. 129 - 202, 5. Aufl., München, 2017.
- Wiedenhöfer, Marco (2002):** *Bewertung von Kernkompetenzen - Strategische Ressourcen als Realloption*, Diss., Marburg, 2002.
- Wiegand, Peter (2014):** *Liquiditätsmanagement als Erfolgsfaktor in der Restrukturierung*, in: Brühl, Volker/ Göpfert, Burkhard (Hrsg.), *Unternehmensrestrukturierung*, 2. Aufl., S. 165 - 194, Stuttgart, 2014.
- Wieland-Blöse, Heike/ Pfender, Simon (2018):** *Beurteilung der Unternehmensplanung im Transaktionskontext*, in: CORPORATE FINANCE, Heft 03-04 vom 26.03.2018, S. 93 - 98, Düsseldorf, 2018.
- Wilkens, Sascha (2000):** *Zur Eignung numerischer Verfahren für die Optionsbewertung*, Karlsruhe, 2000.

- Williams, John Burr (1938):** *The Theory of Investment Value*, Cambridge, 1938.
- Williamson, Oliver E. (1985):** *The Economic Institutions of Capitalism. Firms, Markets, Relational Contracting*, New York, 1985.
- Winkel, Martin (2018):** *Corporate Rating 3.0 - Rating ist notwendig, Ratingagenturen sind es nicht*, Diss., Essen, 2018.
- Winkels, Alexander (2018):** *Aktive Corporate Governance in der Unternehmenskrise - Beirat, Aufsichtsrat und Mitbestimmung*, in: Knecht Thomas C./ Hommel, Ulrich/ Wohlenberg, Holger (Hrsg.), *Handbuch Unternehmensrestrukturierung*, S. 427 - 482, Wiesbaden, 2018.
- Winnefeld, Robert (2006):** *Rechnungslegung in Sonderbilanzen*, in: Winnefeld, Robert, *Bilanz-Handbuch*, 4. Aufl., S. 2063 - 2324, München, 2006.
- Winnenbrock, Frank (2019):** *Turnaround-Management*, in Jäger, Clemens/ Heupel, Thomas (Hrsg.), *Management Basics*, S. 355 - 370, Wiesbaden, 2019.
- Witt, Peter (2019):** *Sanierungs-/ Finanzierungstheorien*, in: Knops, Kai O./ Bamberger, Heinz/ Lieser, Jens (Hrsg.), *Recht der Sanierungsfinanzierung*, S. 97 - 116, Berlin, Heidelberg, 2019.
- Witte, Eberhard (1981):** *Die Unternehmenskrise - Anfang vom Ende oder Neubeginn?*, in: Bratschitsch, Rudolf/ Schnellinger, Wolfgang (Hrsg.), *Unternehmenskrisen - Ursachen, Frühwarnung, Bewältigung*. Stuttgart, 1981.
- Witte, Nina Natalie (2017):** *Aspekte der Unternehmenssteuerung in der Krise: Aktuelle Herausforderungen und Lösungsansätze*, Diss., Mainz, 2017.
- Wittenberg, Verena (2005):** *Controlling in jungen Unternehmen*, Diss., Erlangen-Nürnberg, 2005.
- Wöhle, Claudia (2017):** *Unternehmensbewertung nach den DCF-Verfahren: vier Ansätze und ein Ergebnis*, in: Kirmße, Stefan/ Schueller, Stephan/ Bader, Thomas (Hrsg.), *Aktuelle Entwicklungslinien in der Finanzwirtschaft: Festschrift zum 60. Geburtstag von Bernd Rolfes*, S. 491 - 516, Frankfurt a. M., 2017.
- Wohlenberg, Holger (2018):** *Eigentümerwechsel als Sanierungsinstrument*, in: Knecht Thomas C./ Hommel, Ulrich/ Wohlenberg, Holger (Hrsg.), *Handbuch Unternehmensrestrukturierung*, S. 561 - 598, Wiesbaden, 2018.
- Wöltje, Jörg (2017):** *Investition und Finanzierung*, Freiburg im Breisgau, 2017
- WP Handbuch (2019):** *WP Handbuch - Wirtschaftsprüfung und Rechnungslegung, Handbuch für Rechnungslegung, Prüfung und Beratung*, Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (Hrsg.), Band II, 16. Aufl., Düsseldorf, 2019.
- Wrede, Nikolaus (2009):** *Erklärungsgrößen künftiger operativer Cashflows - Empirische Evidenz zu deutschen KMU unter Berücksichtigung der Earnings-Qualität*, Diss., Köln, 2009.
- Wruck, Karen H. (1990):** *Financial distress, reorganization and organisational efficiency*, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 27 (No. 2), S. 419 - 444, London, 1990.

- Wunder, Patrick (2019):** *Die Kompetenzen innerhalb der GmbH bei der Sanierung im Schutzschirmverfahren*, Diss., Baden-Baden, 2019.
- Wycisk, Christine (2009):** *Flexibilität durch Selbststeuerung in logistischen Systemen - Entwicklung eines realoptionsbasierten Bewertungsmodells*, Diss., Bremen, 2009.
- Young, David/ Cohen, Jacob/ Bens, Daniel (2016):** *Corporate Financial Reporting and Analysis - A Global Perspective*, Hoboken, 2016.
- Zayer, Eric (2007):** *Verspätete Projektabbrüche in F&E: Eine verhaltensorientierte Analyse*, Wiesbaden, 2007.
- Ziemer, Franziska (2017):** *Der Betafaktor- Theoretische und empirische Befunde nach einem halben Jahrhundert CAPM*, Diss., Würzburg, 2017.
- Zimmer, Daniel/ Fuchs, Florian (2010):** *Die Bank in Krise und Insolvenz. Ansätze zur Minderung des systemischen Risikos*, in: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, Band 39, Heft 4, S. 597 - 661, Berlin, 2010.
- Zimmermann, Mario (2015):** *Die Fairness Opinion in Deutschland im Spannungsfeld von Anspruch, Fähigkeit und Wirklichkeit*, Diss., Hagen, 2015.
- Zirener, Jörg (2005):** *Sanierung in der Insolvenz*, Diss. Wiesbaden, 2005.
- Zirener, Jörg/ Hautkappe, Andreas (2015):** *Eigenkapitalgeber*, in: Baur, Michael, Kantowsky, Jan, Schulte, Axel (Hrsg.), Stakeholder Management in der Restrukturierung, S. 7 – 61, Wiesbaden, 2015.
- Zwirner, Christian/ Zimny, Gregor (2018):** *Berücksichtigung des Verschuldungsgrads bei der Unternehmensbewertung (IDW Praxishinweis 2/2018)*, DER BETRIEB, Heft 45 vom 09.11.2018, S. 2713, Düsseldorf, 2018.
- Zwirner, Christian/ Zimny, Gregor (2018):** *Unternehmensbewertung*, in: StuB - Unternehmenssteuern und Bilanzen, Heft 22/2018, S. 1 - 36, Herne, 2018.

RECHTSQUELLENVERZEICHNIS

- BGB:** *Bürgerliches Gesetzbuch* in der Fassung der Bekanntmachung vom 2. Januar 2002 (BGBl. I S. 42, 2909; 2003 I S. 738), das zuletzt durch Artikel 2 des Gesetzes vom 12. November 2020 (BGBl. I S. 2392) geändert worden ist
- COVInsAG:** *COVID-19-Insolvenzaussetzungsgesetz* vom 27. März 2020 (BGBl. I S. 569), das durch Artikel 1 des Gesetzes vom 25. September 2020 (BGBl. I S. 2016) geändert worden ist
- ESStG (2009):** *Einkommensteuergesetz* in der Fassung der Bekanntmachung vom 8. Oktober 2009 (BGBl. I S. 3366, 3862), das zuletzt durch Artikel 8 Absatz 3 des Gesetzes vom 20. Dezember 2022 (BGBl. I S. 2730) geändert worden ist.
- ESUG (2012):** *Insolvenzordnung vom 5. Oktober 1994* (BGBl. I S. 2866), die zuletzt durch Artikel 2 des Gesetzes vom 21. Oktober 2011 (BGBl. I S. 2082) geändert worden ist.
- EU-Richtlinie (2019/1023):** *Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates (RL [EU] 2019/1023) vom 20. Juni 2019* über präventive Restrukturierungsrahmen, über Entschuldung und über Tätigkeitsverbote sowie über Maßnahmen zur Steigerung der Effizienz von Restrukturierungs-, Insolvenz- und Entschuldungsverfahren und zur Änderung der Richtlinie 2017/1132 (Richtlinie über Restrukturierung und Insolvenz) - ABl. EU L 172 vom 26. Juni 2019.
- FGO (2001):** *Finanzgerichtsordnung* in der Fassung der Bekanntmachung vom 28. März 2001 (BGBl. I S. 442, 2262; 2002 I S. 679), die zuletzt durch Artikel 13 Absatz 3 des Gesetzes vom 10. März 2023 (BGBl. 2023 I Nr. 64) geändert worden ist.
- FGO:** *Finanzgerichtsordnung* in der Fassung der Bekanntmachung vom 28. März 2001 (BGBl. I S. 442, 2262; 2002 I S. 679), die zuletzt durch Artikel 7 des Gesetzes vom 12. Dezember 2019 (BGBl. I S. 2633) geändert worden ist
- GewStG (2002):** *Gewerbsteuergesetz* in der Fassung der Bekanntmachung vom 15. Oktober 2002 (BGBl. I S. 4167), das zuletzt durch Artikel 10 des Gesetzes vom 16. Dezember 2022 (BGBl. I S. 2294) geändert worden ist.
- GG:** *Grundgesetz für die Bundesrepublik Deutschland* in der im Bundesgesetzblatt Teil III, Gliederungsnummer 100- 1, veröffentlichten bereinigten Fassung, das zuletzt durch Artikel 1 u. 2 Satz 2 des Gesetzes vom 29. September 2020 (BGBl. I S. 2048) geändert worden ist.
- InsO:** *Insolvenzordnung* vom 5. Oktober 1994 (BGBl. I S. 2866), die zuletzt durch Artikel 24 Absatz 3 des Gesetzes vom 23. Juni 2017 (BGBl. I S. 1693) geändert worden ist.
- InsVV:** *Insolvenzrechtliche Vergütungsverordnung* vom 19. August 1998 (BGBl. I S. 2205), die zuletzt durch Artikel 3 des Gesetzes vom 13. April 2017 (BGBl. I S. 866) geändert worden ist.

KStG (2002): *Körperschaftsteuergesetz* in der Fassung der Bekanntmachung vom 15. Oktober 2002 (BGBl. I S. 4144), das zuletzt durch Artikel 9 des Gesetzes vom 16. Dezember 2022 (BGBl. I S. 2294) geändert worden ist.

Regierungsentwurf zur Insolvenzordnung (1992): *BT-Drucks. 12/2443*, Berlin, 1992.

SanInsFoG: *Entwurf eines Gesetzes zur Fortentwicklung des Sanierungs- und Insolvenzrechts*, https://www.bmjv.de/SharedDocs/Gesetzgebungsverfahren/Dokumente/RefE_SanInsFoG.pdf?__blob=publicationFile&v=6 (heruntergeladen am 20.12.2020).

StaRUG-E: *Gesetz über den Stabilisierungs- und Restrukturierungsrahmen für Unternehmen*, https://www.bmjv.de/SharedDocs/Gesetzgebungsverfahren/Dokumente/RefE_SanInsFoG.pdf?__blob=publicationFile&v=6 (heruntergeladen am 20.12.2020).

RECHTSSPRECHUNGSVERZEICHNIS

BGH-Urteil vom 01.07.2010 - IX ZR 70/08, WM 2010, S. 1756.

BGH-Urteil vom 09.10.2006 - II ZR 305/05 ZInsO 2007, 36.

BGH-Urteil vom 10.07.2014 - IX ZR 287/13 ZInsO 2014, 1661.

BGH-Urteil vom 16.02.2017 - IX ZB 103/15 NJW 2017, 2280.

BGH-Urteil vom 19.12.2017 - II ZR 88/16.

BGH-Urteil vom 22.11.2018 - IX ZR 167/16.

BGH-Urteil vom 24.05.2005 - IX ZR 123/04.

BMF (2003): BMF Schr. v. 27. 3. 2003 - IV A 6 - S. 2140 - 8/03, BStBl. I 2003, 240 ff.

LG Frankfurt a.M. (2020): Bemessung von Abfindung und Ausgleich bei Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag, in: Die Aktiengesellschaft, 2020, Vol.65(4), S. 143-148, Köln, 2020.

OLG Frankfurt vom 27.06.2019 - 21 W 110/19.

RL 2019/1023/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 20.06.2019 veröffentlicht im ABIEU 2019 Nr. L 172 S. 18, 2019.

ANHANG

Vorstellung Dr. Dirk Hammes

Dr. Dirk Hammes ist Rechtsanwalt sowie Diplom-Betriebswirt (BA) und hat eine kaufmännische Lehre absolviert.

Seit dem Jahr 1999 ist er in mehr als 3.000 Verfahren von verschiedenen nordrhein-westfälischen Amtsgerichten als Insolvenzverwalter, Sachwalter und Sachverständiger bestellt worden und auch selbst in Gläubigerausschüssen tätig.

Er ist Mitautor des Kölner Kommentars zur Insolvenzordnung und als Dozent u.a. bei der Justiz, dem Bundeskriminalamt, an Universitäten und der Akademie Deutscher Genossenschaften aktiv.¹⁵⁵⁷

Interview Dr. Hammes

1. *Wo werden Gläubiger im Insolvenzverfahren aktiv?*

Gläubiger sind an zwei verschiedenen Stellen aktiv: zunächst im Bereich des Gläubigerausschusses, der ja nicht in jedem Verfahren, sondern nur in den größeren und bedeutenderen Verfahren eingerichtet werden, und in der Gläubigerversammlung, in der die Gesamtheit der Gläubiger über den Fortgang des Verfahrens entscheiden wird.

Die sind teilweise deckungsgleich, aber im Gläubigerausschuss sitzen in aller Regel professionellere Gläubigervertreter als in der Gläubigerversammlung.

Im Gläubigerausschuss oder im vorläufigen Gläubigerausschuss können auch Nicht-Gläubiger sitzen, also Insolvenzexperten in aller Regel, die mandatiert werden von Profigläubigern, z. B. Banken oder Versicherungen.

2. *Steht die Einrichtung eines Gläubigerausschusses in der Praxis in unmittelbarer Beziehung dazu, ob eine Sanierung versucht wird?*

Ob eine Sanierung durchgeführt wird, hängt nicht zwingend davon ab, ob ein Gläubigerausschuss eingerichtet wurde oder nicht.

3. *Welche Rolle spielt der erste Eindruck für den Insolvenzverwalter?*

¹⁵⁵⁷ Vgl. Vorstellung im RWS Verlag

In der Praxis kommt der Verwalter als vorläufiger Verwalter in ein Unternehmen und aufgrund der Berufserfahrung entwickelt er schon nach kurzer Zeit ein Gefühl dafür, ob das Unternehmen sanierungsfähig ist oder nicht. In 90 % der Fälle bestätigt sich der erste Eindruck.

20 In der großen Masse der Verfahren scheidet die Sanierungsabsicht schon allein daran, dass das Unternehmen keine Aufträge mehr hat, es eine heruntergekommene Reputation gibt und keine Liquidität mehr vorhanden ist.

25 In diesen Fällen gibt es kein Weiter, sondern man muss sich über andere Szenarien Gedanken machen. Möglich ist die Liquidation, die Ausproduktion oder die sogenannte übertragene Sanierung, also letztendlich nichts anderes als ein Verkauf der Vermögenswerte an ein anderes Unternehmen.

Es existieren dann vielleicht 2-3 % bei den Unternehmen, empirisch nicht belegt, bei denen versucht werden kann, den Unternehmensträger zu sanieren. Das ist unabhängig von der Verfahrensart und vollkommen unabhängig von der Existenz eines Gläubigerausschusses.

30 *4. Woher kommen die Daten für die 10 % der Unternehmungen, bei denen die Sanierung nicht offensichtlich aussichtslos ist?*

Die Inputdaten kommen in der Fremdverwaltung vom Insolvenzverwalter, der sich diese Daten aus dem Unternehmen holt, beziehungsweise mithilfe eigenen Personals oder Freelancer ermittelt, in aller Regel Controller.

35 Je größer die Unternehmen sind, desto valider oder desto besser ist die kaufmännische Organisation, aber Ausnahmen bestätigen wie immer die Regel.

Es gibt Fälle, da verfügen selbst große Unternehmen nicht über valide Daten oder Pläne, z. B. existieren keine Liquiditätspläne. In den mittleren und kleinen Verfahren müssen sie in aller Regel diese Information selber generieren, mit mehr oder weniger Hilfe aus dem Unternehmen selbst.

40 Für eine Unternehmensfortführung, also für Sanierungsverfahren, benötigen sie eine integrierte Unternehmensplanung.

5. Wie belastbar sind die Daten, die den Gläubigern zu Beginn zur Verfügung gestellt werden können? Was ist die betriebswirtschaftliche Entscheidungsgrundlage für oder gegen eine Sanierung?

45 Die Gläubiger, auch die Profigläubiger, verfügen in aller Regel nicht über die gleichen Informationen wie ein (vorläufiger) Insolvenzverwalter. Selbst Banken verfügen in aller Regel nicht über die Informationen, die dem Schuldner bzw. dem Insolvenzverwalter zur Verfügung stehen.

Die Entscheidung, ob ein Sanierungsprozess eingeleitet wird, oder die Beurteilung, ob ein Sanierungsprozess überhaupt Sinn hat, finden im Unternehmen mit dem Verwalter beziehungsweise mit dem Sachwalter statt. Den Gläubigern, auch dem Profigläubiger, werden Daten oder Sanierungskonzepte präsentiert, die die Gläubiger in aller Regel nur auf Plausibilität kontrollieren können. Es gibt ein erhebliches Informationsgefälle.

6. *Gibt es Gläubiger, die bereits früher Krisensignale erkennen?*

Die Banken merken in aller Regel schon recht früh, und auch die Arbeitnehmervertreter, die Betriebsräte, wenn sie denn über einigermaßen Gefühl für das Unternehmen und über betriebswirtschaftliche Grundkenntnisse verfügen, schon sehr früh, dass etwas im Unternehmen im Argen liegt.

7. *Begründet sich die Unmöglichkeit der Sanierung aus der verspäteten Auslösung des Verfahrens? Hätte es mehrere Monate vorher noch eine Möglichkeit zur Sanierung gegeben? Führen eher schleichende Prozesse in die Krise, oder sind das einmalige Events?*

Das ist zunächst einmal die Frage nach den Insolvenzursachen. Die Analyse der Insolvenzursachen ist ganz wichtig und essenziell unabdingbar, um überhaupt die Frage nach der Sanierungsfähigkeit zu beantworten. Wenn Sie die Ursachen für die Insolvenz nicht kennen, können Sie auch keine Aussagen über die Sanierungsfähigkeit und die Sanierungswürdigkeit treffen.

Ein anderer Punkt ist, dass die Insolvenzanträge in 95 % der Fälle verspätet gestellt werden. Je später also, und diese These ist empirisch belegt, der Insolvenzantrag gestellt wird, desto geringer sind die Sanierungsaussichten.

Es kann also sein, dass Sie aufgrund der Insolvenzursachen ein sanierungsfähiges Unternehmen haben, das aber zu spät einen Insolvenzantrag stellt. Eine vielleicht drei Monate früher noch gegebene Sanierungsmöglichkeit entfällt dann, weil schon allein die Liquidität nicht mehr vorhanden ist und das Unternehmen die Liquidität auch nicht wiederherstellen kann.

8. *Verstärkt die vorübergehende Aussetzung der Insolvenzantragspflicht diesen Effekt?*

In den letzten Monaten und Quartalen gab es eine deutliche Steigerung von Abweisungsanträgen, also vermehrt werden Insolvenzanträge abgewiesen mangels ausreichender Vermögensmasse. Bei den Verfahren, die jetzt zu den Berichten kommen, sind die Insolvenzmassen in noch stärkerem Maße ausgehöhlt, als sie das eigentlich schon vor Corona waren.

9. *Haben die gesetzlichen Innovationen der letzten Jahre, z. B. das StaRUG, bereits einen positiven Effekt?*

80 Kann man noch nicht beurteilen. Die Zahl der Fälle ist auch so verschwindend gering, dass sie für die normale Arbeit der Insolvenzverwalter keine Rolle spielen.

10. *In welcher Reihenfolge wird die Unternehmenssituation analysiert?*

Als erstes stellt sich die Frage nach der Liquidität, denn ohne Liquidität führen Sie kein Unternehmen weiter. Im zweiten Schritt müssen Sie sich das Geschäftsmodell erklären lassen, falls das nicht selbsterklärend ist. Im dritten Schritt analysieren wir dann, warum das Unternehmen überhaupt insolvent geworden ist, um aufgrund der Ursachenanalyse eine Sanierungsfähigkeit ableiten zu können.

Wenn es eine rein finanzwirtschaftliche Krisenursache gibt, sind das einfachere Fälle. Die könnten, wenn das operative Geschäft stimmt, rein finanzwirtschaftlich saniert werden. Stark vereinfacht erreichen Sie über den Insolvenzplan in diesen Fällen zügig ein positives Ergebnis.

Erhebliche Probleme zeigen sich da, wo sie leistungswirtschaftliche Probleme haben

11. *Der Insolvenzverwalter muss dieses Personal mitbringen und bezahlen. Da stellt sich die Frage, ob er das als ein „ins Risiko gehen“ empfindet?*

Das tun Insolvenzverwalter immer. Ob unsere Vergütung bezahlt wird oder nicht, steht immer in den Sternen. Wir gehen immer in Vorleistung, manchmal auch über Jahre. Viele Verwalter, aber das ist unterschiedlich, beschäftigen dann Leute auf Kosten der Masse. Andere Verwalter bringen eigenes Personal mit. Es gibt auch Mischkalkulationen.

12. *Können die Gläubiger nicht auf valide Daten zurückgreifen, so bleibt als Entscheidungsgrundlage noch das Vertrauen in die Unternehmung, zu unterscheiden in Vertrauen in die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit des Unternehmens und in die moralische Integrität der Unternehmensführer. Kann man das gewichten oder bewerten?*

Eine Gewichtung kann man schwer vornehmen, aber ich würde mal sagen, wichtiger ist das Vertrauen in die Führungskräfte für die Sanierung und Fortführung des Unternehmens. Dieses Vertrauen ist in vielen Fällen eben zerstört. Es ist zerstört, weil Gläubiger hingehalten worden

105 sind mit Informationen oder mit Bezahlung, weil falsche Versprechungen gegeben worden sind und weil nicht mit offenem Visier gehandelt worden ist.

Überall da, wo die Reputation nachhaltig beeinträchtigt ist, müssen Sie als Verwalter prüfen, kann ich mit denen an der Spitze weiter machen? Häufig sind das ja dann nicht nur Organe, sondern auch Gesellschafter, Anteilseigner, oder haben wir in der zweiten oder dritten Reihe
110 Leute, die nicht verbrannt sind.

Sehr viele Führungskräfte und viele Organe machen den Fehler, dass eben Vertrauen mit einem „weiter so“ oder dem „Prinzip Hoffnung“ verspielt wird bei den Stakeholdern.

Vertrauen muss vorhanden sein, damit überhaupt eine Sanierungsfähigkeit bestätigt werden kann. Alle weiteren Aspekte schließen sich daran an, aber ohne Reputation, ohne Glaubwürdigkeit der Organe, ist eine Sanierungsfähigkeit nicht möglich.
115

Entweder können Sie die Organe austauschen, die die Reputation eingebüßt haben, aber in aller Regel haftet dieser Reputationsverlust eben auch dem Unternehmensträger an. Folglich muss es eine Eigenverwaltungswürdigkeit geben. Solche Geschäftsleitungsorgane, die bestimmte Maßgaben missachtet haben, die Gesetze gebrochen haben oder die manipuliert haben, dass
120 durch deren isolierten Austausch es nicht möglich ist, diese Eigenverwaltungswürdigkeit wiederherzustellen.

13. Welche Rolle spielt Vertrauen bei institutionellen Gläubigern, speziell dem Finanzamt oder den Sozialversicherungskassen?

Bei den Finanzämtern sind bei den Oberfinanzdirektionen Spezialabteilungen angesiedelt und
125 da sitzen dann in der Regel Leute, die auf menschlicher Basis nicht anders agieren als andere Gläubiger. Erkennen die Finanzinspektoren dann Schwächen bei den Organen oder erfüllte steuerstrafrechtliche Tatbestände, dann wird es natürlich schwierig, das Finanzamt noch in Insolvenzpläne einzubinden.

Aufgrund der Professionalisierung der Spezialabteilungen sind deren Vertreter in der Regel
130 sehr gute Mitglieder in Gläubigerausschüssen.

Eine vergleichbare Abteilung gibt es auch bei der Bundesagentur für Arbeit.

14. Folgt das Fehlverhalten der Unternehmensführungen einem Muster oder sind das individuelle Prozesse?

Das folgt einem Muster. Es gibt eine Untersuchung aus dem Jahr 2004 oder 2005 auf der Basis
135 von etwa 400 Fällen, bei der untersucht wurde, wie lange es nach Eintritt der Zahlungsunfähig-
keit gedauert hat, bis der Insolvenzantrag wegen Zahlungsunfähigkeit gestellt wurde. Das Er-
gebnis lag bei rund 10 Monaten. Insolvenzverschleppung ist also die Regel.

Mir ist ein Fall bekannt, bei dem ein Unternehmen mit über 200 Mitarbeitern etwa 18 Monate
140 lang im Zustand der Zahlungsunfähigkeit geführt wurde. Das ist eigentlich unmöglich und nur
zu schaffen, indem Bankrotthandlungen oder Gläubigerbenachteiligungen zum normalen Ge-
schäftsprozess werden.

Psychologisch ist das nachzuvollziehen, denn der geschäftsführende Gesellschafter will nicht
derjenige sein, der das Familienunternehmen in die Insolvenz führt, er will seinen sozialen Sta-
tus nicht verlieren, er will seine Einnahmequelle nicht verlieren und insgesamt will er sein Ge-
145 sicht nicht verlieren. Das Verhaltensmuster ist völlig unabhängig von der Größenklasse des
Unternehmens.

Ein fremdes Management im Unternehmen geht noch eher zum Insolvenzgericht als es beim
Gesellschaftergeschäftsführer der Fall ist. Insgesamt verhält sich der der geschäftsführende Ge-
sellschafter eines mittelständischen Unternehmens nicht abgeklärter als ein Handwerksmeister.

150 Die Risikobereitschaft steigt in diesen Unternehmen erheblich. Es finden Handlungen statt, die
nicht mehr auf einer unternehmerisch seriösen Risikoabwägung basieren, sondern die an ein
Roulettespiel erinnern.

*15. Unternehmensberater werben damit, eine Krise als Chance zu begreifen. Machen das
Unternehmen? Gibt es Unternehmer, die eine Krise als Chance begreifen?*

155 Das ist ganz selten der Fall, schon weil die Einsichtsfähigkeit in die eigenen Fehler sehr gering
ausgeprägt ist. Für 99,9 % der Betroffenen ist eine Insolvenz eine Bedrohung: eine Bedrohung
ihrer persönlichen, rechtlichen Autarkie, verstärkt durch persönliche Haftungsansprüche.

Sie werden ihrer Führungsrolle beraubt und sie sehen sich zum Teil existenzvernichtenden Haf-
tungsansprüchen ausgesetzt.

160 Weil Insolvenz in aller Regel als Bedrohung und nicht als Chance gesehen wird, besteht der
Impetus, diese Insolvenz zu vermeiden oder möglichst weit hinauszuzögern.

Wer gute Berater hat, der weiß, diese ganzen Risiken reduzieren sich und auch die Sanierungschancen erhöhen sich, indem dieser Prozess nicht verlängert, sondern indem Optionen zur außergerichtlichen Sanierung genutzt werden.

- 165 Scheitert die außergerichtliche Sanierung, dann ist möglichst früh in ein geregeltes Verfahren zu wechseln, weil damit die Risiken für die Organe selber minimiert werden.

16. Über welche betriebswirtschaftlichen Kompetenzen verfügen Insolvenzverwalter?

- Der betriebswirtschaftliche Teil der theoretischen Fachanwaltsausbildung kommt über einen allgemeinen Überblick nicht hinaus. Die Kompetenzen baut der junge Anwalt in der täglichen
170 Arbeit in einer guten Kanzlei auf, angeleitet von erfahrenen Kollegen.

- Die Anforderung an einen Insolvenzverwalter geht über eine formale Ausbildung hinaus. Bei der Begutachtung eines Automobilhändlers mag eine betriebswirtschaftliche Ausbildung hilfreich sein, in einem Hochofenbetrieb reicht das nicht mehr. Weder ein Jurist noch ein Betriebswirt können die Frage beurteilen, welche produktionstechnischen Innovationen notwendig sind,
175 damit nicht mehr 15 %, sondern nur noch 10 % Schlacke rauskommen. Dann ist es die Aufgabe des Insolvenzverwalters, zu prüfen, wer kann das im Unternehmen und wenn es da niemand kann, sucht man im Netzwerk weiter. Irgendwie muss die Expertise dann organisiert werden.

17. Juristen spielen im außergerichtlichen Verfahren eine Nebenrolle. Welche Auswirkungen ergeben sich daraus?

- 180 Wer sich außergerichtlich sanieren will, muss erstens einen guten Beraterstab haben, mit dem Blick des außenstehenden Qualifizierten beurteilen, was falsch gelaufen ist. Es setzt auch voraus, dass Organe des zu sanierenden Unternehmens Einsichtsfähigkeit und Fehlerkultur haben.

- Insolvenzverwaltung und die außergerichtliche Sanierung sind ein Drittel Juristerei, ein Drittel Betriebswirtschaft und ein Drittel Psychologie. Es kommt also auf die Agierenden an, ob ein
185 außergerichtlicher Sanierungsprozess Erfolg haben wird oder nicht.

18. Werden von Beratern denn belastbare Gutachten zur Sanierungsmöglichkeit erstellt?

- In der Praxis der meisten Fortführungsfälle holt sich das Unternehmen relativ kurzfristig vor der Stellung des Insolvenzantrages, manchmal 2 Wochen, im besten Fall 4 Wochen vor der Insolvenzantragstellung, einen Berater ins Haus.
190 Die gehen dann ins Unternehmen und müssen schnell feststellen, liegt ein Insolvenzgrund bereits vor. Die haben unheimlichen Zeitdruck und fertigen dann mit heißer Nadel kein IDW Gutachten, sondern bestenfalls daran angelehnt oder auch nur eine Sanierungsskizze an. Da

begegnen dem Leser dann blumige Worte und blumige Vorstellungen, die man glauben kann, aber nicht glauben muss.

195 Im Weiteren setzen die Berater dann eine integrierte Unternehmensplanung auf und prognostizieren bestimmte Ergebnisse und Umsätze. Im Zweifel wird über Umsatzsteigerungen das gewünschte Ergebnis herbeigeführt. Da werden Märchen aus tausendundeiner Nacht konstruiert.

Für eine integrierte Unternehmensplanung müssen bestimmte Bedingungen vorliegen und es müssen bestimmte Annahmen getroffen werden. Für bestimmte Entwicklungen müssen be-
200 stimmte Prämissen bestimmt werden. Vielfach sucht man danach vergebens und dann sind die Gutachten eben nicht belastbar. Deshalb scheitern übrigens auch so viele Sanierungen.

19. Denken Insolvenzverwalter in Optionen?

Wenn ich ein Verfahren übernehme, dann denke ich in Handlungsoptionen: gibt es die Möglichkeit einen Insolvenzplan aufzustellen, gibt es eine Möglichkeit das Unternehmen im Ganzen
205 zu veräußern, die sogenannte übertragene Sanierung, oder Liquidation des Unternehmens, mit den Alternativen sofortige Unternehmensstillegung oder zu einem bestimmten Zeitpunkt oder eine gewisse Ausproduktion?

Es gibt darunter dann auch Mischformen.

Der Maßstab, an dem der Insolvenzverwalter die Optionen messen muss, ist die Frage danach,
210 was ist das Beste für die Gläubiger? Womit erziele ich die optimale Gläubigerbefriedigung?

20. Das juristische Denken im „Gutachtenstil“ ist ein linearer Prozess, Qualitätsmanager greifen gerne auf Kreislaufprozesse zurück, gibt es da einen Konflikt? Kann der Sanierungsprozess als Kreislauf interpretiert werden?

Das ist eine zu theoretische Frage und aus meiner Sicht auch keine relevante Frage für das
215 Verfahren. Der Insolvenzverwalter als solcher ist zwar in 98 % der Fälle Jurist, ist aber einer, der über Jahre oder Jahrzehnte in wirtschaftlichen Kategorien und in Sanierungsszenarien zu denken gelernt hat. Niemand denkt bei der Sanierung eines Unternehmens im Gutachtenstil.

*21. Die durchschnittliche Befriedigungsquote der Gläubiger wird in der Literatur mit 5 % angegeben. Das bedeutet auch, dass Gläubiger nur noch mit diesen 5 % ihrer Forderung im Risiko sind, die anderen 95 % sind zu diesem Zeitpunkt schon verloren. Ist das
220 den Gläubigern bewusst?*

Die Sichtweise ist interessant, aber möglicherweise nicht vollständig richtig. Wenn man von einem statistischen Durchschnittswert von 5 % ausgeht, dann kann das richtig sein, sagt mir

225 aber noch nichts über den vorliegenden Fall aus. Verwalter A handelt anders und trifft andere Entscheidungen als Verwalter B und so kann es unterschiedliche Befriedigungsquoten geben.

Dem Profigläubiger wird es stets klar sein, den anderen nicht in jedem Fall. Zu differenzieren ist insgesamt danach, wie die Gläubiger besichert sind. Besicherte Gläubiger blicken ganz anders auf diese Fragestellung.

Vorstellung Prof. Dr. Jens M. Schmittmann

Prof. Dr. Jens M. Schmittmann lehrt an der FOM Hochschule für Oekonomie und Management, Essen, Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, Wirtschafts- und Steuerrecht. Daneben ist er als Rechtsanwalt, Fachanwalt für Insolvenz- und Sanierungsrecht in Essen tätig und verfügt über eine mehr als 15-jährige Praxis als Insolvenzverwalter.

Er ist Vizepräsident des RIFAM Rhein-Ruhr-Instituts für angewandte Mittelstandsforschung e.V., Essen/Düsseldorf, Mitglied des Anwaltssenats des Bundesgerichtshofs, Gastdozent an der Bundesfinanzakademie Bonn/Berlin sowie u.a. Verfasser und Mitherausgeber der etlicher Bücher zum Insolvenzrecht.¹⁵⁵⁸

Interview Prof. Dr. Schmittman

1. Warum werden so wenige Unternehmen erhalten? Was ist die Ursache, warum so selten Nachfolgelösungen für insolvente Unternehmen gefunden werden?

Für den Verkauf einer Unternehmung aus der Insolvenz gibt es zwei Möglichkeiten, einmal den Share-Deal und einmal den Asset-Deal.

- 5 Den Share-Deal gibt es in der Insolvenz praktisch gar nicht, weil dann auch alle Verbindlichkeiten übergehen würden. Im Regelfall gibt es einen Assets-Deal. Verkauft werden können dann alle Assets oder ein Teil der Assets. Dann entsteht ein Problem mit den Arbeitnehmern, weil § 613 a BGB den Arbeitnehmer das Recht zugesteht, bei einem Verkauf eines Teilbetriebes ihren Arbeitsplatz zu behalten. Der Erwerber wurde dieses Risiko einpreisen.
- 10 Ich sehe ein wesentliches Problem im Insolvenzverfahren darin, dass der Insolvenzverwalter ab dem Tag der Verfahrenseröffnung unter Vollkostengesichtspunkten nach § 55 InsO mit zu bezahlenden Masseverbindlichkeiten arbeiten muss. Im vorläufigen Insolvenzverfahren zahlt die Bundesagentur für Arbeit über das Insolvenzgeld drei Monate lang die Löhne. Ab dem Tag der Eröffnung des Insolvenzverfahren müsste ein Insolvenzverwalter dies selbst bezahlen, und
- 15 wenn ich Arbeitnehmer entlassen möchte, dann nur mit einer Frist von drei Monaten. Bis zum Ablauf der Kündigungsfrist sind die Löhne auch Masseverbindlichkeiten der Insolvenzordnung.

Das ist die Vorüberlegung dazu, dass eine Unternehmensübertragung im Regelfall unter einem immensen Zeitdruck steht, weil einerseits sich die guten Arbeitnehmer, sobald sie verunsichert

¹⁵⁵⁸ Vgl. Vorstellung bei KBW

20 sind, einen neuen Arbeitgeber suchen. Während die Leistungsträger das Unternehmen verlassen, muss die restliche Belegschaft weiterhin bezahlt werden.

Der Insolvenzverwalter haftet für alle Handlungen persönlich. Werden Mitarbeiter weiterhin beschäftigt, haftet der Insolvenzverwalter für deren Bezahlung. Von der Haftung kann sich der Insolvenzverwalter z. B. durch Freistellung der Mitarbeiter schützen, dann bricht aber unmittelbar die Produktion zusammen.

Wenn die Produktion stillsteht, dann suchen sich die Kunden unmittelbar neue Lieferanten, und eine Reaktivierung der Produktion wäre dann mit so hohen Kosten verbunden, dass dies wirtschaftlich nicht mehr sinnvoll sein wird.

30 *2. Daten sind der Kern für die Beurteilung der Krise. Die Gläubiger können aus verschiedenen Gründen heraus zu Fehlurteilen kommen. Wie schätzen Sie die Qualität der vorliegenden Daten ein?*

Die Daten sind im Regelfall viel zu optimistisch, auch um die eigene wirtschaftliche Lage zu beschönigen. Exemplarisch werden Forderungen in den Bilanzen, auch wenn es sicher ist, dass sie nicht mehr eingetrieben werden können, nicht ausgebucht, weil sie den Banken als Sicherheit dienen. Das sind in der Regel bewusste Manipulationen.

Daten können auch unbewusst falsch sein, z. B. wenn das Ergebnis steuerlicher Abschreibungen nicht dem tatsächlichen Wertverzehr entspricht.

Insgesamt ist die Zahlengrundlage immer schlecht.

40 *3. Würde ein Unternehmen mit einem sehr guten Controlling Krisen eher vermeiden?*

Das kann ich so bestätigen. Aktuelle Zahlen zur Unternehmenslage sind für kleine und mittlere Unternehmen im Insolvenzverfahren die Ausnahme. Es liegen nicht nur keine aktuellen Daten vor, sondern in vielen Fällen nicht einmal die Abschlüsse der letzten zwei Jahre.

4. Welche Ursachen sehen Sie für die schlechte Datenlage in den Unternehmen?

45 Es gibt zwei Gründe. Zunächst einmal gibt es eine „Vogel-Strauß-Mentalität“ in den Unternehmen. Die zweite Ursache liegt in der Beziehung der Unternehmen zu den Steuerberatern. In vielen Fällen haben die Unternehmen bereits Zahlungsrückstände gegenüber ihren Steuerberatern. Der Steuerberater wird folglich nicht besonders motiviert sein, das Unternehmen zu beraten, und der Unternehmer wird diese Beratung nicht einfordern.

Der Steuerberater muss bei der Prüfung der Fortbestehensprognose auf Insolvenzgründe hinweisen. Unterlässt der Steuerberater diesen Hinweis, begibt er sich in ein Haftungsrisiko. Das ist eine Entwicklung seit 2017 und begründet sich durch ein BGH-Urteil. Im Ergebnis gibt es ein Commitment zwischen Steuerberater und Mandant, dass man besser keine Abschlüsse mehr erstellt. Das geschieht in dem Wissen, dass es eine Pflicht zur Aufstellung der Jahresabschlüsse gibt.

55 5. *Verfügt der typische Insolvenzverwalter, verfügt ein Jurist über die fachliche Kompetenz, betriebswirtschaftliche Daten richtig zu interpretieren?*

Früher konnte es dort Wissenslücken gegeben haben. Man muss aber sehen, dass wir seit mittlerweile 10, 15 Jahren den Fachanwalt für Insolvenzrecht haben. Ohne Fachanwalt für Insolvenzrecht zu sein, wird man auch nicht mehr zum Insolvenzverwalter bestellt. Im Rahmen der
60 Ausbildung sind etwa 120 Stunden Rechnungswesen und weitere Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre enthalten. Grundlegende Kompetenzen sind also vorhanden, zumal berufserfahrene Juristen auch nicht bei null beginnen, sondern auch im Vorfeld Unternehmen schon von innen gesehen haben.

65 6. *Macht es dann noch Sinn, vom Insolvenzverwalter zusprechen, oder hat eine Entwicklung zum Insolvenzmanager bereits stattgefunden?*

Das ist ein weites Feld. In 80 % der Fälle sind die Unternehmen bei Antragsstellung schon tot. In all diesen Fällen sind Anwälte gut geeignet, da die Aufgaben darin bestehen, offene Forderungen einzuklagen, den Mitarbeitern zu kündigen und gegebenenfalls Prozesse bei den Arbeitsgerichten zu führen, sie machen Schadensersatzansprüche gegenüber den Geschäftsführern und Gesellschaftern geltend und so weiter.
70

In etwa 20 % der Fälle bestehen Chancen, die Unternehmung zu erhalten, da könnte dann der Begriff des Insolvenzmanagers passen. Die meisten Insolvenzverwalter geben dann die operative Geschäftsführung an einen Interimsmanager ab.

75 7. *Welchen Einfluss hat die Insolvenzverwaltervergütungsverordnung auf den Umgang mit insolventen Unternehmen?*

Der Insolvenzverwalter bekommt einen Teil der Insolvenzmasse, die er eingespielt hat, als Vergütung. Ein leichtfertiges Verschleudern von Unternehmen zu niedrigen Preisen würde die Vergütung des Insolvenzverwalters schmälern. Der Vorwurf, dass Insolvenzverwalter nicht an den Erhalt der Unternehmung interessiert sind, stimmt schon aus diesem Grund nicht.

80 8. *Wie sieht der Entscheidungsprozess aus, ob ein Unternehmen den 80 % chancenlosen Unternehmen oder den 20 % der Unternehmen mit Sanierungsperspektive zugeschlagen wird?*

In den allermeisten Fällen ist das offensichtlich. Geprüft wird der Gesamteindruck der Unternehmung, die Motivation der Mitarbeiter, die Auftragslage oder ob es eine aktuelle Fortbestehensprognose gibt. Im vorläufigen Insolvenzverfahren muss ein Insolvenzverwalter für das In-
85 solvenzgericht ein Gutachten erstellen. Ein wesentlicher Teil des Gutachtens ist die Prüfung der Fortbestehensprognose des Unternehmens. Aus zeitlichen und finanziellen Gründen ist die Beauftragung externer Gutachter nicht möglich.

Der beschriebene Prozess gilt für kleine und mittlere Unternehmen. Bei Großunternehmen wer-
90 den Expertenteams herangezogen.

9. *Kann die Finanzierung der Prüfung durch Banken erfolgen? Die Motivation könnte in der Sicherung eigener Forderungen liegen.*

Erfahrungsgemäß konzentrieren sich die Banken bei der Prüfung nur auf den Grad der Absicherung der eigenen Forderungen, beziehungsweise welchen Wert die eigenen Absicherungen
95 noch haben. Das Interesse der Bank einer Fortführung der Unternehmung wird erst dann geweckt, wenn die bestehenden Absicherungen nicht mehr ausreichen, um die bestehenden Verbindlichkeiten zu befriedigen.

10. *Spielt der IDW S6 für die Erstellung des Gutachtens eine Rolle?*

Nein der spielt keine Rolle, weil es zeitlich und finanziell nicht möglich ist. Eine Ausnahme
100 spielen nur die ganz großen Unternehmen in der Insolvenz.

11. *Der Literatur folgend sind 95 % ein typischer Verlust für Gläubiger in der Insolvenz.*

Faktisch sind damit nur 5 % im Risiko. Wie interpretieren Gläubiger diese Zahlen?

Überwiegend verstehen die Gläubiger das nicht oder sie wollen es nicht verstehen, dass sie nur
105 noch mit 5 % im Risiko stehen. Sie sehen sich bis zum Ende des Verfahrens mit 100 % der Forderungen im Risiko.

12. *Wie interpretieren Insolvenzverwalter diese Zahlen?*

Der Fachanwalt für Insolvenzrecht bleibt Anwalt und wird nicht zum Betriebswirt. Das ist auch eher eine Überlegung für den Gläubiger, für den Insolvenzverwalter wird sich die Frage nicht
stellen.

110 13. *Wird sich der Anteil von Betriebswirten unter den Insolvenzverwalter erhöhen?*

Das erwarte ich nicht. Insolvenzrichter können die Kompetenzen von Betriebswirten für ein solches Verfahren nicht einschätzen. 95 % der Insolvenzverwalter werden auch zukünftig Anwälte sein.

115 *14. Greifen Insolvenzverwalter bei ihrer Beurteilung auf klassische Krisenverlaufsmodelle zurück?*

Nein, die Insolvenzverwalter interessieren sich nur für den Übergang von der Liquiditätskrise in die Insolvenz. Dieser Übergang ist auch zentral für das zu erstellende Gutachten. Das Gericht möchte immer wissen, wann der Insolvenzgrund eingetreten ist.

120 *15. Welche Rolle spielt Vertrauen? Wenn ich eine Unternehmensgründung betrachte, kann ich regelmäßig nicht auf Datenmaterial zurückgreifen. Ich muss dem Unternehmensgründer, wahlweise der Gründungsidee, vertrauen.*

Vertrauen spielt nur in den Fällen eine Rolle, in der die Fortführung des Unternehmens in Erwägung gezogen wird. Die Fortführung kann aber nicht gegen den Geschäftsführer durchgesetzt werden. Würde der Geschäftsleitung nicht vertraut und soll diese ersetzt werden, muss 125 genügend Liquidität vorhanden sein und es muss ein geeigneter Ersatz verfügbar sein.

16. Unternehmensberatungen schlagen gerne vor, eine Krise als Chance zu begreifen. Gibt es das in der Realität? Begreifen Unternehmer eine Unternehmenskrise als Chance?

130 Nein, das gibt es nicht. Der Gesetzgeber hat mit dem StaRUG ein Sanierungsverfahren außerhalb des Insolvenzverfahrens eingeführt. Das ist vor einem halben Jahr in Kraft getreten und es gibt vielleicht zehn Fälle bisher.

17. Können Unternehmen überraschend in einem Insolvenzverfahren landen? Reicht eine einmalige Störung aus?

Aus der Rolle des Insolvenzverwalters heraus kann ich das nicht beurteilen. Ich kenne ja nur die Fälle, die bei mir ankommen und nicht die Fälle, die nur beinahe bei mir angekommen wären. 135 In der Regel ist es aber so, dass ein singuläres Ereignis nicht ausreicht, um ein Insolvenzverfahren auszulösen. In der Praxis kommen viele unterschiedliche Gründe zusammen.

Wenn es in einem Unternehmen eine singuläre Störung gibt und das Unternehmen verfügt über ein plausibles Geschäftsmodell, dann ist das kein Fall für ein Insolvenzverfahren. Vorausgesetzt ist, dass die Gläubiger rational handeln und in geringem Umfang dem Unternehmen wirtschaftlich entgegenkommen. Handeln die Gläubiger hingegen irrational und bestehen vollumfänglich auf ihren Forderungen, dann ist das ein Fall für ein Insolvenzplanverfahren oder ein Restrukturierungsverfahren.

145 *18. Aus betriebswirtschaftlicher Sicht ist eine Insolvenz eine Vertrauenskrise. Vertraut der Gläubiger dem Unternehmen, gibt es keine Krise, vertraut der Gläubiger dem Unternehmen nicht mehr, ist es reif für das Insolvenzverfahren. Wie beurteilen Juristen diese Sichtweise?*

150 Juristen nehmen eher eine faktenbasierte Sichtweise ein. Bei harten Gläubigern, wie z. B. dem Finanzamt oder den Sozialversicherungen, spielt Vertrauen überhaupt keine Rolle. Nach Vorschriftenlage müssen die Forderungen eingetrieben werden. Die Nicht-Abführung von Sozialversicherungsbeiträgen ist sogar strafbar.

Das gilt in normalen Zeiten. Während der Corona Pandemie gab es großzügige Ausnahmen und Stundungen seitens des Finanzministeriums und der Sozialversicherungen, welche aber nicht von Dauer sein werden.

155 *19. Das Schutzschirmverfahren stellt im Gegensatz zu Insolvenzverfahren betont auf eine Sanierung der Unternehmung ab und schützt das Unternehmen vor dem Zugriff der Gläubiger. Wenn die bisherige Geschäftsleitung im Unternehmen bleibt, macht man dann nicht „den Bock zum Gärtner?“*

160 Zweigeteilte Antwort: Zunächst ist es fraglich, warum die bisherige Geschäftsleitung nun etwas anders machen sollte als in der Vergangenheit. Wenn er es vorher nicht geschafft hat, warum sollte er es jetzt schaffen?

Gleichzeitig sehen wir aber bei größeren Unternehmen, die noch über Liquidität verfügen, dass die Geschäftsleitung ergänzt wird um einen CRO, der als Anwalt oder Wirtschaftsprüfer auch Insolvenzverwalter sein könnte - dann macht man den Bock nicht zum Gärtner, weil die Geschäftsleitung um wesentliche Kompetenzen erweitert wurde.

165 Verfügt die Geschäftsleitung über zentrale, meist technische Kompetenzen, dann kann er gar nicht ersetzt werden. Der Insolvenzverwalter verfügt nicht in jedem Fall über die notwendigen technischen Kompetenzen und der externe Einkauf von Kompetenz ist regelmäßig zu kostenintensiv, falls es überhaupt möglich ist.

170 Der wichtigste Erfolgsfaktor in Sanierungsverfahren ist die Geschwindigkeit, es muss schnell gehen.

20. Wie wichtig ist der IDW S6 für Insolvenzverwalter?

Der IDW S6 spielt in dem Arbeitsalltag von Insolvenzverwaltern keine wesentliche Rolle.

21. Könnte der Anteil der sanierten Unternehmen bei Verbesserungen in den Verfahren erhöht werden?

- 175 Kritisch formuliert ist die InsVV kontraproduktiv, weil bei der Fortführung des Unternehmens die Bemessungsgrundlage für die Vergütung nur der Überschuss ist. Wenn die Vermögensgegenstände im Unternehmen nicht veräußert werden, dann kommt man auch nicht an die großen Werte. Es gibt Zuschläge für die Erstellung von Insolvenzplänen, aber der Kern ergibt sich aus der InsVV.
- 180 Ein nicht-monetärer Aspekt der Vergütung ergibt sich aus der Reputation, die der Insolvenzverwalter erlangen kann, weil er Unternehmen erhält und sich damit für kommende große Insolvenzverfahren empfiehlt.

Eidesstattliche Erklärung zu § 14 Abs. 1 Nr. 6

Ich gebe folgende eidesstattliche Erklärung ab:

Ich erkläre hiermit, dass ich die vorliegende Arbeit selbständig ohne unzulässige Hilfe Dritter verfasst, keine anderen als die angegebenen Quellen und Hilfsmittel benutzt und alle wörtlich oder inhaltlich übernommenen Stellen unter der Angabe der Quelle als solche gekennzeichnet habe.

Die Grundsätze für die Sicherung guter wissenschaftlicher Praxis an der Universität Duisburg-Essen sind beachtet worden.

Ich habe die Arbeit keiner anderen Stelle zu Prüfungszwecken vorgelegt.

Ort, Datum

Unterschrift