

**Aspekte der  
Unternehmenssteuerung in der Krise:  
Aktuelle Herausforderungen und Lösungsansätze**

---

Dissertation  
zur Erlangung des Grades eines Doktors der  
wirtschaftlichen Staatswissenschaften  
(Dr. rer. pol.)  
des Fachbereichs Rechts- und Wirtschaftswissenschaften

der Johannes Gutenberg-Universität Mainz  
vorgelegt von  
Dipl.-Kffr. Synd.-StB Nina Natalie Witte

in Mainz

---

im Jahre 2017

---

## I. Abstract

Unternehmenskrisen kommt in Zeiten erheblicher Komplexität und zunehmender Unsicherheit aufgrund von fortschreitendem technologischem Wandel, geographischen Ereignissen und sozialen Veränderungen eine wachsende Bedeutung zu und die Unternehmenssteuerung wird durch diese erschwert. Bedeutsame Problemfelder der Steuerung des Unternehmens in der Krise sind dessen Bewertung, die Neuordnung der Corporate Governance sowie die kennzahlenbasierte Unternehmenssteuerung.

Die Unternehmensbewertung in der Krise birgt aufgrund der erhöhten Unsicherheit der künftigen Unternehmensentwicklung, der Wirksamkeit von Sanierungskonzepten und der Stakeholder Reaktionen erhebliche Herausforderungen. Das Hauptaugenmerk ist auf die angemessene Schätzung der künftigen Erträge und Cashflows zu legen, welche grundsätzlich anhand einer Erwartungswertbildung der wesentlichen Szenarien zu erfolgen hat. Darüber hinaus sind die folgenden typischen Annahmen und Vorgehensweisen kritisch zu würdigen und ggf. zu verwerfen: Konstanter  $\beta$ -Faktor, Ermittlung des  $\beta$  anhand historischer Daten, Konzept der ewigen Rente sowie gleichbleibende Wachstumsrate.

In der Krise verschieben sich die Interessen, Ziele und Machtverhältnisse bei den Stakeholdern des Unternehmens erheblich. Hierdurch ergeben sich neue Konstellationen und Rollenverteilungen, mit im Ergebnis teils drastischer Auswirkungen auf die Unternehmensführung. So gewinnen oftmals Finanzierer deutlich an Einfluss und Mitspracherecht und greifen auf verschiedenste Arten in die Unternehmensführung ein. Der Gedanke der Shareholder-Value-Maximierung weicht in der Unternehmenskrise häufig einer Risikominimierungsstrategie einzelner Stakeholder. In der Krise hängt die Unternehmenszukunft deshalb in vielen Fällen von den Einschätzungen und Entscheidungen der Finanzierer ab. Hierdurch können Situationen entstehen, in denen zugunsten der Risikominimierung der Finanzierer unternehmerisch sinnvolle und im Sinne einer Shareholder-Value-Maximierung vorteilhafte Entscheidungen nicht getroffen werden.

Der Frage auf welche Weise der Aufsichtsrat die üblichen Werkzeuge und Methoden zur Erfüllung seiner Überwachungsaufgabe in der Unternehmenskrise zielführend einsetzen kann, wird wie folgt beantwortet: In der Praxis bereits weit verbreitet sind Erweiterungen der Berichterstattung, die Erhöhung der Tagungsfrequenz, die Einholung von Expertenrat sowie die Anpassung der Geschäftsordnung. Zu empfehlen sind darüber hinaus die Bildung eines Restrukturierungsausschusses, die Benennung eines Restrukturierungsexperten, eine eingehende Würdigung der Sanierungsberichterstattung und eine ausgewogene Kombination aus zustimmungs- und berichtspflichtigen Geschäften. Die Entsendung eines Aufsichtsratsmitglieds in den Vorstand ist abzulehnen (Wahrung der Funktionstrennung).

An ein fokussiertes „Krisen-Reporting“, welches eine situationsadäquate Steuerung unter Vermeidung einer Informationsüberlast der Adressaten in der akuten Krisenphase ermöglicht, sind besondere Anforderungen zu stellen: Individueller Inhalt, wenige wesentliche Kennzahlen, knappe Erläuterungen sowie Darstellung von Verläufen und Vergleichsdaten. Bei der auf Kennzahlen basierenden Managemententlohnung in der Krise ist auf die Berücksichtigung verschiedener Stakeholder-Interessen sowie flexible Vertragsgestaltung zu achten und eine Beteiligung am Unternehmen(swert) nach der Krise zu empfehlen.

**II. Inhaltsverzeichnis**

I. Abstract.....	I
II. Inhaltsverzeichnis.....	III
III. Abbildungsverzeichnis.....	VII
IV. Abkürzungsverzeichnis.....	VIII
1. Einleitung .....	1
1.1 Zur Relevanz von Unternehmenskrisen in Deutschland .....	1
1.2 Problemstellung und Ziel der Arbeit.....	4
1.3 Struktur und Gang der Untersuchung.....	10
2. Unternehmensbewertung in der Krise .....	12
2.1 Einleitung.....	12
2.2 Die Unternehmenskrise .....	13
2.2.1 Typischer Verlauf .....	13
2.2.2 Besondere Unsicherheitsfaktoren .....	15
2.2.2.1 Wirksamkeit Maßnahmenpakete.....	15
2.2.2.2 Finanzierungs- und Beteiligungsstruktur.....	17
2.2.2.3 Stakeholder-Verhalten .....	18
2.3 Unternehmensbewertung in der Unternehmenskrise .....	19
2.3.1 Geeignete Verfahren .....	19
2.3.2 Unsicherheit bei der Fortführungswertermittlung .....	21
2.3.2.1 Schätzung künftiger Cashflows.....	21
2.3.2.2 Szenario Planung.....	23
2.3.2.3 Planungshorizont.....	26
2.3.2.4 Kapitalisierungszinssatz.....	28
2.3.2.4.1 Grundlagen der Bestimmung anhand des CAPM.....	28
2.3.2.4.2 Ermittlung des $\beta$ -Faktors im Krisenfall .....	29
2.3.2.4.3 Zusätzliche Risikoaufschläge .....	31
2.3.3 Unsicherheit bei der Liquidationswertermittlung.....	32
2.4 Zusammenfassung.....	34
3. Wandel der Stakeholder-Rollen in stürmischen Zeiten .....	37
3.1 Einleitung.....	37
3.2 Aufgaben der Unternehmenssteuerung in der Krisensituation .....	37
3.2.1 Stoppen des Abwärtstrends als oberste Priorität .....	37
3.2.2 Entwicklung eines umfassenden Sanierungsprogramms .....	39

---

3.2.3 Wiedergewinnung von Vertrauen.....	39
3.2.4 Neuordnung der Corporate Governance und Stakeholder Management ...	40
3.3 Wesentliche Akteure im Lichte der Krise .....	42
3.3.1 Aktionäre .....	42
3.3.2 Aufsichtsrat.....	45
3.3.3 Vorstand .....	47
3.3.5 Finanzierer .....	49
3.3.5.1 Banken .....	49
3.3.5.2 Kreditversicherer .....	52
3.3.6 Weitere Stakeholder .....	53
3.3.6.1 Mitarbeiter.....	53
3.3.6.2 Lieferanten .....	54
3.3.6.3 Kunden.....	55
3.3.6.4 Abschlussprüfer.....	56
3.3.6.5 Sanierungsberater .....	58
3.3.7 Spannungsfeld der Stakeholder-Interessen und Einflüsse in der Krise .....	61
3.4 Finanzierer-getriebene Sanierung .....	63
3.5 (Un)freiwillige Sanierungsbeiträge der Aktionäre.....	65
3.5.1 Gründe für Gesellschafterbeiträge .....	65
3.5.2 Beitragsarten.....	67
3.6 Fazit .....	70
4. Eingriffe von Finanzierern in die Unternehmenssteuerung .....	72
4.1 Einleitung.....	72
4.2 Unternehmenssteuerung und Stakeholder-Verhalten in Krisenzeiten.....	72
4.3 Eingriffe der Finanzierer in die Unternehmensteuerung .....	75
4.3.1 Charakteristika der Finanzierer-getriebenen Sanierung.....	75
4.3.2 Einfluss auf Beraterauswahl und Management-Besetzung.....	76
4.3.3 Extensive Zustimmungsvorbehalte.....	78
4.3.4 Der Ruf nach dem Sanierungskonzept.....	79
4.3.5 Überwachung des Sanierungsfortschritts .....	81
4.3.5.1 Übliche Überwachungsmethoden.....	81
4.3.5.2 Berichterstattung .....	83
4.4 Fazit .....	85
5. Überwachungsaufgabe des Aufsichtsrats in der Krise.....	86
5.1 Einleitung.....	86

---

5.2 Aufgaben des Aufsichtsrats im Krisenumfeld .....	87
5.2.1 Überwachung und Beratung .....	87
5.2.2 Besetzung, Vergütung und Betreuung des Vorstands.....	87
5.2.3 Stakeholder Management .....	88
5.3 Standard-Instrumentarium im Lichte der Krise .....	89
5.3.1 Aufbau von Expertise.....	89
5.3.1.1 Ausschussbildung .....	89
5.3.1.2 Experten im Aufsichtsrat .....	91
5.3.1.3 Externe Prüfer und Berater .....	93
5.3.2 Intensivierung der Tätigkeit .....	94
5.3.2.1 Tagungsintensität und Prüfung der Berichterstattung .....	94
5.3.2.2 Ausweitung zustimmungspflichtige Geschäfte .....	95
5.3.3 Sicherstellung einer effizienten Geschäftsführung .....	96
5.3.3.1 Besetzung und Vergütung des Vorstands .....	96
5.3.3.2 Entsendung von Aufsichtsratsmitgliedern in den Vorstand.....	98
5.3.3.3 Einsatz von Interim Managern .....	98
5.3.3.3.1 Rollenverständnis des Interim Managers in der Krise .....	98
5.3.3.3.2 Problematik des Finanzierer-getriebenen Interim Manager Einsatzes .....	102
5.3.3.3.3 Konflikte zwischen Interim Manager und CEO .....	103
5.3.3.3.4 Ausstieg des Interim Managers.....	104
5.4 Grenzen der Aufsichtstätigkeit.....	105
5.4.1 Funktionstrennung von Vorstand und Aufsichtsrat .....	105
5.4.2 Hauptversammlung als ultima ratio .....	106
5.4.3 Die Macht des Faktischen – Finanzierer als Letztentscheider .....	107
5.5 Fazit .....	108
6. Kennzahlenbasierte Unternehmenssteuerung im Krisenfall .....	110
6.1 Einleitung.....	110
6.2 Grundlagen der Unternehmenssteuerung mit Kennzahlen.....	111
6.2.1 Unternehmenssteuerung durch Verhaltensnormen benötigt Kennzahlen	111
6.2.2 Kennzahlen: Begriff und Funktionen.....	111
6.2.3 Kennzahlensysteme zur Unternehmenssteuerung .....	113
6.3 Kennzahlenbasierte Unternehmenssteuerung in der Krise .....	116
6.3.1 Problembereiche .....	116
6.3.1.1 Späte Erkenntnis.....	116

---

6.3.1.2 Neuausrichtung und Strategiewechsel.....	118
6.3.2 Lösungsansätze für situationsadäquate Kennzahlen im akuten Krisenzustand.....	120
6.3.2.1 Notwendigkeit und Nutzen eines „Krisen-Reportings“.....	120
6.3.2.2 Typische Inhalte und Aufbau eines „Krisen-Reportings“ .....	121
6.3.2.3 Anforderungen an Umfang und Darstellung der Kennzahlen im „Krisen-Reporting“ .....	124
6.3.2.4 Beispiele eines „Krisen-Reportings“ .....	127
6.3.3 Lösungsansätze für den Umgang mit den bestehenden „alten“ Kennzahlensystemen .....	129
6.3.3.1 Zielvorgaben als Steuerungsinstrument.....	129
6.3.3.2 Problematik bestehender Vereinbarungen und der Management Entlohnung.....	130
6.4 Fazit.....	133
7. Zusammenfassung der Ergebnisse und Ausblick .....	135
V. Literaturverzeichnis .....	139
VI. Lebenslauf.....	172

**III. Abbildungsverzeichnis**

Abb. 1: Entwicklung der Unternehmensinsolvenzen in Deutschland .....	1
Abb. 2: Typischer Krisenverlauf .....	4
Abb. 3: Umfeld der Unternehmenssteuerung in der Krise .....	6
Abb. 4: Verdeutlichung Sanierungspotenziale .....	16
Abb. 5: Beispiel einer Prognose in der Krise .....	22
Abb. 6: Erwartungswertbildung anhand von Szenarien .....	24
Abb. 7: Typischer Renditeverlauf in der Unternehmenskrise.....	29
Abb. 8: Überblick wesentlicher Stakeholder .....	41
Abb. 9: Bedeutung und Einflussnahme von Stakeholdern .....	62
Abb. 10: Partizipation Kapitalgeber am Unternehmenswert im Zeitablauf.....	66
Abb. 11: Übersicht Gesellschafterbeiträge .....	69
Abb. 12: Finanzierer- versus Gesellschafter-getriebene Sanierung .....	75
Abb. 13: Eingriffsmöglichkeiten der Finanzierer im Sanierungsverlauf.....	76
Abb. 14: Ausschussbildung im Aufsichtsrat.....	90
Abb. 15: Übersicht starker versus schwacher CRO .....	100
Abb. 16: Typische Einsatzsituationen für CRO .....	101
Abb. 17: Eingriff der Hauptversammlung in Fragen der Geschäftsführung.....	107
Abb. 18: Funktionen von Kennzahlen .....	112
Abb. 19: Typische (nicht) finanzielle Kennzahlen.....	116
Abb. 20: Zeitpunkt der Krisenerkenntnis.....	117
Abb. 21: Wandel der Kennzahlensysteme im Verlauf der Unternehmenskrise.....	118
Abb. 22: Typische Inhalte eines „Krisen-Reportings“ .....	121
Abb. 23: Liquiditätsmanagement und -kennzahlen .....	122
Abb. 24: „Krisen-Reporting“ bei Qualitätsmangel und Rückruf .....	127
Abb. 25: „Krisen-Reporting“ bei nicht wettbewerbsfähigem Geschäftsmodell .....	128
Abb. 26: Überarbeitung von Zielvorgaben .....	129



**IV. Abkürzungsverzeichnis**

BB	Betriebs-Berater (Zeitschrift)
BBK	NWB Rechnungswesen – BBK (Zeitschrift)
BC	BC – Zeitschrift für Bilanzierung, Rechnungswesen und Controlling (Zeitschrift)
BFuP	Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis (Zeitschrift)
BMWi	Bundesministerium für Wirtschaft und Energie
BOARD	BOARD - Zeitschrift für Aufsichtsräte in Deutschland (Zeitschrift)
CEO	Chief Executive Officer
CF	Corporate Finance (Zeitschrift)
CFB	Corporate Finance biz (Zeitschrift)
CFL	Corporate Finance law (Zeitschrift)
Creditreform	Verband der Vereine Creditreform e.V.
CRO	Chief Restructuring Officer
DB	Der Betrieb (Zeitschrift)
Deloitte	Deloitte GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
DK	Der Konzern (Zeitschrift)
DStR	Deutsches Steuerrecht (Zeitschrift)
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung (Tageszeitung)
FB	Finanz-Betrieb: Zeitschrift für Unternehmensfinanzierung und Finanzmanagement (Zeitschrift)
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
KOR	Zeitschrift für internationale und kapitalmarktorientierte Rechnungslegung (Zeitschrift)
KPMG	KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
KSI	KSI • Krisen-, Sanierungs- und Insolvenzberatung (Zeitschrift)

---

NZI	NZI • Neue Zeitschrift für Insolvenz- und Sanierungsrecht (Zeitschrift)
NZG	NZG • Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht (Zeitschrift)
PWC	PricewaterhouseCoopers Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Roland Berger	Roland Berger GmbH (Beratungsgesellschaft)
Towers Watson	Willis Towers Watson plc. (Beratungsgesellschaft)
WPg	Die Wirtschaftsprüfung (Zeitschrift)
WISU	das wirtschaftsstudium (Zeitschrift)
ZCG	Zeitschrift für Corporate Governance (Zeitschrift)
ZfB	Zeitschrift für Betriebswirtschaft (Zeitschrift)
ZfbF	Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung (Zeitschrift)
ZfC	Controlling - Zeitschrift für erfolgsorientierte Unternehmenssteuerung (Zeitschrift)
zfo	zfo – Zeitschrift Führung + Organisation (Zeitschrift)
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (Zeitschrift)

## 1. Einleitung

### 1.1 Zur Relevanz von Unternehmenskrisen in Deutschland

Unternehmenskrisen als solche werden statistisch nicht erfasst, da der Begriff nicht einheitlich definiert ist und Unternehmenskrisen in vielen Fällen nicht öffentlich diskutiert werden. Als Indikatoren für die Entwicklung der Anzahl und des Ausmaßes von Unternehmenskrisen werden folglich zum einen Insolvenzen als mögliches Endstadium einer Krise (mit zudem gut verfügbaren statistischen Daten) und Studien sowie Befragungen von Spezialisten, die im Restrukturierungsbereich tätig sind (z.B. einschlägige Berater, Rechtsanwälte sowie „Krisen-Spezialisten“ der Kreditinstitute und Kreditversicherer), genutzt.

#### Entwicklung der Unternehmensinsolvenzen

Anzahl, in Tsd.



© Statistisches Bundesamt, Wiesbaden 2016

#### Abb. 1: Entwicklung der Unternehmensinsolvenzen in Deutschland<sup>1</sup>

Die Anzahl der Unternehmensinsolvenzen in Deutschland ist seit einem Rekordstand von fast 40.000 Fällen in 2003 und 2004 weiterhin abnehmend. Einzige Ausnahme bildet ein Anstieg im Krisenjahr 2009 um +11,6% als direkte Folge der Finanzkrise in 2008. Seit Einführung der Insolvenzordnung im Jahr 1999 weist 2015 den niedrigsten Stand auf.<sup>2</sup> Auch im ersten Halbjahr 2016 setzt sich der weiterhin abnehmende Trend

<sup>1</sup> Vgl. o.V. (2016a).

<sup>2</sup> Vgl. o.V. (2015b).

der Unternehmensinsolvenzen im Vorjahresvergleich fort.<sup>3</sup> In Europa sind ebenfalls bis auf wenige Ausnahmen<sup>4</sup> in den meisten Ländern, vorwiegend in Westeuropa, ein ähnlicher Verlauf und sinkende Insolvenzzahlen zu verzeichnen.<sup>5</sup>

Dennoch ist die Gegenwart durch Herausforderungen des technologischen Wandels<sup>6</sup>, der immer stärkeren intelligenten Vernetzung von Menschen, Maschinen und industriellen Prozessen (sog. „Industrie 4.0“)<sup>7</sup> sowie stark volatile Umweltzustände und Rahmenbedingungen geprägt. Aktuelle Beispiele wie der Brexit<sup>8</sup>, die Flüchtlingskrise, Terrorismus und Naturkatastrophen zeigen das Ausmaß der Unsicherheit auf. Zudem sind die weitreichenden Folgen der Finanz- und Wirtschaftskrise 2008 auf die Finanzmärkte, aber auch Unternehmen durch bspw. staatliche Eingriffe zur Stabilisierung, in den nächsten Jahren weiterhin präsent. Diese Rahmenbedingungen, die teils unter dem Leitbegriff „VUCA“ (Volatility, Uncertainty, Complexity und Ambiguity) diskutiert werden,<sup>9</sup> führen zu stark veränderten Anforderungen an die Unternehmenssteuerung. Um auch zukünftig und nachhaltig am Markt erfolgreich zu sein, gilt es einen stetigen Wandel zu unterstützen und die Widerstandsfähigkeit des Unternehmens gegen aktuelle, potentielle und zukünftige Gefährdungen im Fokus jeglichen Handelns zu stellen.<sup>10</sup> Diese erheblichen Herausforderungen für Unternehmen und deren Steuerung werden unvermeidlich dazu führen, dass sich immer häufiger und auch wiederkehrend Krisensituationen ergeben; insbesondere wenn Unternehmen sich nicht oder nicht schnell genug an geänderte Marktbedingungen anpassen.

Insoweit ist die zunächst sehr positiv anmutende Statistik der rückläufigen Unternehmensinsolvenzen in Deutschland kein Beleg für eine besonders gesunde

---

<sup>3</sup> Vgl. o.V. (2016c).

<sup>4</sup> So z.B. Portugal, das neben Griechenland, Irland, Italien und Spanien zu den Euro-Währungs-Krisenländern gehört.

<sup>5</sup> Vgl. o.V. (2016b).

<sup>6</sup> Häufig auch diskutiert unter dem Stichwort „disruption“, vgl. Bower / Christensen (1995), S. 19-45; Meck / Weiguny (2015); Hillmer (2016), S. 589-590.

<sup>7</sup> Vgl. vertiefend o.V. (2015c); Meyer / Reker (2016), S. 4-6, 27.

<sup>8</sup> Im Rahmen einer in Großbritannien durchgeführten Volksabstimmung vom 23. Juni 2016 getroffene Entscheidung die Europäische Union zu verlassen.

<sup>9</sup> Vgl. Seibt (2016), S. 1979-1981.

<sup>10</sup> Vertiefend zum sog. Corporate Resilience Management vgl. Seibt (2016), S. 1978-1979; Ellis (2013), S. 1-3; Pampel / Krolak (2016), Rn. 61.

Unternehmenslandschaft. Die aktuell sehr niedrige Anzahl von Insolvenzen und der abnehmende Trend werden in Teilen auch darauf zurückgeführt, dass zum einen das Zinsniveau sehr niedrig ist und somit Zins- sowie Kapitaltilgungsdienste auch bei hoher Verschuldung geleistet werden können; zum anderen haben viele Unternehmen ihre Finanzierung nach der Finanzkrise 2008 umgestellt.<sup>11</sup> Es wird deutlich stärker auf Innenfinanzierungsquellen durch bspw. Working Capital Management sowie andere Finanzierungsinstrumente (wie bspw. Anleihen) neben dem klassischen Bankdarlehen oder der Betriebsmittellinie gesetzt, wodurch die Abhängigkeit von Banken(pools) gesunken ist.<sup>12</sup> Auch die aktuell niedrigen Rohstoffpreise überdecken wie die Niedrigzinsphase Schwächen und Produktivitätsnachteile der Unternehmen.<sup>13</sup> Zudem ist aufgrund erwarteter gesamtwirtschaftlicher Folgen in einigen Branchen, insbesondere der Finanzierungsbranche, durch staatliche Eingriffe bewusst verhindert worden, dass die Schieflage von Marktteilnehmern im Marktaustritt bzw. der Insolvenz endet (z.B. bei sog. systemrelevanten Kreditinstituten und Finanzdienstleistern).

Aus der abnehmenden Anzahl der Insolvenzfälle kann folglich nicht zwingend geschlossen werden, dass die Anzahl der Unternehmenskrisen zurückgeht; es enden lediglich deutlich weniger in einer Insolvenz. Im Gegenteil ist tendenziell zu erwarten, dass bei steigendem Zinsniveau oder anderen negativen Veränderungen der Rahmenbedingungen wie bspw. aufgrund der Staatsschuldenkrise sowie Wechselkursentwicklung des Euro ein deutlicher Anstieg an Insolvenzen droht, da zurzeit viele Unternehmen trotz schlechter Performance bei den momentan guten konjunkturellen Rahmenbedingungen „überleben“. Da sich diese Phase der Aufstauung nicht rendite- und konkurrenzfähiger Unternehmen, die dennoch nicht über den „natürlichen Ausleseprozess“ der Insolvenz den Markt verlassen, nun schon vergleichsweise lange hinzieht, ist ein Anstieg der Anzahl derjenigen Unternehmen, die sich mehrfach, in kürzeren Abständen und besonders lange in einer Krisensituation befinden, zu erwarten. Der Restrukturierungsbedarf in Deutschland wird aktuell und in den kommenden Jahren größtenteils wachsend, zumindest konstant eingeschätzt.<sup>14</sup>

---

<sup>11</sup> Vgl. Jaroschinsky / Werner (2015), S. 16.

<sup>12</sup> Vgl. Falckenberg (2014), Rz. 34-35.

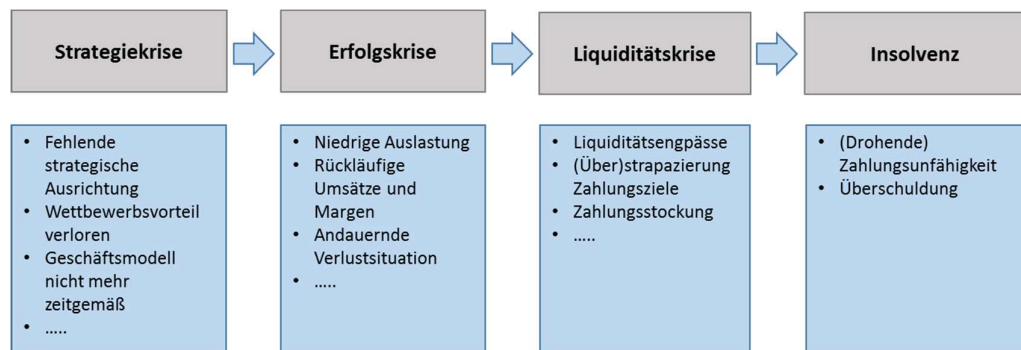
<sup>13</sup> Vgl. o.V. (2015a), S. 3.

<sup>14</sup> Vgl. Jaroschinsky / Werner (2015), S. 16; o.V. (2015a), S. 3-5.

Sowohl hinsichtlich der Anzahl der Restrukturierungsfälle, als auch deren Komplexität und Ausmaß der Krisen wird eine Steigerung erwartet.<sup>15</sup>

## 1.2 Problemstellung und Ziel der Arbeit

Die Unternehmenskrise ist ein Zustand, in dem die Fortführung des Unternehmens fraglich ist.<sup>16</sup> Regelmäßige Kennzeichen einer Krise sind eine andauernde Verlustsituation, Liquiditätsengpässe sowie eine fehlende strategische Ausrichtung. Der typische Verlauf der meisten Unternehmenskrisen ist gekennzeichnet durch einen schleichenden und oft unerkannten Beginn in der Strategiekrise und setzt sich in einer Erfolgs- und Liquiditätskrise, teils gipfelnd in einer Insolvenz, fort.<sup>17</sup> Die Insolvenz als Sanierungsinstrument bzw. eine erfolgreiche Sanierung und Fortführung nach Insolvenz fristet in Deutschland nach wie vor ein Schattendasein und ist trotz jüngerer rechtlicher Reformen zur Verbesserung dieser Möglichkeiten (noch) sehr selten vorzufinden.<sup>18</sup>



**Abb. 2: Typischer Krisenverlauf**

Die Erkenntnis über die Unternehmenskrise und deren Ausmaß sowie die Einleitung erster Schritte zur Krisenbewältigung, sind überwiegend erst in der Erfolgs- und noch häufiger erst in der Liquiditätskrise anzutreffen; entsprechend kommt der

<sup>15</sup> Vgl. o.V. (2015a), S. 11.

<sup>16</sup> Der Begriff der Unternehmenskrise als solches im betriebswirtschaftlichen Sinne ist nicht eindeutig definiert. Gemeinsam ist allen verwendeten Definitionen, dass die Unternehmensfortführung gefährdet ist. Zum engeren, insolvenznahen rechtlichen Krisenbegriff vgl. vertiefend Huber (2015), S. 447-448.

<sup>17</sup> Das Phasenmodell von Müller, welches die Krise in Strategie-, Erfolgs-, Liquiditätskrise und Insolvenz unterteilt, hat sich in der Fachliteratur als das Maßgebende durchgesetzt und wird im Laufe der vorliegenden Arbeit verwendet. Vgl. Müller (1985), S. 39-41; Müller (1986), S. 25.

<sup>18</sup> Vgl. Krystek / Lentz (2013), S. 773.

Sanierungsversuch oftmals (viel) zu spät, um ausreichend Zeit und Handlungsmöglichkeiten für eine hohe Sanierungserfolgswahrscheinlichkeit zu haben.<sup>19</sup> Regelmäßig werden zunächst Krisensymptome (z.B. abnehmende Rentabilität, kontinuierlich sinkende Umsätze, hohe Mitarbeiterfluktuation, geringe Auslastung und Produktivität) wahrgenommen und erst wenn diese gehäuft auftreten, in der Folge auf eine Krise geschlossen oder deren Ursachen erforscht.<sup>20</sup>

Ursachen und Verlauf von Unternehmenskrisen sind trotz allen Typisierungsversuchen sehr individuell. Neben gesamtwirtschaftlichen, branchenspezifischen und konjunkturellen Krisenursachen wie Nachfrageeinbrüchen aufgrund der Unsicherheit, die bspw. durch die weltweite Finanzkrise in 2008 ausgelöst wurde, gibt es verschiedenste unternehmensindividuelle Ursachen. Sogenanntes „Missmanagement“ ist als eine der häufigsten Krisenursachen bekannt.<sup>21</sup> In vielen Fällen wird eine Kombination verschiedener Ursachen zu einer Krise führen. Grundsätzlich kann zwischen endogenen (z.B. Defizite in Steuerung und Kontrolle) und exogenen Ursachen (z.B. Konjunktur) unterschieden werden; exogene Ursachen sind oftmals dadurch zu belegen, dass sie eine Branche oder eine ganze Volkswirtschaft betreffen.<sup>22</sup> In der Praxis treffen endogene und exogene Ursachen häufig zusammen.

Unternehmenskrisen sind ein Ausnahmezustand: Bewährte Regeln und Mechanismen der Unternehmenssteuerung funktionieren nicht mehr oder nur eingeschränkt, die Datenbasis der Steuerung ist oftmals überholt. Aufgrund des hohen Handlungs- und Zeitdrucks, der im Krisenverlauf stetig steigt, müssen Veränderungen und Entscheidungsprozesse in extrem hoher Geschwindigkeit durchlaufen werden, trotz immenser Unsicherheit. Neben dieser Dynamik ist zudem eine hohe Flexibilität hinsichtlich Strategie und Ausrichtung des Unternehmens notwendig, um sich an die

---

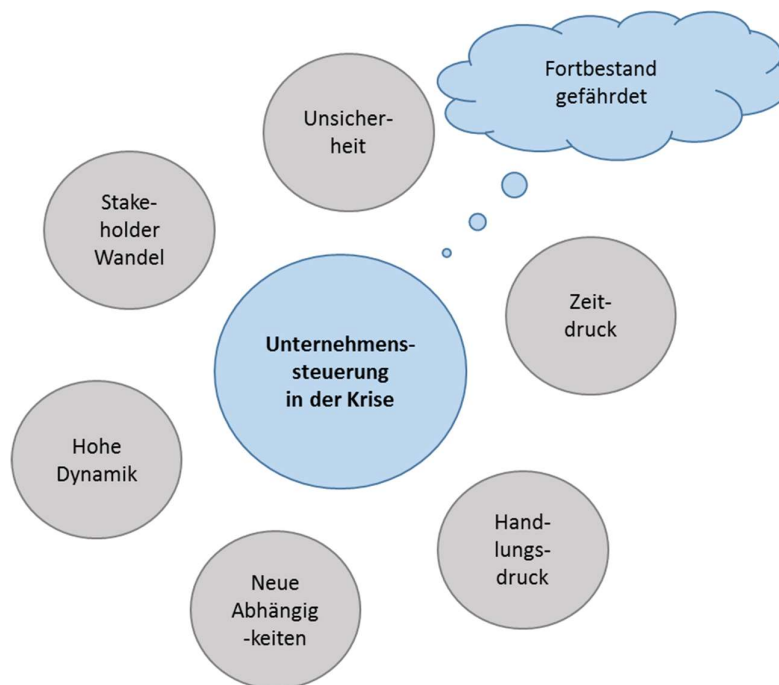
<sup>19</sup> Vgl. Jaroschinsky / Werner (2015), S. 7, 18, 19; Jaroschinsky / Werner (2016), S. 632, 636; Brünkmans (2012), S. 375, 384.; siehe zudem beispielhaft die Untersuchung von Restrukturierungsfällen der Jahre 2012-2015: Bereits zu Beginn der Refinanzierung oder Restrukturierung steckten fast alle Unternehmen in der Liquiditätskrise, vgl. Moldenhauer / Schönfelder / Wens (2016), S. 185, 188.

<sup>20</sup> Vgl. Feldbauer-Durstmüller (2003), S. 130; Feldbauer-Durstmüller / Mayr (2010), S. 155; zu typischen Signalen und Symptomen in der Strategie-, Erfolgs- und Liquiditätskrise vgl. vertiefend o.V. (2016f), S. 2-4.

<sup>21</sup> Vgl. Kraus (2014), Rdn. 5.

<sup>22</sup> Vgl. Weißenberger / Göbel / Kleine (2011), S. 5; Feldbauer-Durstmüller / Mayr (2010), S. 155.

veränderten Gegebenheiten anzupassen. Die in der Krise allgegenwärtige Ungewissheit betrifft neben der Entwicklung von Unternehmen, Branche und Umfeld oftmals auch die Unternehmensstrategie und Ausrichtung. Zudem verändern sich Zielsetzungen, Engagement bzw. Aktivitätslevel und Verhaltensweisen aller Stakeholder des Unternehmens angetrieben von teils stark ausgeprägten Informationsasymmetrien in der Krise drastisch. Hieraus resultieren fallweise erhebliche Eingriffe in die Unternehmenssteuerung durch Überwachungsorgane wie Aufsichtsrat und Hauptversammlung, aber auch externe Stakeholder, insbesondere die Finanzierer.



### Abb. 3: Umfeld der Unternehmenssteuerung in der Krise

Die Anforderungen an die Unternehmenssteuerung in der Krise sind folglich extrem hoch, bei gleichzeitig erschwerten Rahmenbedingungen. Ziel ist stets der Turnaround, zunächst geht es oftmals jedoch primär um das kurzfristige „Überleben“, nachfolgend um die Sanierung und nachhaltige profitable Neuausrichtung des Unternehmens.

Die folgenden Themenfelder haben bei der Unternehmenssteuerung in der Krise in Richtung Turnaround eine herausragende Bedeutung:



- Die *Bewertung des Krisenunternehmens* und seiner Teile unter Berücksichtigung der hohen Unsicherheit, da die meisten der anstehenden tiefgreifenden Entscheidungen vom Unternehmen sowie von verschiedenen Stakeholdern auf Grundlage von Unternehmenswerten getroffen werden.
- Die *Neuordnung der Corporate Governance* in der Krise, welche insbesondere den Wandel der Stakeholder-Rollen, (folgenreiche) Eingriffe von Finanzierern in die Unternehmenssteuerung sowie die Betonung der essentiellen Überwachungsaufgabe des Aufsichtsrats umfasst.
- Generierung von Steuerungsgrößen zur Ermöglichung einer *Kennzahlenbasierten Unternehmenssteuerung* in der akuten Krisenphase sowie der Umgang mit dem alten Kennzahlensystem.

Ziel der Arbeit ist es diese ausgewählten Aspekte der Unternehmenssteuerung in der Krise zu beleuchten, die wesentlichen Herausforderungen aufzuzeigen und Lösungsansätze zu den bestehenden Problematiken zu erarbeiten.

Zum Themenkomplex Unternehmenskrise im Allgemeinen, umfassend die Stadien Strategie-, Erfolgs- und Liquiditätskrise sowie Insolvenz, konzentriert sich die bisherige juristische und wirtschaftswissenschaftliche Forschung und Literatur sehr stark im Endstadium Insolvenz und dem insolvenznahen Bereich. Dies begründet sich zum einen in den vorliegenden besonderen rechtlichen Rahmenbedingungen sowie umfassender Rechtsprechung zu vielen Einzelfragen, zum anderen darin, dass dieses Stadium legal definiert ist. Der weniger klar abgegrenzte Bereich der Unternehmenskrise wird bislang selten und oft wenig konkret behandelt.

Für die im Rahmen dieser Arbeit ausgewählten Aspekte der Unternehmenssteuerung im Krisenstadium stellt sich der aktuelle Stand der Literatur und Forschung sowie die daraus abgeleiteten Ziele der Arbeit wie folgt dar:

- Zur *Bewertung von Krisenunternehmen* ist umfassende Literatur, Empirie und Forschung zur Bewertung insolventer und ertragsschwacher Unternehmen vorhanden, die in Teilen analog auch auf andere Krisenstadien angewandt werden kann. Zudem wird das Thema Unsicherheit und Komplexitätsreduktion allgemein behandelt, allerdings nicht konkret auf den Krisenfall angewandt.

Auch die bei der Unternehmensbewertung regelmäßig verwendeten Konzepte der ewigen Rente, von Wachstumsabschlägen, Risikozuschlägen und der Kalkulationszinsfußermittlung mit Rückgriff auf das CAPM werden teils kritisiert, allerdings oftmals keine alternativen Lösungswege aufgezeigt.

Die vorliegende Arbeit befasst sich mit der Fragestellung wie ein Krisenunternehmen bewertet werden sollte und ob die gängigen Verfahren zur Unternehmensbewertung diesen Fall abdecken können. Neben der Beantwortung dieser Fragestellung ist es Ziel der Arbeit notwendige Modifikationen der typischen Vorgehensweisen und Annahmen zu entwickeln und vorzuschlagen, sowie Problemfelder und weitere Forschungsbedarfe konkret aufzuzeigen.

- Der Bereich *Corporate Governance* und insbesondere das Zusammenspiel der verschiedenen Stakeholder ist in den letzten Jahren durch Gesetze, Rechtsprechung und gängige Praxis weitestgehend standardisiert worden. Doch im Krisenzustand verändern sich Zielsetzungen, Bedeutung und Einfluss der verschiedenen Stakeholder teils drastisch und die Corporate Governance wird neu geordnet.

Ziel der Arbeit ist es diesen *Wandel zu analysieren* und darauf aufbauend die veränderten Rollen der beiden prägnanten Protagonisten Finanzierer und Aufsichtsrat sowie deren Auswirkung auf die Unternehmenssteuerung aufzuzeigen.

Zum Verhalten der *Finanzierer* und deren mannigfaltigen Instrumentarien, die in der Praxis angewandt werden (z.B. Covenants, Berichts- und Zustimmungspflichten), und teils auch deren Einsatz im Krisenfall ist einiges an Literatur und Empirie vorhanden. Die vorliegende Arbeit hat zum Ziel darauf aufbauend die Frage zu beantworten, ob dieses krisentypische Finanziererverhalten im Einklang mit „good governance“ und den Unternehmenszielen steht oder ob sich hieraus Situationen ergeben können, in denen die Unternehmenssteuerung und -zielerreichung (z.B. Shareholder-Value-Maximierung) negativ beeinflusst oder ggf. Entscheidungen im Unternehmensinteresse sogar verhindert werden.

Zur Überwachungsaufgabe des Aufsichtsrats und dessen Standardinstrumentarium im Allgemeinen ist die vorhandene Forschung und Literatur sehr umfassend, gerade im juristischen Bereich und der Rechtsprechung. Inhaltlich werden hierbei besonders häufig Haftungsfragen und Erfüllung von Sorgfaltspflichten, seltener Effizienz, Effektivität und Organisation des Aufsichtsrats diskutiert. Mit Bezug zur Krisensituation bleiben die Aussagen und Erkenntnisse häufig im allgemeinen Bereich. Krisenspezifische Kompetenzen und Werkzeuge des Aufsichtsrats sind nicht existent. Ziel des Beitrags ist es zu analysieren, ob der Aufsichtsrat seine Überwachungsaufgabe entsprechend der erhöhten Sorgfaltspflichten mit dem Standard-Instrumentarium gerecht werden kann und wie er die Werkzeuge und Mechanismen konkret anwenden, abwandeln oder intensivieren sollte, um seine Aufgabe effizient und effektiv zu erfüllen.

- Zur *kennzahlenbasierten Unternehmenssteuerung* sind vielfältige Konzepte und detaillierte Forschung, Empirie und Literatur vorhanden. Diese zielen allerdings im Wesentlichen auf den Normalzustand, nicht die Krise ab. Im Bereich Kennzahlen und Krise sind bislang vielfältige Untersuchungen dazu vorhanden, anhand welcher Kennzahlen man Insolvenzen und teils Krisen frühzeitig erkennen oder ex post den Krisenverlauf beschreiben kann. Ziel des Beitrags ist es zu erarbeiten, anhand welcher Kennzahlen in der akuten Krisenphase (Erfolgs- und Liquiditätskrise) gesteuert werden sollte. Hierzu werden anhand der primären Zielsetzungen der Unternehmenssteuerung in der Krise Kriterien für passende Kennzahlen entwickelt. Diese werden mit den sonst etablierten Kennzahlen abgeglichen und (sofern notwendig) um neue, den Zielsetzungen adäquatere Kennzahlen ergänzt. Darüber hinaus wird diskutiert, wie mit dem vorherigen Kennzahlensystem und daraus resultierende Zielvorgaben umgegangen werden sollte.

### 1.3 Struktur und Gang der Untersuchung

Im einleitenden *Kapitel eins* wird die Unternehmenskrise als solche, ihre Ursachen, typische Merkmale und Verläufe dargestellt. Hierneben wird die Bedeutung des Themas Unternehmenskrise in den aktuellen gesamtwirtschaftlichen Kontext eingeordnet sowie ein Ausblick gegeben, wie sich Unternehmenskrisen aktuell und möglicherweise zukünftig in Deutschland entwickeln werden. Abschließend wird aufgezeigt wie sich eine Krisensituation auswirkt und vor welche besonderen Herausforderungen sie die Unternehmenssteuerung stellt. Veränderte Rahmenbedingungen, Eingriffe von außen und hohe Unsicherheit verändern die Ziele und Aufgaben der Unternehmenssteuerung, aber auch deren Aktionsrahmen. Zudem wird der Stand der Forschung und Literatur ausgewertet und daraus die Ziele der Arbeit abgeleitet und konkretisiert.

In der Unternehmenskrise häufen sich zum einen Anlässe für Unternehmensbewertungen (z.B. Bewertungsfragen im Jahresabschluss, Des-Investitionsentscheidungen), zum anderen beeinflussen die Krise an sich sowie die damit verbundene Unsicherheit, Strategiewechsel und Sanierungsüberlegungen und zugehörige Maßnahmen den Unternehmenswert erheblich. *Kapitel zwei* behandelt, wie ein Unternehmen in der Krise bewertet werden sollte. Hierbei wird untersucht, ob eine Bewertung mit den üblichen Bewertungsverfahren denkbar ist und welche Besonderheiten sich aus der erhöhten Unsicherheit bei deren Anwendung ergeben.

Durch veränderte Zielsetzungen und Motive der Stakeholder in Krisensituationen, findet eine Neuordnung der Corporate Governance statt: Die Bedeutung für das Unternehmen, aber auch der Einfluss einzelner Parteien auf dieses verändern sich rasant. In *Kapitel drei* werden die einzelnen Rollen und deren krisenspezifische Besonderheiten beleuchtet und die Auswirkungen dieses veränderten Umfelds für die Unternehmenssteuerung dargestellt.

Aufbauend auf diesen Erkenntnissen analysiert *Kapitel vier* die besondere Rolle der Finanzierer und deren Auswirkung auf die Unternehmenssteuerung und die Erreichung von Unternehmenszielen wie z.B. der Shareholder-Value-Maximierung. Sobald Unternehmen in Schieflage geraten, nehmen Finanzierer aktiver am

Unternehmensgeschehen teil und greifen oftmals in erheblichem Umfang in die Steuerung ein. In der Krise hängt die Unternehmenszukunft deshalb in vielen Fällen von den Einschätzungen und Entscheidungen der Finanzierer ab.

Im anschließenden *Kapitel fünf* wird die Überwachungsaufgabe des Aufsichtsrats im besonderen Kontext der Unternehmenskrise untersucht. Es wird herausgearbeitet, wie der Aufsichtsrat seine Arbeit intensivieren kann, um den allgemeinen Sorgfaltspflichten und den erhöhten Anforderungen in der Krise gerecht zu werden.

Nachdem konkrete Rollen und deren Veränderungen und Einflüsse auf das Unternehmen im Krisenumfeld beleuchtet wurden, wird darauf basierend in *Kapitel sechs* erarbeitet wie eine kennzahlenbasierte Steuerung im akuten Krisenzustand effektiv und effizient aufgestellt werden kann. Hierneben wird auf den Umgang mit bestehenden Kennzahlensystemen und Zielen, die teils nicht mehr länger valide sind, eingegangen und auch die Sonderthematik Management-Entlohnung basierend auf Kennzahlen in der Krise diskutiert.

In *Kapitel sieben* werden zum Abschluss der Arbeit die wesentlichen Ergebnisse dieser Arbeit kurz zusammengefasst.

## 2. Unternehmensbewertung in der Krise<sup>23</sup>

### 2.1 Einleitung

Unternehmenskrisen sind allgegenwärtig. Ihre Ursachen sind ebenso vielfältig wie ihr Verlauf.<sup>24</sup> Seien es gesamtwirtschaftliche, branchen- oder unternehmensspezifische Gründe, eines haben alle Krisensituationen gemeinsam: Der Unternehmenswert wird erheblich beeinflusst. Zudem steigt die Anzahl der Anlässe für eine Unternehmensbewertung. Exemplarisch genannt seien hier Unternehmensverkäufe, Entscheidungsunterstützung der Anteilseigner und Gläubiger über deren zukünftiges Engagement und bilanzielle Bewertungsüberlegungen.<sup>25</sup> Die gemeinsame Problematik dieser Unternehmensbewertungen ist die immense Unsicherheit bezüglich der zukünftigen strategischen Ausrichtung, Finanzierung und Unternehmensentwicklung. Mit dieser Unsicherheit einher geht eine besonders ausgeprägte Informationsasymmetrie zwischen den verschiedenen Stakeholdern. All dies führt zu einer deutlich erschwerten Bewertung des Unternehmens in der Krise.

„Bewerten heißt vergleichen.“<sup>26</sup> – so fasste Alfred Moxter bereits 1983 das Herzstück aller Unternehmensbewertungen zusammen. Im Fall einer Unternehmenskrise ist es aufgrund deren individuellen Verlaufs allerdings ungleich schwerer ein äquivalentes Vergleichsobjekt zu finden.<sup>27</sup> Dies erschwert die Bewertung im Krisenfall zusätzlich.

Durch den Handlungsdruck der Anteilseigner und Gläubiger gepaart mit den besonderen Umständen (wie bspw. erschwerter Prognostizierbarkeit der Unternehmensentwicklung), steigt für Investoren die Möglichkeit einen „lucky buy“ zu tätigen und das Unternehmen zu besonders attraktiven Konditionen zu erwerben:

---

<sup>23</sup> Veröffentlicht in gekürzter Fassung: Witte, Nina Natalie: Unternehmensbewertung in der Unternehmenskrise - Möglichkeiten zur Berücksichtigung der erhöhten Unsicherheit, in: CF, Heft 10 (7) 2016, S. 374-380.

<sup>24</sup> Zu typischen Krisenursachen vgl. Pfitzer (2014), S. 747, Rdn. 27-29; Schaaf (1993), S. 76-87.

<sup>25</sup> Vgl. Hinz / Büttner (2015), S. 145; IDW RS HFA 10, Rdn. 1-4; Drukarczyk / Schüler (2016), S. 402.

<sup>26</sup> Moxter (1983), S. 123.

<sup>27</sup> Vgl. Leuner (2015), S. 935.

„The best thing that happens to us is when a great company gets into temporary trouble... we want to buy them, when they are on the operating table.“<sup>28</sup> (Warren Buffet)

## 2.2 Die Unternehmenskrise

### 2.2.1 Typischer Verlauf

Unternehmenskrisen entstehen aus den unterschiedlichsten Gründen. Wenn man allerdings die übliche Unternehmenskrise betrachtet, die nicht ausschließlich durch exogene Ereignisse wie Naturkatastrophen, Konjunkturkrisen, staatliche Eingriffe oder andere nicht vom Unternehmen beeinflussbare Tatsachen bedingt ist, so weist diese doch üblicherweise einen typischen Verlauf auf: Das Unternehmen gerät in eine Strategiekrise, die sich im Zeitablauf zunächst in einer Erfolgs- und dann in eine Liquiditätskrise fortsetzt.<sup>29</sup>

Die *Strategiekrise*<sup>30</sup> ist der meist unbemerkte, schleichende Beginn einer Unternehmenskrise. Oftmals fehlen die klare strategische Ausrichtung und eine der dynamischen Entwicklung des Markt- und Wettbewerbsumfelds angemessene Positionierung. Die fehlende Zielorientierung geht zumeist einher mit Schwächen im Führungsverhalten, die sich u.a. dadurch bemerkbar machen, dass die Kundenorientierung und die Wettbewerbsanalyse vernachlässigt werden.<sup>31</sup> In vielen Fällen werden notwendige und frühzeitige Neuausrichtungen des Unternehmens schlichtweg verschlafen: erste Warnhinweise werden angesichts der zu diesem Zeitpunkt meist noch soliden bilanziellen und finanziellen Struktur des Unternehmens und des aktuellen Erfolgs, der - wenngleich abnehmend - häufig noch die ersten

---

<sup>28</sup> Buffet (1999).

<sup>29</sup> Vgl. Dausen / Bruder (2010), S. 235.

<sup>30</sup> Subsummiert die im IDW S 6 verwendeten Begriffe Stakeholderkrise und Strategiekrise, vgl. hierzu vertiefend IDW S 6, Rdn. 65-72; Hermanns (2014), Rdn. 14-17.

<sup>31</sup> Vgl. Groß (2003), S. S130; Buth / Hermanns (2010), S. 290.

Anzeichen der Problematik überdeckt, ignoriert. Das Management erkennt die Strategiekrise häufig nicht oder hat diese gar mit herbeigeführt.<sup>32</sup>

Die *Erfolgskrise*<sup>33</sup> ist meist die Folge der fehlenden Strategie und wettbewerbsfähigen Position des Unternehmens. Der Absatz und respektive Umsatz geht immer weiter zurück, wodurch ohne Anpassung der Kostenstrukturen und anderer Maßnahmen unmittelbar auch das Ergebnis leidet. Oftmals werden Unternehmen bereits in dieser Phase in die Verlustzone geraten und beginnen Eigenkapital aufzuzehren.

Ohne weitere Maßnahmen und eine umfassende Neuausrichtung des Unternehmens folgt die *Liquiditätskrise*, da die Verluste finanziert werden müssen und häufig auch als Folge einer Produkt- und Absatzkrise die Bestände einen hohen Wert ausweisen und Liquidität binden. Die steigende Verschuldung führt über höhere Finanzierungskosten ihrerseits wiederum zu einer steigenden Verschuldung und Verschärfung der Liquiditätskrise. Häufig werden zudem trotz fortgeschrittenem Krisenstadium dem Unternehmen noch Mittel auf dem Wege der Ausschüttung an Gesellschafter entzogen, so die bilanzielle Situation dies zulässt. Dies alles sind Anzeichen dafür, dass die Unternehmenskrise im Verlauf bis zur Liquiditätskrise sehr oft nicht erkannt oder zumindest deren Ausmaß deutlich unterschätzt wird. Das Erkennen der Krise sowie des akuten Handlungsbedarfs erfolgt häufig erst aufgrund externen Drucks, insbesondere der finanzierenden Banken.<sup>34</sup>

Je früher eine Krise erkannt wird, umso besser sind die Chancen diese Krise zu bewältigen oder gar gestärkt daraus hervorzugehen. Zum einen ist der vorhandene Zeitrahmen zur Krisenbewältigung deutlich länger und somit steigt die Chance, agieren zu können, statt reagieren zu müssen. Zum anderen ist der Handlungsdruck aufgrund von Stakeholder-Reaktionen (bspw. Streichung von Kreditlinien durch Banken, Herabsetzen von Kreditlimits durch Warenkreditversicherer, Fluktuation im Management) bei Weitem geringer als bei fortgeschrittenem Krisenstadium. Ebenso

---

<sup>32</sup> Managementfehler sind eine der häufigsten Krisenursachen – vermutet werden bis zu 80%, vgl. Kraus (2014), Rdn. 5.

<sup>33</sup> Subsummiert die im IDW S 6 verwendeten Begriffe Produkt- und Absatzkrise und Erfolgskrise, vgl. hierzu vertiefend IDW S 6, Rdn. 73-76.

<sup>34</sup> Vgl. Groß (1991), S. 1572.



stehen meist noch deutlich bessere Optionen zur Verfügung (höhere Finanzierungsvolumina, produktseitige Neuausrichtung, Technologiewechsel, besserer Ausgangspunkt für Verhandlungen mit Lieferanten und Mitarbeitern). Die Früherkennung der Unternehmenskrise ist folglich einer der wichtigsten Bausteine zur erfolgreichen Sanierung und langen Lebensdauer des Unternehmens. Zur Früherkennung sind viele Systeme und Theorien entwickelt worden, so bspw. auch Kennzahlen auf Basis von Abschlussinformationen,<sup>35</sup> die in der Praxis allerdings häufiger von Finanzierern, als Unternehmen selbst frühzeitig und umfassend analysiert werden.

## **2.2.2 Besondere Unsicherheitsfaktoren**

### **2.2.2.1 Wirksamkeit Maßnahmenpakete**

Um die Unternehmenskrise zu überwinden müssen Maßnahmen definiert werden. Diese finden gebündelt in Maßnahmenpaketen Eingang in die Unternehmens- sowie Sanierungsplanung und sind somit ein bedeutender Faktor für die Unternehmenswertermittlung in zweierlei Hinsicht: Zum einen sind diese relevant für die Beurteilung der Sanierungsfähigkeit sowie Sanierungswürdigkeit und damit für die Wahl des adäquaten Bewertungsverfahrens.<sup>36</sup> Zum anderen beeinflussen sie die Ermittlung zukünftiger Erträge und Cashflows unter Berücksichtigung der Fortführungsannahme.

Das Sanierungskonzept, oder im Generellen das unternehmerische Konzept, determiniert die Ausrichtung des Unternehmens und damit dessen Wert.<sup>37</sup> Entsprechend ist es unmöglich einen Wert zu bestimmen, ohne dieses zu berücksichtigen.

Grundsätzlich sind zwei Arten von Sanierungsmaßnahmen zu unterscheiden: Die Sofortmaßnahmen zur Erlangung und Erhaltung der Fortführungsfähigkeit sowie

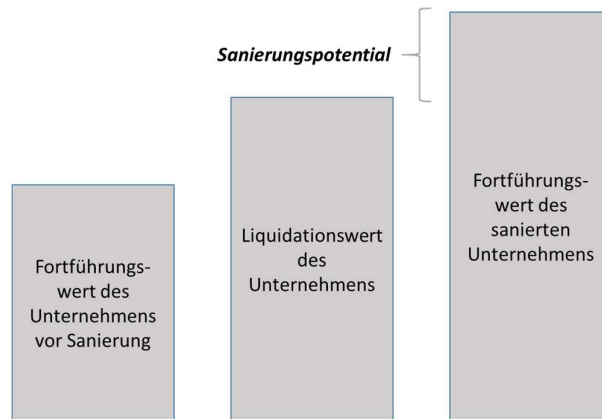
---

<sup>35</sup> Beispielhaft hierzu das Rating-Modell des RiskCalc™ Germany, vgl. Baetge (2002), S. 2282-2284; Wilden (2014), Rn. 43.

<sup>36</sup> Vgl. Groß (2004), S. 1361.

<sup>37</sup> Vgl. Schildbach (2009), S. 377-379.

nachhaltige, strategisch umfassende Maßnahmen zur Sicherung der Sanierungsfähigkeit und des Sanierungserfolgs.<sup>38</sup> *Sofortmaßnahmen*, die schon parallel zur Erstellung eines umfassenden Sanierungskonzepts eingeleitet werden, bestehen i.d.R. aus der Optimierung der vorhandenen Ressourcen:<sup>39</sup> Hier sind insbesondere die Ausnutzung von Kostensenkungspotentialen sowie das Liquiditätsmanagement (bspw. Investitionsstopp oder Ausnutzung von Zahlungszielen) zu nennen.<sup>40</sup> Es besteht allerdings die Gefahr, dass Sofortmaßnahmen eine spätere Sanierung und strategischen Neuausrichtung gefährden; hierauf ist daher ein besonderes Augenmerk zu richten.<sup>41</sup> Die *strategischen Maßnahmen* hingegen zielen auf die Erschließung neuer Potentiale und eine grundlegend veränderte Unternehmensausrichtung und beinhalten bspw. Änderungen im Produktportfolio, Neuausrichtung des Vertriebs oder Konzentration auf strategische Geschäftsfelder und Kernkompetenzen.<sup>42</sup> Grundsätzlich gilt, dass die Sanierungsmaßnahmen den Unternehmenswert steigern müssen, sonst wäre eine Sanierung nicht sinnvoll. Der Fortführungswert des sanierten Unternehmens muss folglich oberhalb des vorherigen Unternehmenswerts, aber auch des Liquidationswerts liegen.



**Abb. 4: Verdeutlichung Sanierungspotenziale<sup>43</sup>**

Die besonderen Schwierigkeiten in der Wirksamkeitsbeurteilung liegen in der hohen Unsicherheit, die mit der Umsetzung und dem Erfolg der Maßnahmen verbunden ist,

<sup>38</sup> Vgl. Beck (2009) S. 268.

<sup>39</sup> Vgl. Sasse / Hauser / Stein (2010), S. 164.

<sup>40</sup> Vgl. vertiefend Hermanns, (2014), Rdn. 4-7; Walker (1999), S. 1674.

<sup>41</sup> Vgl. Steffan / Anders (2010), S. 294; Steffan (2009), S. 276; Seidenschwarz (2010), S.148, 152.

<sup>42</sup> Vgl. Walker (1999), S. 1675-1676.

<sup>43</sup> Eigene Darstellung in Anlehnung an Frieß (2004), S. 656-657.

der Dynamik der Umwelt, der Komplexität der Strukturen, der vorgenommenen Pauschalierungen, der Bereinigung von Vergleichsdaten sowie der Abbildung der Saisonalität.<sup>44</sup> Diese Problematik schlägt sich aufgrund der Maßgeblichkeit der Unternehmensplanung für die Unternehmensbewertung gleichbedeutend mit Unsicherheitsfaktoren bei der Unternehmenswertermittlung nieder.

Fraglich ist z.B.:

- ob die Maßnahmen wie gewünscht – sowohl zeitlich als auch inhaltlich – greifen werden,
- ob Interdependenzen zwischen den Einzelmaßnahmen, die zu unerwünschten Wechselwirkungen führen können, korrekt eingeplant wurden,
- ob die Budgets zur Umsetzung der Maßnahmen ausreichend groß sind (z.B. hinsichtlich Personalmaßnahmen ergeben sich in der Praxis oft langwierige Verhandlungen zwischen Betriebsrat und Unternehmen, die zu höheren Kosten aber auch zeitlichen Verschiebungen der Maßnahmen führen können, die bei Definition der Personalmaßnahmen so noch nicht absehbar waren),
- ob die Erfolgswahrscheinlichkeit von Neuausrichtung der Produkt- und Wettbewerbspositionierung richtig eingeschätzt wurde,
- ob Kunden-, Lieferanten-, Mitarbeiter- und andere Stakeholder-Reaktionen auf die Krise (wie z.B. Vertragskündigungen, Änderungen der Konditionen) vollständig eingepreist wurden.

#### **2.2.2.2 Finanzierungs- und Beteiligungsstruktur**

In der Unternehmenskrise ist die Finanzierung des Unternehmens oftmals unklar. Fraglich ist in vielen Fällen der Finanzierungsgeber, die Fristigkeit sowie die Konditionen. Zudem hängt die Entscheidung über Finanzierungszusage sowie Konditionen vom Sanierungskonzept und dessen erwarteten Umsetzungserfolg ab. Es bestehen also wechselseitige Abhängigkeiten, was die Quantifizierung zusätzlich

---

<sup>44</sup> Vgl. Wentzler (2009), S. 297-298.

erschwert. Die getroffenen Annahmen zur Finanzierung des Unternehmens und deren Validität sind entsprechend grundlegend für die Unternehmensbewertung.

Zur strategischen Neuausrichtung des Unternehmens gehört häufig eine Konzentration auf Kernkompetenzen und damit einhergehende Veräußerungen, Schließungen oder gar Insolvenzen. Unternehmensteilverkäufe sind in vielen Fällen neben straffem Bestandsmanagement eine der wichtigsten Innenfinanzierungsquellen. Zusätzlich zur Ertrags- und Liquiditätswirkung der Transaktion hängt in vielen Fällen auch die Finanzierung des Unternehmens und damit dessen Fortbestand hiervon ab (bspw. durch Verknüpfung der Finanzierungszusage an eine erfolgreiche Veräußerung). Die Festlegung der Prämissen und Plangrößen solcher Transaktionen und anderer Veränderungen der Vermögens- und Beteiligungsstruktur beeinflussen folglich den Unternehmenswert wesentlich. Sämtliche Annahmen wie Veräußerungszeitpunkt und -preis oder Rückwirkung einer (Teil-)Insolvenz auf den Rest des Unternehmens sind bei der Bewertung zu berücksichtigen. Es ist die Frage zu beantworten, ob es sachgerecht erscheint die Transaktion im vorgegebenen Zeitraum zu den beabsichtigten Konditionen abzuschließen. Dies hängt neben der Marktgängigkeit des Veräußerungsgegenstandes auch von vielen weiteren exogenen (z.B. der dynamischen Marktentwicklung und den gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen) sowie endogenen Faktoren (z.B. der Management-Kapazität und Projektpriorität und entsprechend notwendigen Gremienzustimmungen) ab.

### **2.2.2.3 Stakeholder-Verhalten**

Die Unsicherheit über die zukünftige Entwicklung des Unternehmens wird regelmäßig auch das Stakeholder-Verhalten beeinflussen. So werden bspw. Anteilseigner häufiger über eine Anteilsveräußerung nachdenken, Arbeitnehmer über eine Kündigung und Finanzierer über einen Rückzug aus dem Engagement. Somit ergibt sich ein interdependenter Kreislauf. Die ungewisse Unternehmensentwicklung führt zu ungewissen Reaktionen bei den Stakeholdern (der Negativreaktion eines Stakeholders folgen oft weitere), was sich wiederum auf die Unternehmenszukunft und somit oft wertmindernd auswirkt. Diese Negativ-Kausalkette verschärft sich je intransparenter

sowie negativer die Informationen zu Zustand und Zukunft des Unternehmens und umso größer die Informationsasymmetrien zwischen den Parteien sind. Es ist in der Folge essentiell gegenüber den wesentlichen Stakeholdern des Unternehmens hinreichende Transparenz zu schaffen, Informationsasymmetrien zu vermindern, konsequent zu kommunizieren und stringent zu agieren sowie unvermeidlichen „Gerüchten“ sowohl vorzubeugen, als auch aktiv zu entgegnen.

Aus Zielkonflikten der Stakeholder können Entscheidungen und Entwicklungen resultieren, die nicht im Unternehmensinteresse sind und den Unternehmenswert negativ beeinflussen. Ein Beispiel hierfür ist das Verteilen von Liquidations- oder Verkaufserlösen gemäß unterschiedlicher Rangfolgen aufgrund mitunter komplexer Kapitalstrukturen.<sup>45</sup> Während erstrangige Gläubiger einen Verkauf vorziehen, sofern der Erlös zumindest ihren Anteil abdeckt, kann eine alternative Sanierung den Unternehmenswert steigern und liegt damit üblicherweise im Interesse von Anteilseignern und Management.

## 2.3 Unternehmensbewertung in der Unternehmenskrise

### 2.3.1 Geeignete Verfahren

Ausgehend von Bewertungsanlass und -zweck sind unterschiedliche Bewertungsverfahren sachgerecht, so wird z.B. im Fortführungsfall eine andere Methode angemessen sein als im Liquidationsfall.

Aufgrund der vielfach diskutierten Nachteile<sup>46</sup> scheiden *Kombinationsverfahren* (bspw. das Stuttgarter Verfahren) aus Substanzwerten und Ertragswerten üblicherweise im Krisenfall - ebenso wie bei normaler Geschäftsentwicklung - aus, da sie weder die Substanz noch die Ertragskraft des Unternehmens stringent als Maßstab bei der Bewertung verwenden.<sup>47</sup>

---

<sup>45</sup> Vgl. Dausen / Bruder (2010), S. 236.

<sup>46</sup> Kritisiert wird in der betriebswirtschaftlichen Literatur insbesondere die schematische Kombination von Ertrags- und Substanzwerten, die so theoretisch nicht begründbar sind

<sup>47</sup> Vgl. Born (2003), S. 52.

*Marktwertverfahren* sind im Krisenfall oftmals ebenfalls nicht geeignet, da Transaktionen mit Unternehmensanteilen, während sich das Unternehmen in eben dieser Krisensituation befindet, meist nicht in ausreichend valider Anzahl oder gar nicht stattfinden. Auch Werte von Transaktionen vergleichbarer Unternehmen können meist nicht herangezogen werden, denn diesen fehlt regelmäßig das Merkmal Krise.<sup>48</sup> Im seltenen Fall, dass es Transaktionen vergleichbarer Unternehmen in der Krise gibt, sind die Krisenursachen, -verläufe und -auswirkungen üblicherweise so unternehmensspezifisch, dass ein Rückgriff auf diesen Vergleichswert m.E. nicht adäquat ist.

Somit verbleiben zur Bewertung eines Krisenunternehmens das *Ertragswertverfahren*, das *Discounted Cashflow-Verfahren* (DCF-Verfahren) sowie das *Liquidationswertverfahren*, wenn von einer Fortführung nicht mehr ausgegangen werden kann.<sup>49</sup> Der Liquidationswert wird regelmäßig die Untergrenze des Unternehmenswerts darstellen. Sobald dieser über dem Fortführungswert liegt, ist die vernünftige kaufmännische Entscheidung das Unternehmen zu liquidieren.<sup>50</sup> Dies gilt allerdings nur solange die Liquidation praktisch durchführbar und nicht aus rechtlichen oder wirtschaftlichen Gründen unmöglich ist.<sup>51</sup>

Im Fortführungsfall erfolgt die Bewertung entsprechend anhand des Ertragswert- oder DCF-Verfahrens. Die beiden Verfahren führen zum gleichen Ergebnis solange alle Erfolgspositionen irgendwann zahlungswirksam werden (Clean Surplus Bedingung) sowie die zeitlichen Verschiebungen verzinst werden.<sup>52</sup> Da die Anwendung des DCF-Verfahrens in der Praxis meist den Vorzug genießt sowie international gebräuchlich ist, wird im weiteren Verlauf von dessen Anwendung ausgegangen.

---

<sup>48</sup> Vgl. Fröhlich / Bächstädt (2014), Rdn. 91.

<sup>49</sup> Vgl. Leuner (2015), S. 928; Peemöller / Bömelburg (1993), S. 1038.

<sup>50</sup> Vgl. vertiefend Fröhlich / Bächstädt, (2014), Rdn. 74.; IDW S 1 i.d.F. 2008, Rdn. 150; Schüler (2015), S. 308.

<sup>51</sup> Vgl. Meinert (2011), S. 2457; Wagner (2016a), S. 869; Wagner (2016b), S.1091-1092.

<sup>52</sup> Vgl. Ballwieser (2015), S. 483; Laux (2006), S. 462-466; vertiefend zum sog. „Lücke-Theorem“: vgl. Lücke (1955), S. 310-324.

### 2.3.2 Unsicherheit bei der Fortführungswertermittlung

#### 2.3.2.1 Schätzung künftiger Cashflows

Die zentrale Problematik bei der Bewertung im Fortführungsfall ist die adäquate Schätzung der mit erheblichen Unsicherheiten behafteten künftigen Erträge und Cashflows. Bei einem Verkauf vor eingeleiteter Sanierung ist die Schätzproblematik besonders prägnant, da die entsprechenden Informationen zu notwendigen Sanierungsmaßnahmen und Restrukturierungseffekten nicht ausreichend transparent und vollständig vorliegen. Grundsätzlich sind Sanierungsmaßnahmen bei der Ermittlung eines objektivierte Werts nur zu berücksichtigen, soweit diese bereits eingeleitet oder hinreichend konkretisiert sind.<sup>53</sup>

Ein Unternehmensverkauf hat auf die Auswahl des Verfahrens keinen Einfluss. Allerdings sind bei der Ermittlung eines subjektiven Wertes aus Käufersicht zusätzlich alle durch ihn auftretenden, wertbeeinflussenden Tatsachen (z.B. Synergien, zusätzliche Maßnahmen, andere Finanzierung) zu berücksichtigen. Hierbei ist in der Krise eine sehr hohe Unsicherheit bzgl. der erhofften Synergieeffekte zu erwarten.<sup>54</sup> Im besonderen Fall eines Unternehmenskaufs in der Insolvenz bieten sich für den Erwerber neben den Risiken (z.B. mangelnde Sanierungsfähigkeit) nicht selten auch attraktive Chancen, u.A. hinsichtlich dem Erwerbspreis („lucky buy“) oder haftungsrechtlich (bspw. Ausschluss von Gewährleistungsverpflichtungen oder Übernahme Pensionsverpflichtungen).<sup>55</sup> All diese Effekte sind entsprechend zusätzlich zu berücksichtigen. Häufig bestehen signifikante Informationsdefizite oder zumindest eine Verzögerung des Informationsflusses zur aktuellen Krisen- und Sanierungsentwicklung. Diese Ungleichverteilung von Informationen kann zu Preisen führen, die wesentlich von der Bewertung abweichen oder im Extremfall dazu führen, dass die Transaktion gänzlich abgesagt wird.<sup>56</sup>

Die Prognose der zukünftigen Cashflows basiert regelmäßig auf extrapolierten Daten der Vergangenheit. In der Krise ist dies nun in vielerlei Hinsicht problematisch: Daten

---

<sup>53</sup> Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Rdn. 151; Peemöller / Bömelburg (1993), S. 1041-1042.

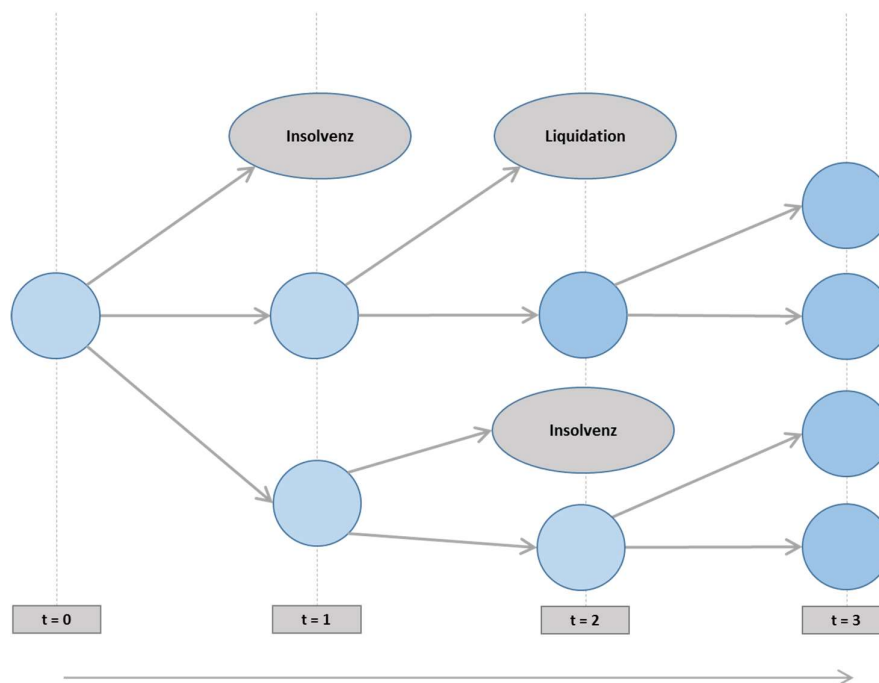
<sup>54</sup> Zu Post Merger Integration Empirie vgl. Knechtel / Menzler / Strack / Bork et.al. (2009), S. 11; Vlasselae / Castelein / Vassaux (2015), S. 4.

<sup>55</sup> Vgl. Heckschen / Litta (2012), Rn. 1-5.

<sup>56</sup> Vgl. Fröhlich / Bächstädt (2014), Rn. 73.

der jüngeren Vergangenheit sind durch die Krise so stark beeinflusst, dass sie nicht zur Fortschreibung geeignet sind. Daten aus der Zeit vor Krisenbeginn fehlt der Bezug zur aktuellen Unternehmenssituation, wodurch sie keine ausreichend vergleichbare Basis sind. Entsprechend sorgfältig und umfassend muss die Unternehmens- und insbesondere Sanierungsplanung analysiert und adjustiert werden.

Bei der Prognose ist zu beachten, dass eine untypische Risikoverteilung vorliegt. Im Normalfall steigt das Risiko mit der Dauer des Prognosezeitraum an: Je weiter entfernt die Prognose in der Zukunft liegt, umso größer ist das Risiko eines Fehlers. Im Zeitablauf multiplizieren sich Entwicklungsmöglichkeiten, wodurch Anzahl wie auch Streuung der möglichen Ergebnisse größer werden. Anders im Krisenfall: Das höchste Risiko der Prognose liegt in den ersten Jahren, insbesondere im Sanierungszeitraum. In dieser Zeitspanne wird sich meist entscheiden, ob eine Unternehmensfortführung möglich ist oder nicht. Die Werte der verschiedenen denkbaren Szenarien sind entsprechend weit voneinander entfernt (siehe Abb. 5). Wenn der Turnaround geschafft ist, reduziert sich das Risiko wieder auf die üblichen Prognoserisiken.



**Abb. 5: Beispiel einer Prognose in der Krise**



Eine ähnliche Risikoverteilung haben Start-up-Unternehmen. Unternehmensgründungen scheitern häufig in den ersten Jahren: Unternehmensinsolvenzen betreffen zu 50% Unternehmen in den ersten fünf Jahren nach Gründung, knapp 20% der Fälle die ersten beiden Geschäftsjahre.<sup>57</sup> Entsprechend finden sich Analogien bei der Bewertung von Start Ups und Krisenunternehmen.<sup>58</sup>

### 2.3.2.2 Szenario Planung

In der Unternehmenskrise ergeben sich wie dargelegt noch häufiger als im Nichtkrisenfall – stark beeinflusst auch von der Wirksamkeit der Maßnahmenpakete – viele und sehr unterschiedliche Planungsszenarien.

Das wahrscheinlichste Szenario, in dem alle Maßnahmenpakete wie gedacht greifen, wird in der Unternehmensplanung als base case abgebildet. Hierneben erstellt das Unternehmen üblicherweise mehrere stress cases, die abbilden wie die Planung bei Nichterfüllung wesentlicher Prämissen oder Unwirksamkeit von bestimmten Maßnahmen aussehen würde. In der Praxis werden aufgrund der Vielfalt der Möglichkeiten vereinfachend nur die größten Risiken dargestellt. Entsprechend wichtig ist es bei der Szenario Planung, die Kernrisiken der Sanierung zu erkennen und ihre Auswirkung im stress case richtig abzubilden. Eine solche Szenario Planung ist zur Unternehmenssteuerung und transparenten Information der Sanierungsvorhaben ohnehin unerlässlich.<sup>59</sup>

Alleine aufgrund der Wirkungsweise von zwei wesentlichen Maßnahmenpaketen ergeben sich vier mögliche Planungsszenarien unter der Annahme, dass die Wirkung jeweils vollständig oder gar nicht eintritt; bei einer deutlich realistischeren Anzahl von zehn wesentlichen Maßnahmenpaketen ergeben sich bereits 1.024 Szenarien. In der Realität ist das Problem durch verschiedenste mögliche Wirkungsgrade noch sehr viel komplexer.

---

<sup>57</sup> Vgl. Rieg (2011), S. 337.

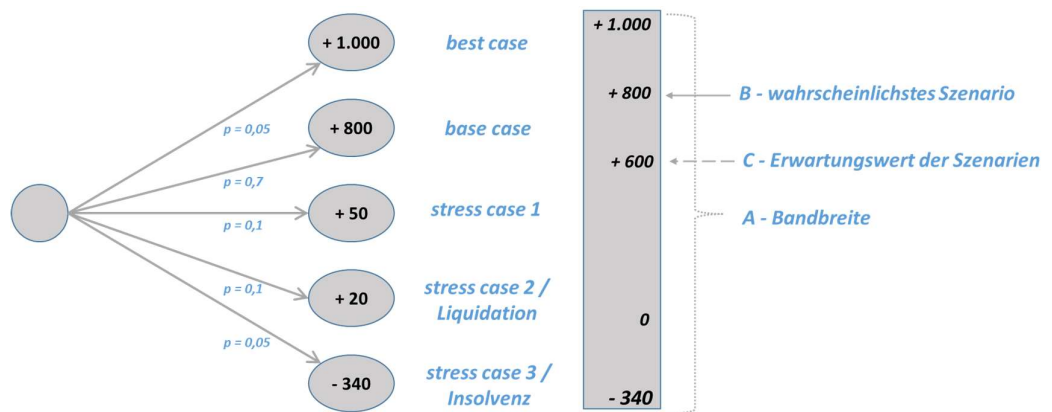
<sup>58</sup> Vgl. Rzepka / Hille / Schieszl (2016), S. 317, 318.

<sup>59</sup> Vgl. Ihlau / Duscha / Köllen (2015), S. 1325.

Es sind somit die folgenden Optionen denkbar:

- A. Abdeckung aller Szenarien durch eine Bandbreite von Unternehmenswerten,
- B. Unternehmenswerts auf Basis des wahrscheinlichsten Szenarios,
- C. Unternehmenswert anhand eines Erwartungswerts der Szenarien.

Zur Illustration wird in der folgenden Abbildung vom Einperiodenfall, einem best case, einem base case sowie drei relevanten stress cases ausgegangen. Es ergibt sich aufgrund der Eintrittswahrscheinlichkeiten ein Erwartungswert für den Cashflow von +600. Exemplarisch ergeben sich ohne Berücksichtigung eines Abzinsungseffekts für die drei oben genannten Optionen die in Abbildung 6 dargestellten Unternehmenswerte.



**Abb. 6: Erwartungswertbildung anhand von Szenarien**

Aufgrund der bedeutsamen Rolle von Liquidation und Insolvenz in der Krise werden faktisch Substanzwerte durch die Szenarien bei der Ertragswertermittlung eingearbeitet. Das Szenario Insolvenz oder Liquidation muss explizit modelliert werden; eine Nichtabbildung oder Berücksichtigung durch einen pauschalen Abschlag ist nicht sachgerecht.<sup>60</sup> Auch im Nichtkrisenfall ist der Einfluss auf den Ertragswert denkbar, wenngleich typischerweise mit geringerer Gewichtung des Liquidations- oder Substanzwerts und damit deutlich geringerem Werteeinfluss. Strenggenommen

<sup>60</sup> Vgl. Meitner / Streitferdt (2016), S. 78-79.

liegt folglich in vielen denkbaren Fällen kein reines Ertragsverfahren, sondern ein Kombinationsverfahren aus Substanz- und Ertragswerten vor.

Ein Unternehmenswert soll stets eine Argumentations-, Entscheidungs-, Vermittlungs- und Informationsfunktion erfüllen. Zudem soll er möglichst treffsicher den Wert wiedergeben, den ein wohlinformierter Dritter für das Unternehmen zum Bewertungszeitpunkt und in aktuellem Zustand zu bezahlen bereit ist. Außerdem ist zu beachten, dass die Bewertungslogik des DCF-Verfahrens auf dem CAPM fußt. Um dessen Annahmen und Thesen gerecht zu werden, müssen die zukünftigen Cashflows Erwartungswerte darstellen.

Eine *Bandbreite* eignet sich demzufolge nicht, da sie dem CAPM nicht gerecht wird. Zudem lässt sich anhand einer solchen Bewertung nicht für alle denkbaren Fälle eine eindeutige Entscheidung treffen und mit dem Unternehmenswert argumentieren.<sup>61</sup> Nichtsdestotrotz ist eine Bandbreite ggf. sinnvoll, um als Zusatzinformation die Schwankungsbreite der möglichen Unternehmenswerte zu verdeutlichen.

Die Wertermittlung auf Basis des *wahrscheinlichsten Szenarios* erfüllt zwar zunächst alle Funktionen, allerdings genügt auch sie nicht den Anforderungen des CAPM. Dennoch kann auch eine solche Wertermittlung eine sinnvolle Zusatzinformation sein. Denkbar ist darüber hinaus die isolierte Betrachtung bspw. eines stress cases, der als Wertuntergrenze für Entscheidungen z.B. zur Schließung oder Veräußerung dient oder eine Financial Covenant in einem Kreditvertrag determiniert.

Ein Unternehmenswert, der auf Basis des *Erwartungswerts der Szenarien* ermittelt wird, ist eindeutig, informativ und erfüllt als einzige Option auch die Anforderungen des CAPM. Die Festlegung nicht nur der Planszenarien, sondern zusätzlich der Eintrittswahrscheinlichkeiten, ist allerdings regelmäßig herausfordernd.

Auch im Nichtkrisenfall hat die Ermittlung der Cashflows grundsätzlich durch Erwartungswertbildung der Szenarien zu erfolgen, auch wenn die Anzahl der Szenarien und deren Diskrepanz nicht so eklatant sind wie im Krisenfall. Dieser

---

<sup>61</sup> Vgl. Ballwieser (1990), S. 157.

Aspekt wird in der Praxis häufig vernachlässigt. Im Krisenfall wird man sicherlich nicht jedes Szenario im Detail ausarbeiten können, dennoch sollte eine Erwartungswertbildung zumindest den base case und die wesentlichen stress cases, die wiederum auch die Insolvenz oder Liquidation beinhalten können, umfassen.

### 2.3.2.3 Planungshorizont

Bei einer Fortführungsbewertung wird regelmäßig ein Detailplanungszeitraum von drei bis fünf Jahren und hiernach ein eingeschwungener Zustand, ausgedrückt in der ewigen Rente, unterstellt.<sup>62</sup>

In der allgemein üblichen Bewertungsformel ausgedrückt bedeutet dies exemplarisch bei einem Detailplanungszeitraum von drei Jahren für den Wert des Eigenkapitals, der sich aus dem Unternehmenswert abzgl. dem Wert des Fremdkapitals ermittelt:

$$EK = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1+i)^t} - FK = \underbrace{\sum_{t=1}^3 \frac{FCF_t}{(1+i)^t}}_{\text{Detailplanungszeitraum diskontiert}} + \underbrace{\frac{\left(\frac{FCF_4}{i}\right)}{(1+i)^4}}_{\text{Ewige Rente diskontiert / Terminal Value}} - FK$$

Aufgrund des sehr volatilen Geschäftsverlaufs im Sanierungszeitraum von meist zwei bis drei Jahren sowie der ersten Jahre hiernach ist es m.E. nicht statthaft den *Detailplanungszeitraum* so kurz zu fassen. Er sollte mindestens den kompletten Sanierungszeitraum sowie einige weitere Jahre des „Normalbetriebs“ umfassen. Hierdurch ergeben sich längere notwendige Detailplanungszeiträume bis zum Erreichen des eingeschwungenen Zustands, die in vielen Fällen fünf Jahre und länger betragen.<sup>63</sup> Zudem ist analog zum Nichtkrisenfall, anhand von Strategieberatungen

<sup>62</sup> Vgl. Beumer (2014), S. 7; IDW S 1 i.d.F. 2008, Rdn. 77; Schrenker (2011), S. 487.

<sup>63</sup> Zur Ausdehnung des Detailplanungszeitraums vgl. auch Knoll (2016a), S. 545, 548; Knoll (2016b), S. 34; Ballwieser / Friedrich (2015), S. 457.

kritisch zu hinterfragen, ob die Unternehmensentwicklung tatsächlich einen eingeschwungenen Zustand erreicht hat und ob dieser anhand der Fortschreibung des letzten Planjahres korrekt wiedergegeben wird oder eine Übergangsphase modelliert werden muss.<sup>64</sup>

Auch die Annahme der ewigen Rente, also faktisch einer *unbegrenzten Lebensdauer* des Unternehmens, ist besonders kritisch zu hinterfragen.<sup>65</sup> Da der Wertbeitrag des Terminal Value zum Unternehmenswert häufig 80% und mehr beträgt (bei negativen Cashflows in der Detailplanungsphase, die in der Krise nicht unüblich sind, sogar über 100 %), ist sowohl die generelle Annahme der unbegrenzten Lebensdauer als auch die Höhe der wiederkehrenden Cashflows von enormer Bedeutung.<sup>66</sup> Die Krisenursachen sowie die Sanierungsüberlegungen sind dahingehend zu würdigen, ob das Unternehmen in einen Zustand versetzt werden kann, dauerhaft am Markt zu bestehen und hierbei rendite- und wettbewerbsfähig zu bleiben. Sollten aufgrund des Produktlebenszyklus, der Wettbewerbssituation, des technologischen Entwicklung oder anderer Gegebenheiten hieran Zweifel bestehen, ist die Unterstellung einer ewigen Rente m.E. nicht länger haltbar. Stattdessen ist regelmäßig ein ausgeweiteter Detailplanungszeitraum und ein „Abschneiden“ der Cashflows nach entsprechender Anzahl an Jahren, die die voraussichtliche Lebensdauer des Unternehmens widerspiegeln, sachgerecht.

In der ewigen Rente wird üblicherweise eine *konstante Wachstumsrate* durch Abzug eines Wachstumsabschlages vom Kapitalisierungszinssatz unterstellt:

$$\text{Ewige Rente} = \frac{FCF_t}{(i - w)}$$

Auch dieses kontinuierliche Wachstum ist - insbesondere bei vertriebsseitigen Krisenursachen – kritisch zu hinterfragen.<sup>67</sup> Regelmäßig wird bei Krisenunternehmen ein Wachstum auf maximal Inflationsniveau oder auch hierunter, also faktisch real

---

<sup>64</sup> Vgl. Henselmann (2000), S. 153-154.

<sup>65</sup> Vgl. Friß (2004), S. 660; Nickert (2012), S. 87; Leuner (2015), S. 936.

<sup>66</sup> Vgl. Hachmeister / Ruthardt / Mager (2014), S. 1214; Henselmann (2000), S. 152.

<sup>67</sup> Vgl. Wangler (2005), S. 246.

eine Schrumpfung, angemessen sein.<sup>68</sup> Dies kann im Einzelfall nur einige Jahre der frühen Planungsphase betreffen oder auch die Einschätzung zum Wachstum im gesamten Planungszeitraum.

Die in der Praxis mehrheitlich vorzufindende Annahme eines konstanten Wachstums auf Inflationsniveau und der exakten Fortschreibung der Daten des letzten Detailplanungsjahres in der ewigen Rente,<sup>69</sup> sind im Krisenfall folglich oftmals nicht sachgerecht.

### 2.3.2.4 Kapitalisierungszinssatz

#### 2.3.2.4.1 Grundlagen der Bestimmung anhand des CAPM

Der Kapitalisierungszinssatz soll der Rendite der besten Alternativenanagemöglichkeiten der Anteilseigner oder deren Äquivalent (insb. hinsichtlich Laufzeit und Unsicherheit) entsprechen.<sup>70</sup> Hierzu wird regelmäßig mit Rückgriff auf die Kapitalmarkttheorie und das CAPM der Zinssatz einer risikofreien Anlage um eine anlageindividuelle Risikoprämie ergänzt.<sup>71</sup> Der Kapitalisierungszinssatz als erwartete Rendite der Anagemöglichkeit (Akte i) wird wie folgt berechnet:

$$E(r_i) = r_f + \beta * (E(r_m) - r_f) \text{ mit } \beta = \frac{\text{Cov}(r_i, r_m)}{\text{Var}(r_m)} \text{ und } r_m (r_a; r_b; \dots; r_i; \dots)$$

Marktrisikoprämie

Risikoprämie der Aktie i

Das spezifische Unternehmensrisiko wird im  $\beta$ -Faktor ausgedrückt und beschreibt das Verhältnis der Kovarianz der Aktie i mit dem Markt und der Varianz des Marktes. Hierbei ist zu beachten, dass sich die Rendite der zu bewertenden Aktie i auch im

<sup>68</sup> Vgl. Wüstemann / Brauchle (2015), S. 1648.

<sup>69</sup> Vgl. Hachmeister / Ruthardt / Mager (2014), S. 1210, 1211, 1213.

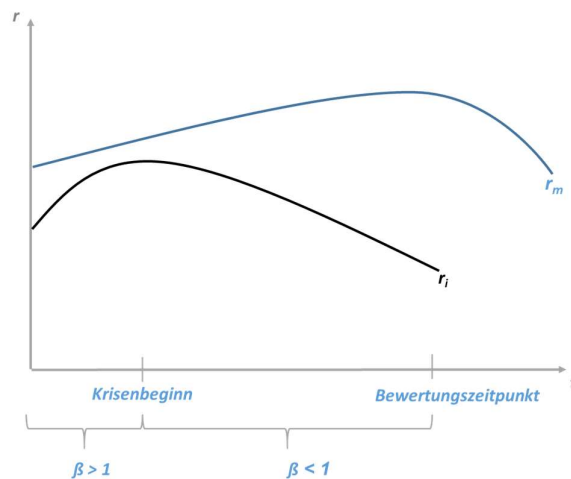
<sup>70</sup> Vgl. Großfeld / Stöver / Tönnies (2005), S. S4; Castedello (2014), Rdn. 305-308.

<sup>71</sup> Vgl. Kruschwitz (2015), S. 446, 448.

Marktportfolio widerspiegelt, da dieses alle Anlagemöglichkeiten umfasst. Somit fließt die Krisenentwicklung der Aktie  $i$  auch in die Markttrendite ein.

### 2.3.2.4.2 Ermittlung des $\beta$ -Faktors im Krisenfall

Der  $\beta$ -Faktor wird anhand von Unternehmensdaten oder wenn solche nicht vorliegen durch Rückgriff auf Daten vergleichbarer Unternehmen ermittelt.<sup>72</sup> Ein empirisch meist auf Basis historischer Daten gemessener  $\beta$ -Faktor, der auf bestimmten Risikoprofilen und Kapitalstrukturen beruht, ist nicht einfach auf das zu bewertende Unternehmen und dessen Zukunft übertragbar; die Anpassung ist regelmäßig herausfordernd.<sup>73</sup> Dieses grundsätzliche Problem bei der Bestimmung des  $\beta$ -Faktors (starker Vergangenheitsbezug der Daten sowie Adjustierung auf das Bewertungsobjekt) verschärft sich in der Krise abermals.<sup>74</sup> Die Eignung des  $\beta$ -Faktors zur Prognose ist entsprechend kritisch zu überprüfen.<sup>75</sup> Ausgehend vom einfachsten Fall, dass Unternehmensdaten vorliegen, stellen sich Renditen im Zeitablauf einer Krise typischerweise wie folgt dar:



**Abb. 7: Typischer Renditeverlauf in der Unternehmenskrise**

<sup>72</sup> Vgl. Castedello (2014), Rdn. 362, 363, 368, 369.

<sup>73</sup> Vgl. Ballwieser (1998), S. 83.

<sup>74</sup> Vgl. Finsterer (1999), S. 2528.

<sup>75</sup> Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Rdn. 121.

Ein anhand dieser Vergangenheitsdaten ermitteltes  $\beta$  suggeriert, dass sich die Aktie *i* antizyklisch zum Markt verhält und sogar zum Hedgen von Marktrisiken geeignet ist. Allerdings ist der Einbruch der Rendite bei steigendem Markt auf die besonderen Umstände der Krise zurückzuführen. Wenn der Markt z.B. wie skizziert nach dem Bewertungsstichtag sinkt, würde dies nicht zwangsläufig eine steigende Rendite der Aktie *i* bedeuten. Denkbar ist sogar, dass sich die Talfahrt der Aktie *i* nochmals beschleunigt, wenn auch der Markt insgesamt in eine negative Entwicklung gerät. Dieses Beispiel verdeutlicht, dass selbst bei vorliegenden Unternehmensdaten die Vergangenheitsanalyse zu fehlerhaften  $\beta$ -Faktoren führen kann. Wenn im vorliegenden Fall tatsächlich mit einem negativen  $\beta$  bewertet wird, bedeutet dies letztlich, dass der Kapitalisierungszinssatz unterhalb des risikofreien Zinssatzes liegt; dies kann m.E. nicht sachgerecht sein. Ebenso denkbar ist, dass die Aktie *i* bei sinkendem Markt in der Krise ebenfalls sinkt, allerdings überproportional. Auch dies würde nicht bedeuten, dass die Aktie *i* bei steigendem Markt überproportional steigt. Die Daten aus dem Krisenzeitraum sind m.E. entsprechend nur sehr stark eingeschränkt nutzbar.

Die folgenden Lösungsansätze sind geeignet mögliche Fehler zu reduzieren:

- Betrachtung einer längeren Historie inkl. dem Zeitraum vor Krisenbeginn (hier ist allerdings hinsichtlich Vergleichbarkeit die Veränderung des Unternehmens im Zeitablauf bspw. aufgrund Änderung der Geschäftsfelder besonders aufmerksam zu betrachten. Zudem sinkt die Eignung der Vergangenheitsdaten zur Extrapolation in die Zukunft mit deren Alter),
- Ermittlung des  $\beta$ -Faktors anhand vergleichbarer Unternehmen (herausfordernd aufgrund der besonderen Schwierigkeit vergleichbare Unternehmen zu identifizieren, die mit dem Unternehmen in den wesentlichen Merkmalen übereinstimmen).

Die Herleitung valider und belastbarer  $\beta$ -Faktoren für ein Unternehmen in der Krise anhand dem CAPM birgt folglich erhebliche Herausforderungen; eingehende Analysen sind erforderlich.



In der Praxis wird häufig ein im Zeitablauf konstanter  $\beta$ -Faktor und damit Risikoprämie - zumindest hinsichtlich dem operativen Risiko - verwendet.<sup>76</sup> Das Finanzierungsrisiko wird meist periodenspezifisch modelliert. Je nachdem wie gravierend sich die Größe, Ausrichtung und Strategie des Unternehmens verändert, ist diese Konstanz zu hinterfragen und ggf. mit verschiedenen  $\beta$ -Faktoren und Risikoprämien für zu definierende Zeitabschnitte zu arbeiten.<sup>77</sup>

#### 2.3.2.4.3 Zusätzliche Risikoaufschläge

Aufgrund der Krise muss kein zusätzlicher Risikoaufschlag erfolgen, da dieses Risiko bereits über die Rendite des Marktportfolios, welches das Unternehmen beinhaltet, und den  $\beta$ -Faktor Eingang in den Kapitalisierungszinssatz gefunden hat. Auch im Rahmen der Erwartungswertbildung der Cashflows ist die Krise und deren Auswirkungen über bspw. die Verarbeitung eines Liquidationsszenarios erfolgt. Folglich wäre eine nochmalige Einarbeitung im Kapitalisierungszinssatz als Zuschlag von x% eine Mehrfachberücksichtigung.<sup>78</sup>

Gleiches gilt für teils diskutierte pauschale Zuschläge für das Insolvenzrisiko. Dieses ist analog der Ausführungen zum Krisenzuschlag bereits in der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes sowie der Erwartungswertbildung der Cashflows enthalten; ein zusätzlicher, expliziter Insolvenzrisiko-Zuschlag würde demnach zu einer Doppelberücksichtigung führen.<sup>79</sup>

Die Mehrfachberücksichtigung von Risiken ist im Übrigen einer der häufigsten Bewertungsfehler.<sup>80</sup>

---

<sup>76</sup> Vgl. Castedello (2014), Rdn. 326.

<sup>77</sup> Vgl. Drukarczyk / Schüler (2016), S. 87; Behringer (1999), S. 735; unterschiedliche Risikoprämien von der Rechtsprechung als zulässig bestätigt: vgl. Wüstemann (2014), S.1711.

<sup>78</sup> Vgl. Nickert (2012), S. 89-90; Wangler (2005), S. 248.

<sup>79</sup> Vgl. Ballwieser / Hachmeister (2013), S. 122, Finsterer (1999), S. 2528.

<sup>80</sup> Vgl. Ballwieser / Hachmeister (2013), S. 229.

In der Literatur wird zudem teilweise ein Zuschlag aufgrund fehlender oder stark beeinträchtigter Handelbarkeit (Fungibilität) diskutiert und gefordert.<sup>81</sup> Die Argumentation, dass eine mangelnde Fungibilität den Wert mindert, ist nachvollziehbar, allerdings für Deutschland bislang nicht empirisch nachgewiesen. Zudem steht die mangelnde Fungibilität im Widerspruch zu den Annahmen des CAPM, welches u.A. voraussetzt, dass alle Titel gehandelt werden. Demnach wäre bei mangelnder oder fehlender Fungibilität die üblicherweise angewandte Kapitalisierungszinsermittlung anhand des CAPM zu hinterfragen. Zudem ist eine ausreichend objektivierbare und nachvollziehbare Quantifizierung kaum denkbar. Ein Zuschlag aufgrund mangelnder Fungibilität ist m.E. folglich nicht weiter zu verfolgen. Bei Unternehmensverkäufen in einer Krisensituation mit oftmals beschränktem Interessentenkreis bleibt unbenommen, dass sich der Faktor Fungibilität verhandlungsseitig kaufpreismindernd auswirken kann.

### **2.3.3 Unsicherheit bei der Liquidationswertermittlung**

Der Liquidationswert ergibt sich aus dem Verkauf des gesamten Vermögens nach Abzug von Veräußerungskosten, Liquidationskosten und Begleichung aller Schulden.<sup>82</sup> Bei der Einzelbewertung ist jedem Vermögensgegenstand sein Netto-Veräußerungswert und jeder Schuld der Rückzahlungswert zuzuweisen. Die Vermögensgegenstände sind grundsätzlich einzeln zu bewerten, sofern die Veräußerung einer Gruppe von Gegenständen nicht zeitlich und sachlich durchführbar erscheint und einen höheren Wert erzielt.

Der objektivste und belastbarste Wertmaßstab ist der Marktpreis. Zur Marktpreisbestimmung muss es allerdings einen aktiven Markt geben, dessen Zugang in der Unternehmenssituation der Krise und in angemessener Zeit denkbar ist. Alternativ ist im Rückgriff auf Anschaffungswert, Alter und Zustand sowie Gängigkeit der Gegenstände eine Einschätzung zu treffen, ob und zu welchem Wert diese

---

<sup>81</sup> Vgl. Lorson / Geltinger / Horn / Schünemann (2012), S. 1624, 1627; Ballwieser / Hachmeister (2013), S. 108-116.

<sup>82</sup> Vgl. Born, Karl (2003), S. 173.

veräußert werden können. Von diesem Wert sind dann noch die Veräußerungskosten abzuziehen. Marktpreise sind mangels aktivem Markt je nach Geschäftsfeld des Unternehmens für viele Gegenstände nicht verfügbar. Zudem ist kritisch zu hinterfragen, ob sich überhaupt ein Käufer findet. Dem Kundenstamm eines Krisenunternehmens messen Konkurrenzunternehmen regelmäßig einen Wert bei, sind allerdings nicht bereit diesen zu bezahlen, da die Kunden durch aktive Werbung bei Marktaustritt durch z.B. Insolvenz des Konkurrenten deutlich günstiger geworben werden können.<sup>83</sup> Ebenso sind andere immaterielle Vermögensgegenstände wie Markennamen und Lizenzen häufig stark negativ im Wert beeinträchtigt aufgrund des Imageschadens durch die Krise.<sup>84</sup> Auch im Bereich des Sachanlagevermögens findet sich aufgrund Spezialisierung in einigen Fällen kein Käufer, der die Maschinen und Anlagen exakt so weiterverwenden kann oder das Gebäude so nutzen möchte. Zudem schlagen (De)montage- und Transportkosten auf den Wert. Allerdings ist die Nutzung von materiellen Gegenständen auch in anderem als dem bisherigen Kontext denkbar und in einigen Fällen sogar wertsteigernd – z.B. Grundstücke bergen in vielen Fällen erhebliche stille Reserven, die sich durch Veräußerung realisieren lassen.

Deutlich einfacher hingegen ist der Wert von schnell liquidierbaren Gegenständen wie Forderungen oder Vorräten, sowie die Rückzahlungswerte der Schulden einzuschätzen.

Auch im Falle der Liquidation eines Unternehmens besteht die Möglichkeit, dass Tochterunternehmen – insbesondere nach deren Verkauf - fortgeführt werden; sollte dies der Fall sein ist die Beteiligung an dem Tochterunternehmen mit dem Fortführungswert zu bewerten.

In der Unternehmenskrise ist bei der Bewertung besonderes Augenmerk auf die Geschwindigkeit und Intensität der Veräußerung zu legen.<sup>85</sup> Da meist eine kurzfristige Befriedigung der Gläubiger zu erfolgen hat, muss die Geschwindigkeit der Liquidierung der Vermögensgegenstände entsprechend hoch sein. Der Zeitdruck wird

---

<sup>83</sup> Vgl. beispielhaft Kundenadressen im Versandhandel - Nutzung durch Otto nach Quelle Insolvenz, o.V. (2009), S. 1.

<sup>84</sup> Vgl. Geißler (2010).

<sup>85</sup> Vgl. Friß (2004), S. 657.

sich regelmäßig wertmindernd auf den erzielbaren Verkaufserlös und/oder erhöhend auf die Veräußerungskosten auswirken. Auch die Reputation des Unternehmens, die durch die Krise geschädigt wurde und der von potentiellen Erwerbern vermutete hohe Druck zu verkaufen führt dazu, dass der erzielbare Erlös sinkt. Die Faktoren kurzer Veräußerungszeitraum und Reputation sind bei der Bewertung stets zu berücksichtigen.<sup>86</sup> Die Wertuntergrenze des Bruttoveräußerungswerts beträgt üblicherweise Null. Es kann allerdings sein, dass für einzelne Gegenstände Verschrottungskosten oder Ähnliches (bspw. Kosten für Altlastensanierung, Renaturierung) berücksichtigt werden müssen.<sup>87</sup> Der Netto-Veräußerungserlös kann demzufolge im Krisenfall durchaus für einen Teil des Vermögens deutlich negativ sein.

## 2.4 Zusammenfassung

Obgleich die Unternehmensbewertung im Krisenfall aufgrund der vielen Unsicherheitsfaktoren eine große Herausforderung ist, können die klassischen Bewertungsmethoden auch den Krisenfall abbilden. Der Umfang der notwendigen Vorüberlegungen zur Bewertung ist auszuweiten und eine umfassende Auseinandersetzung mit den Sanierungsplänen des Unternehmens ist unerlässlich.

Bei der Ermittlung von Liquidationswerten ist insbesondere die notwendige Geschwindigkeit der Liquidierung ins Kalkül zu ziehen, da häufig eine schnelle Befriedigung der Gläubiger des Unternehmens erfolgen muss. Zudem spielt bei der Liquidierung teils auch die Reputation des Unternehmens und die Kenntnis der Krise in der Öffentlichkeit eine entscheidende Rolle.

Bei der Ermittlung eines Fortführungswerts sind das Ertragswert- und das DCF-Verfahren geeignet. Das größte Augenmerk ist auf die adäquate Schätzung der künftigen Erträge und Cashflows zu legen. Grundsätzlich hat die Ermittlung des

---

<sup>86</sup> Vgl. Hess (2013d), S. 546.

<sup>87</sup> Als aktueller und prominenter Fall sei hier hingewiesen auf die Endlagerung von Atommüll und deren Auswirkung auf die Bilanzen und Bewertung der großen Energiekonzerne EON und RWE.

prognostizierten Cashflows auf Basis einer Erwartungswertbildung der wesentlichen Szenarien zu erfolgen. Die Verwendung eines einwertigen Szenarios ist nicht sachgerecht, da sie dem der DCF-Methode zugrundeliegenden CAPM widerspricht. Dies gilt - entgegen der vielfach anzutreffenden gängigen Praxis - auch im Nichtkrisenfall. Auch die Annahme der unendlichen Lebensdauer und einer dauerhaften, konstanten Wachstumsrate ist im Einzelfall kritisch zu hinterfragen und ggf. zu verwerfen. Ebenso ist die häufig vorzufindende Annahme eines konstanten  $\beta$ -Faktors für das operative Risiko gerade in der Krisensituation bei neuer strategischer Ausrichtung, geändertem Produktportfolio und anderen gravierenden Veränderungen nicht sinnvoll. Um die künftige Entwicklung des Unternehmens am besten abzubilden, sollte nach sorgfältiger Analyse mit verschiedenen  $\beta$ -Faktoren gearbeitet werden, die sowohl wie bereits üblich das geänderte Finanzierungsrisiko, aber zusätzlich auch das veränderte operative Risiko modellieren. Da die Krise zu Verzerrungen und antizyklischen Entwicklungen führt, die sich nicht verallgemeinern und extrapolieren lassen, sind Daten aus dem Krisenzeitraum häufig zur Prognose und Ermittlung des  $\beta$  ungeeignet. Eine negative Korrelation der Aktienrendite mit dem Markt im Krisenzeitraum ist regelmäßig nicht inhaltlich gleichzusetzen mit einer dauerhaft antizyklischen Verhalten, welches zum Hedgen des Marktes geeignet ist, sondern einfach in der Krise des Unternehmens begründet.

Zusätzliche Zuschläge zum ermittelten Kapitalisierungszins aufgrund Krise, potentieller Insolvenz oder mangelnder Fungibilität können nicht stringent begründet werden und widersprechen dem CAPM, welches der Kapitalisierungszinsermittlung zugrunde liegt. Solche Zuschläge sind folglich nicht anzusetzen. Gerade im Krisenfall besteht die Gefahr, dass in der Bewertungspraxis Insolvenz- und Sanierungsrisiken doppelt berücksichtigt werden.

Obgleich sich wie ausgeführt mit den klassischen Methoden ein Unternehmenswert ermitteln lässt, ist eine völlig andere Frage, welcher Preis sich im Verkaufsfall als Ergebnis von Verhandlungen tatsächlich ergibt.<sup>88</sup> Diese generelle Diskrepanz zwischen Wert und Preis ist in der Krisensituation nochmals ausgeprägter. Aufgrund der oftmals schlechten Verhandlungsposition des Verkäufers sowie dem Verkaufsdruck können sich zwischen Preis und Wert erhebliche negative Differenzen ergeben – auf eben diese spekulieren Investoren:

„Price is what you pay, value what you get. Whether we’re talking about socks or stocks, I like buying quality merchandise when it is marked down.“<sup>89</sup> (Warren Buffet)

---

<sup>88</sup> Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Rdn. 13; Gleißner (2015), S. 170; vertiefend Born (2003), S. 21-23.

<sup>89</sup> Buffet (2008), S. 5.

### **3. Wandel der Stakeholder-Rollen in stürmischen Zeiten<sup>90</sup>**

#### **3.1 Einleitung**

Die Unternehmensführung ist in Deutschland im Laufe der letzten Jahre durch Gesetze, die Rechtsprechung, den Deutschen Corporate Governance Kodex (DCGK) und die Anspruchshaltung von Aktionären<sup>91</sup> und Öffentlichkeit weitestgehend reguliert und damit auch standardisiert worden. Die Regeln für das Zusammenspiel von Vorstand, Aufsichtsrat, Aktionären und anderen Stakeholdern sind in vielen Bereichen klar definiert. Im Krisenfall werden die bewährten Muster allerdings durch die unsichere Unternehmensentwicklung und hieraus resultierender Verschiebungen der Stakeholder-Interessen und Einflussmöglichkeiten auf den Prüfstand gestellt. Die Unternehmensführung muss in der Krise gewährleisten, dass der akute Abwärtstrend umgehend gestoppt, parallel Geschäftsmodell und Strategie überdacht, sowie anhand des neuen Leitbilds ein umfassender Sanierungsplan erarbeitet wird. Zudem ist sicherzustellen, dass die verschiedenen Stakeholder einbezogen, deren Anforderungen erfüllt und ihr Vertrauen zurückgewonnen wird. Die größte Veränderung neben den neuen Protagonisten wie beispielsweise krisenerfahrenen Interim Managern ist der drastische Anstieg der Einflussnahme der Kapitalgeber, allen voran der Finanzierer, auf die Unternehmenssteuerung.

#### **3.2 Aufgaben der Unternehmenssteuerung in der Krisensituation**

##### **3.2.1 Stoppen des Abwärtstrends als oberste Priorität**

Unternehmen geraten aus verschiedensten Gründen in die Krise. Um handlungsfähig zu bleiben, die Krise in den Griff zu bekommen und zu überwinden, muss zunächst die Erkenntnis über den kritischen Unternehmenszustand und dessen Ausmaß vorliegen. Trotz Risikofrüherkennungssystemen und umfassenden Corporate Governance Regeln werden Krisen oftmals nicht in einer frühen Phase, sondern erst

---

<sup>90</sup> Veröffentlicht in gekürzter Fassung: Witte, Nina Natalie: Unternehmenssteuerung im Krisenfall - Wandel der Stakeholder-Rollen in stürmischen Zeiten, in: ZCG, Heft 5 (11) 2016, S. 197-201.

<sup>91</sup> Es wird die Rechtsform der Aktiengesellschaft unterstellt, die Begriffe sind je nach Rechtsform synonym zu verstehen, so z.B. Aktionär gleichgesetzt mit Gesellschafter oder Anteilseigner. Die Gültigkeit der Ausführungen trifft durch Ausstrahlungswirkung sowie gängige Praxis auf unterschiedlichste Rechtsformen zu.

nach Auftreten ernsthafter Ertrags- und/oder Liquiditätsprobleme erkannt.<sup>92</sup> Der späte Erkenntnisgewinn erschwert die Bewältigung der Krise und verkürzt die Zeit, die zum Handeln bleibt erheblich. Hierdurch resultierender Zeit- und Handlungsdruck vermindert die Handlungsfreiheit und die Sanierungschancen.<sup>93</sup>

Sobald die Krise und deren Ausmaß den Handelnden bewusst ist, hat das Stoppen des Abwärtstrends oberste Priorität. Das bedeutet vor allem Sicherung der Liquidität und Wiedererlangung der Kreditwürdigkeit durch Sofortmaßnahmen wie z.B. Investitionsstopp oder die kurzfristige Schließung oder Veräußerung von verlustbringenden oder liquiditätsverzehrenden (Teil-)Bereichen.<sup>94</sup> Hierneben sollen der weitere Verzehr des Eigenkapitals verhindert, die Stakeholder durch erste Erfolge motiviert und hieraus eine positive Strahlkraft auf den weiteren Verlauf der Restrukturierung erzielt werden.

Gelingt es nicht, den Abwärtstrend zu stoppen oder deutlich zu entschleunigen, ist es nahezu unmöglich, die notwendige Unterstützung zur Sanierungsbegleitung von Finanzierern und Aktionären zu erhalten. Erschwerend kommt hinzu, dass die Sofortmaßnahmen nicht blinde „Cuts“ sein dürfen, sondern auch mit der Neuausrichtung und Sanierung in Einklang stehen müssen.<sup>95</sup> Schnelles Veräußern von Tafelsilber, welches später hätte ein Kernbereiche des sanierten Unternehmens werden sollen, behebt akute Liquiditätsengpässe; wirkt allerdings ohne Behebung der Krisenursachen in andere Bereichen für die zukünftige Geschäftsentwicklung wie „Brandbeschleuniger“.

In dieser ersten Phase der Krisenbearbeitung ist sicherlich der Vorstand als Unternehmensleitung und der Aufsichtsrat als beratende und überwachende Instanz primär gefragt. Finanzierer, Berater und Stakeholder treten nun vermehrt auf den Plan und finden nach und nach Eingang in das Geschehen, um schon bald auch aktivere Rollen zu übernehmen.

---

<sup>92</sup> Vgl. Kraus (2014), Rn. 5.

<sup>93</sup> Vgl. Loy (2015), S. 2885-2886.

<sup>94</sup> Vgl. Lintemeier (2013), S. 62; Kraus (2014), Rn. 42.

<sup>95</sup> Vgl. Steffan / Anders (2010), S. 294.



### 3.2.2 Entwicklung eines umfassenden Sanierungsprogramms

Nachdem das Unternehmen stabilisiert wurde, geht es üblicherweise an die Entwicklung eines umfassenden Sanierungsprogramms. Ein häufig auf Bestreben der Banken hin erstelltes Sanierungsgutachten arbeitet Krisenursachen auf und zeigt in einem umfangreichen Sanierungsplan den Weg aus der Krise und zurück in eine rendite- und wettbewerbsfähige Situation. Das Gutachten schließt neben einer klassischen Unternehmensplanung vor allem eine tiefgehende Maßnahmenplanung ein.<sup>96</sup>

Da das Sanierungskonzept inkl. der Sanierungsbeiträge aller wesentlichen Stakeholder für diese die Entscheidungsgrundlage über deren zukünftiges Engagement ist, sollten diese bei der Erstellung und Freigabe eingebunden sein.<sup>97</sup> Hierdurch wird eine Bindungswirkung erzeugt und ein Hinauszögern oder Versagen von Beiträgen ist schwer denkbar – anders ohne gemeinsames Konzept.<sup>98</sup>

### 3.2.3 Wiedergewinnung von Vertrauen

Ein weiterer zentraler Punkt zur Krisenüberwindung ist die Wiedergewinnung von Vertrauen. Das Management hat häufig bei Aktionären, Finanzieren und Mitarbeitern an Vertrauen verloren; letztlich ist aber die Beteiligung aller in der schwierigen Phase notwendig. Je später die Krise erkannt und je inkonsequenter mit ihr umgegangen wird, umso höher ist der Vertrauensverlust. Neben dem Sanierungsplan und den Unternehmensgegebenheiten ist das entscheidende Kriterium für das Gelingen der Sanierung Zutrauen und Vertrauen. Hat das Management die Krise mitverursacht und Vertrauen verspielt, in dem es spät oder falsch informiert hat, werden die anderen Parteien sich schwertun, eben diesem Management in der schwierigen Phase zu vertrauen.

---

<sup>96</sup> Vgl. Faulhaber / Landwehr / Grabow (2009), S. 109.

<sup>97</sup> Vgl. Krystek / Klein (2010b), S. 1837.

<sup>98</sup> Vgl. Schaaf (1993), S. 92.

Zur Vertrauensbildung nach vergangenen Fehlentscheidungen werden neben dem Austausch der handelnden Personen und umfassender Transparenz oftmals unabhängige Personen eingesetzt: Der Sanierungsberater als externer Sachverständiger und der Chief Restructuring Officer (CRO) als krisenerfahrener Interim-Manager und Teil der Geschäftsführung.

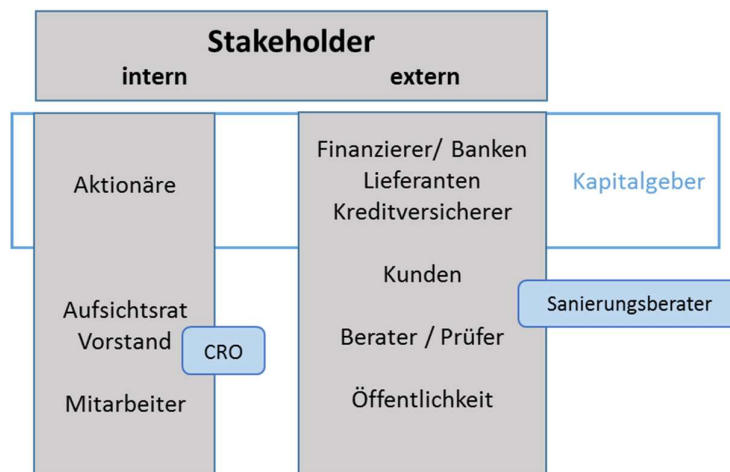
An dem Punkt Vertrauen kann auch eine sehr aussichtsreich erscheinende Sanierung scheitern. Hierzu kommt es bspw. wenn die Finanzierung fehlt, da die Gläubiger dem Management nicht vertrauen und/oder die Sanierungsumsetzung zutrauen.

Ein paralleles Vertrauensproblem besteht teilweise ggü. den Aktionären bzw. Gesellschaftern, insbesondere wenn es sich nicht um Publikums-Aktiengesellschaften, sondern Familienunternehmen oder eigentümergeführte Gesellschaften handelt. Haben diese die Problematik tatsächlich voll erfasst und sind willens sowie fähig die Sanierung zu begleiten und auch harte Einschnitte mitzugehen? Sofern hieran Zweifel bestehen, wird dies regelmäßig zur Forderung von zusätzlichen Gesellschafterbeiträgen in Cash oder in Form von Zustimmung zu wesentlichen Streitpunkten führen. Am häufigsten ist diese Konstellation sicherlich anzutreffen bei (ehemals) geschäftsführenden Gesellschaftern, denen neben einer gewissen Mitschuld an der Situation häufig auch mangelndes Einsehen angelastet wird.

### **3.2.4 Neuordnung der Corporate Governance und Stakeholder Management**

Die Unternehmenskrise erfordert eine veränderte Unternehmenssteuerung: Neben der strategischen Ausrichtung, dem operativen Geschäft, der konsequenten Umsetzung der Sanierungsmaßnahmen muss das Unternehmen auf den Pfad der Profitabilität zurückgeführt werden. Es ist ein Gleichgewicht zwischen Konzentration auf das Stoppen des Abwärtstrends, Vorantreiben der Restrukturierung und dem operativen Geschäft zu finden. Keinesfalls darf das Tagesgeschäft außer Acht geraten, ebenso wenig aber der konsequente Fokus auf Veränderung. Diese geänderten Anforderungen führen zu neuen Kompetenz-Bedarfen (wie bspw. Projekt- und Change-Management) und veränderten Spielregeln der Beteiligten an der Unternehmensführung sowie zur Neuordnung der Corporate Governance.

Die Krisensituation und deren Management fordern eine noch engere Zusammenarbeit aller Beteiligten – allen voran Vorstand und Aufsichtsrat. Sowohl die Anzahl der Anlässe zu Diskussion und Zustimmung als auch die Tragweite der Entscheidungen nimmt deutlich zu. Zudem müssen mehr Entscheider eingebunden werden, wie z.B. Finanzierer und Aktionäre. Das Stakeholder-Management ist eine der zentralen Aufgaben der Unternehmensführung in der Krise.<sup>99</sup> Hierzu müssen insbesondere schnelle Informations- und Zustimmungsprozesse etabliert werden, die zusätzliche Entscheider wie bspw. Finanzierer, einbinden. Es gilt die verschiedenen Stakeholder im Unternehmensinteresse auf einen gemeinsamen Nenner zu bringen und als Einheit durch den Sanierungsprozess zu führen.



**Abb. 8: Überblick wesentlicher Stakeholder<sup>100</sup>**

Die Krise bringt Verschiebungen der Machtposition zwischen den einzelnen Parteien (vor allem zwischen Eigen- und Fremdkapitalgebern), aber auch innerhalb einer Stakeholder-Gruppe (z.B. innerhalb der Banken) sowie die Eingliederung neuer Akteure (vornehmlich Sanierungsberater und CRO) mit sich. Zudem verändern sich die Zielsetzungen und Interessenschwerpunkte der Stakeholder und deren Verhalten teils massiv.

<sup>99</sup> Vertiefend zur Vorgehensweise beim „Issue Management“ (definiert hier als Differenzen der Erwartungen verschiedener Stakeholder), vgl. Thommen et al. (2016), S. 58-61; zu Schlüsselproblemen mit Stakeholdern in der Unternehmenskrise vgl. Gutierrez / Dörr / Ackermann (2010), S. 172.

<sup>100</sup> Eigene Darstellung in Anlehnung an Pinkwart / Kolb / Heinemann (2005), S. 63.

### 3.3 Wesentliche Akteure im Lichte der Krise

#### 3.3.1 Aktionäre

Die Aktionäre sind in der Hauptversammlung organisiert und üben ihre Stimmrechte durch Beschlüsse aus. Die Rechte der Hauptversammlung umfassen gem. § 119 Abs. 1 AktG insbesondere:

- Bestellung des Aufsichtsrats,
- Gewinnverwendung,
- Entlastung von Vorstand und Aufsichtsrat,
- Bestellung des Abschlussprüfers und ggf. Sonderprüfers,
- Satzungsänderungen,
- Kapitalmaßnahmen.

Hierneben kann die Satzung im Einzelfall weitere zustimmungspflichtige Sachverhalte und Rechte der Hauptversammlung bestimmen. Die aktienrechtlichen Regelungen sehen folglich vor, dass der Vorstand die Geschäfte führt, wobei er vom Aufsichtsrat überwacht und beraten wird. Die Hauptversammlung greift hier im Regelfall nur indirekt über die Besetzung des Aufsichtsrats, die Entlastung der geschäftsführenden Organe und die Satzungsgestaltung ein. Eine Ausnahme regelt §119 Abs. 2 AktG. Der Vorstand darf der Hauptversammlung Fragen der Geschäftsführung zur Entscheidung vorlegen. Die Hauptversammlung kann die Vorlage allerdings nicht verlangen, sofern die Satzung es nicht im speziellen Fall vorsieht.

Ein bedeutsames Aktionärsrecht ist das Auskunftsrecht gem. § 131 AktG, welches allerdings nur soweit reicht, wie der Aktionär die Auskünfte für die Beurteilung von Tagesordnungspunkten der Hauptversammlung benötigt. Hierunter können regelmäßig ergänzende Informationen zu Abschlüssen des Unternehmens aufgrund der Gewinnverwendungsfrage oder zu entlastenden oder bestellenden Personen des Aufsichtsrats und Vorstands subsummiert werden. Nicht hierunter fallen generellere Einsichts- und Auskunftsrechte wie sie insbesondere der Aufsichtsrat besitzt.

Neben der ordentlichen Hauptversammlung, die regelmäßig einmal im Jahr stattfindet, können außerordentliche Hauptversammlungen einberufen werden. Dies kann auf Verlangen einer Minderheit gem. § 122 AktG geschehen und/oder sofern es gem. § 121 Abs. 1 AktG das Wohle der Gesellschaft fordert. Eine Krisensituation kann ein solcher Anlass sein.

Die Aktionäre können durch verstärkte Nutzung dieser gewohnten Instrumente den Sanierungsprozess beeinflussen:

- den Austausch von Aufsichtsratsmitgliedern und die Ergänzung durch krisenerfahrene Personen,
- Entsendung eines Mitglieds in den Aufsichtsrat nach § 101 Abs. 2 AktG, sofern die Satzung dies explizit vorsieht,
- eine Verschärfung der Zustimmungspflichten durch Satzungsgestaltung,
- den Abschlussprüferwechsel oder
- die Bestellung eines Sonderprüfers der Geschäftsführung nach § 142 Abs. 1 Satz 1 AktG (z.B. bei vermuteter Sorgfaltspflichtverletzung von Vorstand und/oder Aufsichtsrat nach §§ 93, 116 AktG)<sup>101</sup>.

Dem Vorstand und/oder Aufsichtsrat die Entlastung zu verweigern hat auf die Geschäftspolitik und insbesondere Einzelentscheidungen zunächst keinen direkten Einfluss, kann allerdings über den Umweg späterer personeller Konsequenzen einen Richtungswechsel in der Geschäftsführung herbeiführen. Üblicherweise würden entsprechende Besetzungsänderungen allerdings ohne eine derart drastische und öffentliche Maßnahme wie Ablehnung der Entlastung und damit Vertrauensentzug

---

<sup>101</sup> Nach entsprechender Prüfung steht der Hauptversammlung die Geltendmachung von Ersatzansprüchen im Wege einer Organhaftungsklage nach §§ 93, 116, 117, 147, 148 AktG offen; vgl. Kirschner, Lars (2008), S. 341.

ablaufen. Denkbar ist dieses Szenario bei Betrugs- oder Täuschungsfällen und Skandalen, bei denen die Rolle der Organe noch nicht geklärt werden konnte.<sup>102</sup>

Inhaltlich als noch drastischerer Vertrauensentzug ist die Anordnung einer Prüfung der Geschäftsführung zu werten. Auch dieser Weg wird nur in Ausnahmefällen und typischerweise beim Verdacht der Unterschlagung, Täuschung, grober Pflichtverletzung und ähnlich schwerwiegenden Delikten eingeschlagen. In einer solchen Situation wird die Entlastung versagt und eine Sonderprüfung beauftragt. Auch hierdurch wird die laufende Geschäftsführung nicht direkt, sondern eher die dauerhafte Besetzung der Organfunktionen, beeinflusst.<sup>103</sup>

Die primäre Zielsetzung der Aktionäre ist die Vermögensmehrung und damit die Unternehmenswertsteigerung. Neben dem Kurs oder Wert der Aktie sind Dividendenzahlungen hierbei das Hauptaugenmerk. Während die Dividendenzahlung einen regelmäßigen Zufluss darstellen, müssen zur Realisierung der Kurssteigerungen die Aktien veräußert werden. In der Krise sind die Aktionäre durch den Wertverlust sowie oftmals ausbleibende Dividendenzahlungen betroffen. Banken und andere Gläubiger sind vorrangig zu bedienen. Hierdurch entsteht eine Verschiebung des Ausfall- und Verlustrisikos von Eigenkapitalgebern hin zu den Fremdkapitalgebern, deren Ansprüche i.d.R. noch einen positiven Wert besitzt. Um ihre Ansprüche zu sichern und möglichst verlustfrei aus der Finanzierung herauszukommen, werden die Finanzierer von den Aktionären regelmäßig einen Gesellschafterbeitrag fordern.

---

<sup>102</sup> Die Mitgliederversammlung des VfB Stuttgart 1893 e.V. hat im Oktober 2015 sowohl Vorstand als auch Aufsichtsrat die Entlastung für das Geschäftsjahr 2014 verweigert.

Die Hauptversammlung der ThyssenKrupp AG im Januar 2013 erteilte nach stundenlanger Aussprache Aufsichtsrat und Vorstand die Entlastung, allerdings nur mit zwischen 62 und 76 Prozent der Stimmen.

Wegen des überraschend hohen Verlustes der WestLB von 1,7 Milliarden Euro im vorherigen Jahr hat die Hauptversammlung im Mai 2003 ebenfalls weder den Vorstand noch den Aufsichtsrat entlastet.

<sup>103</sup> Die Hauptversammlung der IKB Deutsche Industriebank AG hat am 27. März 2008 anlässlich der Geschäftsentwicklungen in der Finanzkrise sechs Vorstandsmitglieder nicht entlastet und die Entlastung von einem weiteren Vorstand und allen Aufsichtsratsmitgliedern verweigert. Zudem wurde ein Antrag auf Durchführung einer Sonderprüfung zur Untersuchung möglicher Pflichtverletzungen von Vorstandsmitgliedern angenommen und ein Sonderprüfer bestellt.

### 3.3.2 Aufsichtsrat

Die Kernaufgabe des Aufsichtsrats besteht gem. § 111 Abs. 1 AktG in der Überwachung des Vorstands sowie in der Auswahl und Bestellung kompetenter Vorstandsmitglieder mit dem Ziel, eine erfolgreiche Unternehmensentwicklung zu fördern, Krisen zu verhindern sowie früh zu erkennen.<sup>104</sup> Zur Wahrung seiner Beratungs- und Überwachungsfunktion nimmt der Aufsichtsrat im Einzelnen die folgenden Rechte und Aufgaben wahr:

- Weitreichendes Einsichts- und Prüfungsrecht gem. § 111 Abs. 2 Satz. 1 AktG,
- Wahrnehmung des Rechts auf besondere Berichterstattung des Vorstands bei Vorfällen erheblicher Bedeutung gem. § 90 Abs. 3 AktG,
- Einberufung der Hauptversammlung, wenn das Wohle der Gesellschaft es erfordert gem. § 111 Abs. 3 AktG,
- Bestellung und Abberufung von Vorstandsmitgliedern und Ernennung eines Vorsitzenden gem. § 84 AktG,
- Festlegung der Vorstandsvergütung und ggf. Herabsetzung bei Verschlechterung der Lage der Gesellschaft gem. § 87 AktG,
- Abstimmung strategische Ausrichtung sowie Erörterung Stand der Strategieumsetzung lt. Tz. 3.2 DCGK,
- Festlegung des Katalogs zustimmungspflichtiger Geschäfte lt. Tz. 3.3 DCGK,
- Definition Geschäftsordnung für den Aufsichtsrat lt. Tz. 5.1.3 DCGK,
- Bei Bedarf Tagung unter Ausschluss des Vorstands lt. Tz. 3.6 DCGK,
- Erteilung des Prüfungsauftrags an den Abschlussprüfer gem. § 111 Abs. 2 Satz 3 AktG,
- Setzung von Prüfungsschwerpunkten für den Abschlussprüfer lt. Tz. 5.3.2 DCGK,
- Prüfung von Jahres- und Konzernabschluss gem. § 171 Abs. 1 Satz 1 AktG,
- Erörterung und kritische Würdigung der Quartalsberichterstattung lt. Tz. 7.1.2 DCGK.

---

<sup>104</sup> Zur Krisenfrüherkennung durch den Aufsichtsrat vgl. Vogt (2015), S. 250-251.

Der Aufsichtsrat darf im Rahmen der Funktionstrennung zum Vorstand gem. § 111 Abs. 4 AktG keine Maßnahmen der Geschäftsführung übernehmen und hat keine krisenspezifischen Kompetenzen. Lediglich eine Zustimmung zu definierten Geschäften, soweit die Satzung dies vorsieht, ist nach § 111 Abs. 4 Satz. 2 AktG zulässig. Allerdings kann der Vorstand gem. § 111 Abs. Satz 3 AktG bei Verweigerung der Zustimmung die Eskalationsstufe über die Hauptversammlung wählen und diese beschließen lassen. Im Extremfall kann der Vorstand folglich gemeinsam mit der Hauptversammlung über die Unternehmensentwicklung entscheiden, gegen den ausdrücklichen Willen des Aufsichtsrats.

Aus den Überwachungsaufgabe des Aufsichtsrats und seinen Sorgfaltspflichten ergibt sich eine deutliche Intensivierung seiner Tätigkeit. Die oberste Zielsetzung des Aufsichtsrats ist gem. § 116 S. 1 i.V.m. § 93 Abs. 1 AktG das Wohle der Gesellschaft. Somit agiert er im Unternehmensinteresse und seine Ziele sind in vielen Bereichen deckungsgleich mit denen der Aktionäre.

Um den erhöhten Anforderungen und neuen Aufgaben in der Krise gerecht zu werden, sollte der Aufsichtsrat sich neu organisieren, häufiger tagen und sich von Experten beraten lassen. Oftmals empfiehlt es sich, einen Restrukturierungsausschuss zu bilden, der an das Plenum berichtet, und einen Restrukturierungsexperten zu benennen. Zudem sollten die Liste der zustimmungspflichtigen und berichtspflichtigen Geschäfte anlässlich der Krise erweitert und die Geschäftsordnung sowie der Geschäftsverteilungsplan des Vorstands an die spezifische Situation anpasst werden. Dies umfasst auch die temporäre Unterstützung des Vorstands durch einen krisenerfahrenen Interim-Manager sowie die Sicherstellung einer anreizkompatiblen Vergütung. Die Entsendung eines Aufsichtsratsmitglieds in den Vorstand ist zur Wahrung der Funktionstrennung abzulehnen. Die Sanierungsberichterstattung zur laufenden Geschäftsentwicklung und zum Umsetzungsstatus der Maßnahmen soll vom Aufsichtsrat eingehend gewürdigt werden.<sup>105</sup>

---

<sup>105</sup> Vgl. vertiefend Witte (2016d), S. 1249-1250.



### 3.3.3 Vorstand

Der Vorstand leitet gem. § 76 Abs. 1 AktG unter eigener Verantwortung die Geschäfte des Unternehmens. Er ist folglich für die Krisenerkennung, -bewältigung und das Ergreifen sämtlicher Sanierungsmaßnahmen zuständig. Dies umfasst auch die ständige Überwachung der Liquidität aufgrund der Insolvenzantragspflichten und das Stakeholder Management.

Ein kompetentes Management, das vollumfänglich hinter der Restrukturierung steht und diese vorantreibt, ist als der wichtigste Faktor für den Sanierungserfolg anzusehen.<sup>106</sup> Entsprechend ist die Besetzung des Managements sowie dessen Zusammenwirken von essenzieller Bedeutung in der Krise.<sup>107</sup> Sofern das Unternehmen bei der Managementbesetzung nicht ausreichend aktiv oder erfolgreich ist, werden die entsprechenden Impulse von außerhalb – typischerweise von Finanzierern – gesetzt.<sup>108</sup>

Trotz Ressortverteilung innerhalb des Vorstands bleibt die Gesamtverantwortung für die Geschäftsleitungspflicht bei allen Vorstandsmitgliedern.<sup>109</sup> Hieraus folgt für jedes Vorstandsmitglied eine allgemeine Kontroll- und Überwachungspflicht gegenüber seinen Vorstandskollegen betreffend deren Ressorts; Handlungspflichten bestehen grundsätzlich nur für das eigene Ressort. In der Krise sind deutlich erhöhte Überwachungspflichten zu erfüllen und hinsichtlich allgemeiner Geschäftsleitungspflichten wie bspw. der Prüfung der Insolvenzantragspflichten ist jede Ressortzuständigkeit hinfällig und jedes Vorstandsmitglied verantwortlich.

Die besonderen Anforderungen in der Krise führen oftmals dazu, dass der Vorstand um einen CRO als krisenerfahrenen Interimsmanager ergänzt wird.<sup>110</sup> Dessen Aufgaben umfassen das ganzheitliche Krisenmanagement mit dem Ziel der Wiedergewinnung von Vertrauen und Kreditwürdigkeit. Hierunter fallen insbesondere

---

<sup>106</sup> Vgl. Scholz (2009), S. 310; Falckenberg (2014), Rdn. 22-23.

<sup>107</sup> Vgl. Faulhaber / Landwehr / Grabow (2009), S. 117.

<sup>108</sup> Vgl. Hess / Groß (2013), Rdn. 260-264.

<sup>109</sup> Vgl. BGH Urteil vom 09.01.2001 - VI ZR 407/99; BGH Urteil vom 15.10.1996 - VI ZR 319/95; BGH Urteil vom 06.07.1990 - 2 StR 549/89.

<sup>110</sup> Vgl. Reiner (2009), S. 323.

das Stakeholder Management von der Erfüllung von Informationspflichten bis zur Verhandlung von Sanierungsbeiträgen und das Umsetzungsmanagement der definierten Sanierungsmaßnahmen (z.B. Kostensenkung, Liquiditätssicherung, Bestandsreduzierung, Unternehmens(teil)verkäufe). Ziel des Einsatzes ist es, Expertenwissen und Kapazität ins Unternehmen zu holen. Zudem soll verhindert werden, dass das alte krisenerfahrene Management den Experten auf der anderen Seite des Verhandlungstischs bei den Finanzierern begegnen muss.<sup>111</sup>

Der CRO kann auch einen bisherigen Manager ersetzen, dies muss allerdings nicht der Fall sein. Sofern der CRO als Ersatz agiert, hat dies neben seiner Krisenerfahrung und der entsprechenden Passgenauigkeit zur Situation des Unternehmens den Vorteil, dass deutlich mehr Zeit für die Suche des langfristigen Top Management Nachfolgers verwendet werden kann.<sup>112</sup> Entsprechende Manager sind deutlich schwieriger zu finden und längst nicht so schnell verfügbar wie ein CRO, dessen Merkmal gerade auch die schnelle Verfügbarkeit und kurze Bindungsdauern sind. Der CRO wird versuchen den Vertrauensverlust des bisherigen Managements bei den Stakeholdern wiederaufzuarbeiten. Häufig fällt es dem CRO als „unbefangenen Neuling“ auch leichter harte Maßnahmen zu kommunizieren, da er dem Unternehmen und den Personen nicht so verbunden ist und zudem nicht langfristig mit allen Parteien weiterhin zusammenarbeiten muss.

Die Management Qualitäten sind für die Unternehmensentwicklung sowie insbesondere die Sanierungsfähigkeit von herausragender Bedeutung.<sup>113</sup> Entsprechend ist die Besetzung des Managements sowie dessen Zusammenwirken von essentieller Bedeutung in der Krise und steht entsprechend weit oben auf der Agenda. Dies gilt nicht nur für das Unternehmen und die Aktionäre, sondern auch die Finanzierer und anderen *Stakeholder*.<sup>114</sup> In keiner anderen Situation werden so viele Parteien ein so hohes Interesse daran haben, wie das Management besetzt ist und versuchen dies durch direkte Vorschläge, aber auch auf indirekten Wegen zu beeinflussen.

---

<sup>111</sup> Vgl. Kantowsky / Schulte (2012) S. 2.

<sup>112</sup> Vgl. Krüger (2009), S. 314.

<sup>113</sup> Vgl. Scholz (2009), S. 310.

<sup>114</sup> Vgl. Faulhaber / Landwehr / Grabow (2009), S. 117.

Neben dem Organ Vorstand als solches bleibt zu beachten, dass die einzelnen Vorstandsmitglieder als Manager wiederum ein eigener Stakeholder-Typus sind. Neben Einkommensmaximierung wird insbesondere im Krisenfall die Reputation des Managers und die Auswirkung auf seinen „Marktwert“ dessen Handeln bestimmen. Der Ausgang der Krisensituation und der Sanierungsverlauf werden häufig direkt mit den Fähigkeiten des Managers in Verbindung gebracht. Der Aufsichtsrat hat sich hierbei ergebende Ziel- und Interessenskonflikte bei der Auswahl, Bestellung und Abberufung der Vorstandsmitglieder zu beachten.

Auch der Vorstand ist nach § 93 Abs. 1 AktG dem Wohle der Gesellschaft verpflichtet. Somit besteht in weiten Teilen Zielkongruenz mit Aufsichtsrat und Aktionären.

### **3.3.5 Finanzierer**

#### **3.3.5.1 Banken**

Die Banken als wesentlicher Finanzierungsgeber sind oft einer der wichtigsten Gläubiger des Unternehmens. Sie finanzieren das Unternehmen insbesondere über Kreditlinien, Darlehen, Avale, Bürgschaften und sind hierneben an der Abwicklung des Zahlungsverkehrs (*Cash-Pooling*, Devisengeschäfte etc.) beteiligt.<sup>115</sup> Banken sind oftmals durch entsprechende Vertragsbedingungen<sup>116</sup> in der Lage, agieren und andere Stakeholder entsprechend beeinflussen zu können.<sup>117</sup>

Aus Bankensicht geht es im Krisenfall primär um die Vermeidung eines Forderungsausfalls. Regelmäßig werden nun die Ansprechpartner innerhalb des Instituts wechseln. Zuständig sind krisenerfahrene Spezialisten, die je nach Einzelfall und Geschäftspolitik der Bank neben oder anstelle des eigentlichen Firmenkundenbetreuers auftreten.<sup>118</sup> Die Federführung muss vom

---

<sup>115</sup> Vgl. Ringespacher (2015), S. 71-72.

<sup>116</sup> Zu diesen Bedingungen zählen z.B. „wesentliche Verschlechterung der Vermögensverhältnisse“, Zweckgebundenheit der zur Verfügung gestellten Mittel (typisch z.B. Betriebsmittellinie), Sonderkündigungsmöglichkeiten bei Nichtzahlung von Zins und/oder Tilgung sowie Covenant-Brech oder Laufzeit-Vereinbarungen „bis auf Weiteres (b.a.W)“.

<sup>117</sup> Zu üblichen Geschäfts- und Kündigungsbedingungen vgl. Barthel / Böhne / Metzler / von der Hage (2010), S. 20-21; Bankenverband (2014), S. 4; vertiefend: Krepold (2016), Rn. 177-253.

<sup>118</sup> Vgl. Hess / Reeh (2013), Rdn. 78; Ringespacher (2015), S. 73-74.

Sanierungsspezialisten wahrgenommen werden und darf nicht länger beim Marktbereich liegen.<sup>119</sup> Das Instrumentarium der Banken zur Verbesserung der eigenen Netto-Risikoposition umfasst eine ganze Bandbreite von Optionen:<sup>120</sup>

- (außer)ordentliche Kündigungen der Engagements,
- Sicherheiten (erstmalige Bestellung oder Ausweitung),
- Stand-Still-Vereinbarung für einen gewissen Zeitraum (u.a. mit Einführung eines Katalogs zustimmungspflichtiger Geschäfte),
- Veränderung der Finanzierungsform und Konditionen (z.B. Gewährung eines neuen Sanierungskredits zugunsten der bisherigen Ziehung von Betriebsmittellinien, Erhöhung Zinsen und Gebühren),
- ausgeweitete Informations- und Berichtspflichten,
- Einführung oder Verschärfung von Covenants.

Sofern die engagierten Banken bislang noch nicht in einem Pool organisiert waren, werden sie dies in Krisensituationen typischerweise tun.<sup>121</sup> Der Bankenpool wird mit einem Poolführer – meist dem Haus mit der höchsten Forderung - als Ansprechpartner für Unternehmen und bankenintern ausgestattet.<sup>122</sup> Hierdurch wird gewährleistet, dass die Abstimmung und Information möglichst effizient erfolgt. Der Bankenpool kann sich ganz oder teilweise auch als Konsortium für die weitere Finanzierung herausbilden.

Bei jeglichem Handeln achten Banken stets darauf, ihre Eingriffe in die Unternehmensführung insoweit im Rahmen zu halten, so dass ihnen juristisch keine „faktische Geschäftsführung“ angelastet und die Bank damit in die Geschäftsführerhaftung gelangen kann.<sup>123</sup> Zudem ist bei der Vergabe neuer Kredite stets zu prüfen, dass keine Insolvenzverschleppung vorliegt, um sich auch hier nicht schadenersatzpflichtig zu machen.<sup>124</sup> Die Risiken aus „faktischer Geschäftsführung“ sowie Insolvenzverschleppung und -anfechtung können Aktionäre gleichermaßen

---

<sup>119</sup> Vgl. MaRisk BTO 1.2.5 Abs. 1, S. 40.

<sup>120</sup> Vgl. Hess / Reeh (2013), Rdn. 75-77; Steffan (2009), S. 280.

<sup>121</sup> Vgl. Hess / Reeh (2013), Rn. 81; vgl. Hess (2013c), Rn. 10-18.

<sup>122</sup> Vgl. Ringenspacher (2015), S. 80.

<sup>123</sup> Vgl. Hess (2013b), Rdn. 91-93; Zuleger / Wegmann (2010), Rdn. 19-20.

<sup>124</sup> Vgl. Zuleger / Wegmann (2010), Rdn. 14-18.

treffen.<sup>125</sup> Diese Problematik wird auf Familienunternehmen und eigentümergeführte Mittelständler deutlich eher zutreffen als auf eine anonyme Publikums-Aktiengesellschaft.

Ein üblicher Zielkonflikt der Bank besteht darin, dass oft langjährige Mandatsbeziehungen und potentiell Neugeschäft durch die Einschaltung der Sanierungsabteilung gefährdet werden zugunsten der Begrenzung des Ausfallrisikos. Ein weiterer Zielkonflikt kann darin bestehen, dass die Bank häufig auch andere Stakeholder des Unternehmens (insbesondere Mitarbeiter, Aktionäre, Lieferanten) in erheblichem Umfang finanziert hat.<sup>126</sup> Zudem kann auch ein möglicher Imageverlust bei Kündigung der Bank ein Gegenargument sein; solche Reputationsschäden drohen gerade bei lokalen Banken. Zudem bestehen teils auch rechtliche Risiken, wenn es sich z.B. um eine „Kündigung zur Unzeit“<sup>127</sup> handeln könnte.

Banken sind aufgrund externer Regulierung – vornehmlich durch Anweisungen der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und die Mindestanforderungen an das Risikomanagement (MaRisk) – verpflichtet, zur Beurteilung der Sanierungsfähigkeit und Entscheidung über einen Sanierungskredit ein Sanierungskonzept heranzuziehen.<sup>128</sup> Das Konzept muss den Anforderungen des IDW S 6 und der BGH-Rechtsprechung genügen.<sup>129</sup> Fehlt die Sanierungsfähigkeit, darf der Kredit nicht gegeben werden; u.U. wird auch das Aufrechterhalten bisheriger Engagements als Neukreditvergabe gewertet.

Somit ist aus Bankensicht in Krisensituationen faktisch für jede Finanzierung ein Sanierungsgutachten unerlässlich.<sup>130</sup> Sanierungsfähigkeit bedeutet, dauerhaft wettbewerbs- und renditefähig zu werden. Somit ist eine Bankenfinanzierung faktisch nur bei funktionierenden und nachhaltig tragfähigen Geschäftsmodellen möglich.<sup>131</sup>

---

<sup>125</sup> Vgl. Zirener / Hautkappe (2015), S. 55-56.

<sup>126</sup> Zur Abwägung der Risikoposition der Bank vgl. vertiefend Pinkwart / Kolb / Heinemann (2005), S. 151-154.

<sup>127</sup> Zum Begriff „Kündigung zur Unzeit“ vgl. vertiefend Krepold (2016), Rn. 58, 166-176; Häuser (2011), Rn. 53-55.

<sup>128</sup> Vgl. Kamp / Wagner (2013) S. 326; MaRisk BTO 1.2.5 Abs. 2, S. 41.

<sup>129</sup> Zu rechtlichen Anforderungen an ein Sanierungskonzept vgl. Krystek / Klein (2010a), S. 1770-1772; Reiner (2009), S. 324-325.

<sup>130</sup> Vgl. Kemper (2014), Rdn. 22.

<sup>131</sup> Vgl. Kamp / Wagner (2013), S. 332.

Banken sind zudem während des gesamten Sanierungszeitraums verpflichtet, sich über den Umsetzungsstand des Konzepts und der Maßnahmen ausführlich berichten zu lassen.<sup>132</sup>

### 3.3.5.2 Kreditversicherer

Auch die *Kreditversicherer* sind letztlich Finanzierer des Unternehmens – mit einem Alleinstellungsmerkmal: Sie haben keine direkte Vertragsbeziehung mit dem Krisenunternehmen, sondern nur mit den Lieferanten.<sup>133</sup> Ähnlich den Banken haben auch alle Kreditversicherer Spezialabteilungen zur Betreuung von Krisenfällen. Das Ziel des Kreditversicherers ist es, möglichst geringe Schadens- und Ausfallquoten zu erleiden und hierneben seine Reputation nicht zu gefährden (sowohl durch Nichterkennen von Unternehmenskrisen, aber auch z.B. unnötig früher Rückzug mit Insolvenzfolge). Durch die indirekte Finanzierer-Rolle kennt der Kreditversicherer sein aktuelles Risiko nicht jederzeit (sondern nur dessen maximalen Betrag) und muss die Außenstände erst bei seinen Kunden erfragen.<sup>134</sup>

Zur Verbesserung der eigenen Netto-Risikoposition wird der Kreditversicherer im Krisenfall anhand der ihm zur Verfügung stehenden Informationen das Rating des Unternehmens herabsetzen, Neuabschlüsse von Versicherungen nicht tätigen, bestehende Kreditlimite kürzen oder gänzlich zurückziehen und durch Vereinbarungen von verlängerten Eigentumsvorbehalten für seine Kunden versuchen, das Ausfallrisiko weiter zu minimieren.<sup>135</sup> Durch die Wirkung auf die Lieferanten kann es zu erheblichen Auswirkungen auf das Unternehmen kommen. Diese reichen von Schädigungen der Lieferantenbeziehung über Vorkasse-Forderungen bis hin zu Belieferungsstopp mit der Folge entsprechender Finanzierungs- und ggf. Lieferengpässe.<sup>136</sup> Im Rahmen einer Sanierungsbegleitung schließen sich die

---

<sup>132</sup> Vgl. MaRisk BTO 1.2.5 Abs. 3, S. 41.

<sup>133</sup> Vgl. vertiefend Ulatowski (2015), S. 162-165.

<sup>134</sup> Vgl. Ulatowski (2015), S. 165.

<sup>135</sup> Vgl. Ulatowski (2015), S. 166-171.

<sup>136</sup> Vgl. Ulatowski (2015), S. 171.

Kreditversicherer oft dem Bankenpool an und bilden gemeinsam mit diesem einen Finanziererpool.

### **3.3.6 Weitere Stakeholder**

#### **3.3.6.1 Mitarbeiter**

Die Mitarbeiter, sowohl Fach- und Führungskräfte als auch Sachbearbeiter und Lohnempfänger, sind ein sehr wichtiger Stakeholder. Ohne deren Expertise und Zutun wäre das Unternehmen nicht funktionsfähig. Die Zielsetzung und Motivation der Mitarbeiter ist insbesondere geprägt von den folgenden Motiven: Einkommensmaximierung – aktuelles Einkommen sowie Perspektive, Sicherheit bzgl. Arbeitsplatzsicherheit und Entwicklungsmöglichkeiten, attraktives Arbeitsumfeld und -klima, Work Life Balance. Die Mitarbeiter sind i.d.R. organisiert in und vertreten durch Betriebsräte und teils Gewerkschaften.

Eine Unternehmenskrise bedeutet für die Mitarbeiter zunächst eine stark erhöhte Unsicherheit bzgl. Arbeitsplatzsicherheit und Entwicklungsmöglichkeiten. Zudem sind der Leistungsdruck und der Arbeitsanfall in der Krise häufig besonders hoch. Dies führt neben Personalmaßnahmen (z.B. Sozialpläne, Bonuskürzungen, Kurzarbeit, Aussetzen von Gehaltsrunden) zu eigenmotivierten Kündigungen und einer hohen Fluktuation. Hierdurch erhöht sich wiederum das Arbeitsaufkommen pro Mitarbeiter, wenn Mitarbeiter – und insbesondere erfahrene, leistungsfähige und mobile Kräfte – fehlen. Diese Kapazitäts- und Knowhow-Engpässen können die Unternehmensentwicklung und den Sanierungserfolg stark beeinträchtigen.<sup>137</sup> Eine aktive und offene Kommunikation gegenüber den Mitarbeitern ist unerlässlich, um Gerüchten vorzubeugen, zu entgegnen bzw. diese in Kontext zu setzen, um hierdurch Abwanderungsplänen der Mitarbeiter durch Vertrauensrückgewinn und klare Strukturen entgegenzuwirken.<sup>138</sup>

---

<sup>137</sup> Vgl. Jacob / Nienstedt (2015), S. 229-230.

<sup>138</sup> Vgl. Hess (2013a), Rn. 1-3.

Die Mitarbeitervertretungen haben in der Krise eine besonders wichtige Funktion. Sie verhandeln mit dem Management über den Sanierungsbeitrag der Mitarbeiter in Form von Personalmaßnahmen. Zudem informieren sie die Mitarbeiter regelmäßig und umfassend über die Situation und die Auswirkungen auf diese und dienen diesen als Ansprechpartner für Fragen jeder Art. Typischerweise sind die Interessen von Mitarbeitervertretung (Arbeitsplatzerhalt, Arbeitsplatzsicherheit, Sicherung Einkommen) nicht deckungsgleich mit den Unternehmensinteressen (Kostensenkung, Effizienzsteigerung, Standortschließung etc.).<sup>139</sup> Kompromisse können hier durch sozialverträgliche Maßnahmen wie Altersteilzeit, Frühverrentung, Teilzeitmodelle, Freiwilligen-Programme u.Ä. erzielt werden.<sup>140</sup> Sofern ein Sozialplan und Interessenausgleich notwendig ist, wird dieser in teils langwierigen Verhandlungen zwischen Unternehmen und Mitarbeitervertretung errungen, wobei oftmals beide Parteien von externen Beratern und Anwälten unterstützt werden.<sup>141</sup>

### 3.3.6.2 Lieferanten

Das typische Dilemma von Lieferanten ist die Abwägung zwischen Kreditrisiko einerseits und Erhaltung sowie Ausbau der Lieferbeziehung andererseits; wobei das Kreditrisiko in der Unternehmenskrise des Kunden üblicherweise die prägnantere Stellung bei allen Überlegungen hat.<sup>142</sup> Lieferanten zählen häufig zu den tendenziell weniger und spät informierten Stakeholdern. Lieferanten sind entgegen Aktionären und anderen Finanzierern nicht in eine regelmäßige und umfassende Berichterstattung des Unternehmens eingebunden. Sie sind auf öffentlich zugängliche Informationen, Brancheninformationen und Pressemitteilungen angewiesen. Diese sind häufig wie z.B. Abschlüsse im Offenlegungszeitpunkt bereits veraltet. Um eine möglichst treffsichere Einschätzung zur Lage des Unternehmens abzugeben und das Risiko aus der Lieferbeziehung zu minimieren, greifen Lieferanten auf Ratinginformationen von Auskunftsteilen und Kreditversicherern zurück und schließen im Falle wesentlicher

---

<sup>139</sup> Vgl. Walter (2015), S. 234.

<sup>140</sup> Vgl. Walter (2015), S. 235-236.

<sup>141</sup> Vgl. vertiefend Walter (2015), S. 238-244.

<sup>142</sup> Vgl. Riggert (2015), S. 136-137.



Lieferbeziehungen regelmäßig Kreditversicherungen ab.<sup>143</sup> Wenn der erheblich besser informierte Kreditversicherer oder eine Auskunftsei eine negative Einstufung des Unternehmens vornimmt oder das Rating verschlechtert, wird der Lieferant alarmiert reagieren. Auskunftseien haben im Gegensatz zu anderen Stakeholdern, auch Kreditversicherern, keinerlei wirtschaftliches Interesse am Ausgang der Sanierungsbemühungen und werden sich ein neutrales Urteil bilden. Ihr Risiko besteht lediglich in einer Fehleinschätzung die zu einem Reputationsverlust werden könnte.<sup>144</sup> Die Reaktionsmöglichkeiten der Lieferanten reichen von Verlangung von Vorauszahlungen oder Garantien bis hin zur Hinterfragung der gesamten Geschäftsbeziehung. Solche Reaktionen von Schlüssellieferanten oder mehreren Lieferanten parallel können die Leistungs- und Lieferfähigkeit des Unternehmens massiv schädigen und im Extremfall sogar die Fortführung gefährden. Eine parallele Reaktion von Lieferanten ist nicht unüblich, da alle die gleichen oder ähnlichen Informationen von einigen wenigen großen Kreditversicherern und Auskunftseien erhalten. Sofern Lieferbeziehungen für das Krisenunternehmen essentiell sind wird zur Vorbeugung regelmäßig auch eine Lieferanteninformation erfolgen und Gespräche mit den größten Vertragspartnern stattfinden, um die Unternehmenssituation sowie die Neuausrichtung und geplante Sanierung zu erklären. Auch wenn solche Lieferanteninformationen kontrovers diskutiert werden, da die Gefahr besteht „schlafende Hunde zu wecken“,<sup>145</sup> sollte der Nutzen einer klaren und vertrauensvollen Kommunikation m.E. überwiegen.

### 3.3.6.3 Kunden

Die Kunden zählen ebenfalls zu den eher schlecht und spät informierten Stakeholdern. Ihnen stehen neben den direkten Informationen des Unternehmens, die an die Kunden gerichtet sind, nur öffentlich zugängliche Informationen zur Verfügung. Dementsprechend sind Kundereaktionen auf die Unternehmenskrise eher spät zu erwarten. Da sich die Kunden ihrer schlechten Informationslage durchaus bewusst

---

<sup>143</sup> Vgl. Uthoff (2015), S. 350-352.

<sup>144</sup> Vgl. Uthoff (2015), S. 360.

<sup>145</sup> Vgl. Riggert (2015), S. 139.

sind, sind ihre Reaktionen auf negative Berichterstattung und Gerüchte umso deutlicher. Für jedes Unternehmen ist das Kundeverhalten (Kundentreue, Kaufhäufigkeit und Intensität) ausschlaggebend für den Unternehmenserfolg,<sup>146</sup> in der Krise essentiell für das Überleben und den Sanierungserfolg.<sup>147</sup>

Sofern es sich um Großkunden handelt, kann die Krise des Unternehmens sich auf seine Abnehmer mit Produktionsausfällen und Umsatzeinbrüchen auswirken und diese im schlimmsten Fall sogar selbst in eine Krise stürzen.<sup>148</sup> Entsprechend gilt es Schlüssellieferanten, die ein entsprechendes Gefährdungspotential für das Unternehmen aufweisen, frühzeitig zu identifizieren und deren wirtschaftliche Entwicklung stets im Auge zu behalten.<sup>149</sup> Sofern der Kunde die Krise beim Lieferanten kennt, kann je nach dessen Wichtigkeit für das eigene Unternehmen über Unterstützungsmaßnahmen wie bspw. Abnahmezusagen, Kürzung von Zahlungszielen, Voraus- und Anzahlungen, Beistellung von Materialien und Darlehensgewährung entschieden werden.<sup>150</sup>

#### 3.3.6.4 Abschlussprüfer

Der Abschlussprüfer erfüllt die gesetzliche (Konzern-)Abschlussprüfungsfunktion nach §§ 316, 317 HGB als unabhängiger Dritter. Er wird vom Aufsichtsrat zur Wahl vorgeschlagen, von der Hauptversammlung bestellt und wiederum vom Aufsichtsrat beauftragt. Er berichtet direkt an den Aufsichtsrat und Prüfungsausschuss. Neben der Prüfung des Abschlusses und Lageberichts sind regelmäßig auch das Risikofrüherkennungssystem und die Prozesse im Unternehmen Gegenstand der Prüfung. Um sich ein Urteil bilden zu können, wird der Abschlussprüfer regelmäßig auch die Unternehmensplanung, Sitzungsprotokolle von Vorstand und Aufsichtsrat und andere Informationen (z.B. externe Ratinginformationen, Pressemeldungen)

---

<sup>146</sup> Vgl. Bössow (2012), S. 53.

<sup>147</sup> Vgl. Hess (2013a), Rn. 29-30.

<sup>148</sup> Vgl. Weidmann (2015), S. 147.

<sup>149</sup> Vgl. Weidmann (2015), S. 148.

<sup>150</sup> Vertiefend vgl. Weidmann (2015), S. 152-160; solche Unterstützungsmaßnahmen sind z.B. in der Automobilzulieferer-Industrie teils im Rahmen der Bewältigung der Finanzkrise von Automobil-Herstellern erfolgt.

heranziehen.<sup>151</sup> Über entwicklungsbeeinträchtigende und bestandsgefährdende Tatsachen hat der Abschlussprüfer nach §§ 321, 322 HGB zu berichten. Hierbei wird er insbesondere auch zur Lagebeurteilung durch das Unternehmen Stellung beziehen und sein Prüfungsurteil möglicherweise ergänzen, einschränken oder versagen, wenn er eine andere Auffassung vertritt (z.B. zur Bestandsgefährdung aufgrund erkennbarer Finanzierungslücken).<sup>152</sup>

Die Krise verändert die Aufgabe des Abschlussprüfers als solche nicht. Die Intensität der Prüfung, gerade hinsichtlich der Going Concern Prämisse, der Lageberichterstattung und Abbildung der Sanierungsrisiken, wird sich allerdings erhöhen. Zudem kann der Aufsichtsrat ihn im Rahmen eines vertrauensvollen Gesprächs oder durch geschickte Setzung von Prüfungsschwerpunkten nach Tz. 5.3.2 DCGK nutzen, um bestimmte Themenfelder aufzuarbeiten und eine unabhängige Einschätzung zu erhalten.

Da der Bestätigungsvermerk als solcher auch vertrauensbildend gegenüber Dritten (Aktionäre, Banken und anderen Stakeholdern) wirkt, kommt es in Krisensituationen überproportional häufig zum Abschlussprüferwechsel. Der Abschlussprüfer gilt aufgrund seiner oft langjährigen Tätigkeit für das Unternehmen als befangen, wenn es um die lückenlose Vergangenheitsbewältigung oder auch ein neutrales Urteil über das Management geht.<sup>153</sup> Hinzu kommt, dass auch der Abschlussprüfer teils zu spät oder nicht ausreichend deutlich auf die kritische Situation hingewiesen hat oder dies zumindest von Aufsichtsrat, Aktionären oder Banken so empfunden wird. Von einem Abschlussprüferwechsel verspricht man sich folglich eine neue Perspektive, eine Unabhängigkeit von vergangenen Bilanzierungseinschätzungen und sonstigen Urteilen sowie den handelnden Personen im Unternehmen, ein hohes Interesse „aufzuräumen“ und eine vertrauensbildende Wirkung des Wechsels nach außen.<sup>154</sup>

---

<sup>151</sup> Vertiefend zu Auswirkungen der Unternehmensplanung und Prognoseprüfung auf die Abschlussprüfung vgl. Groß / Amen (2003), S. 1177-1178; Hagest / Kellinghusen (1977), S. 408-412.

<sup>152</sup> Vgl. Seidler (2015), S. 1454.

<sup>153</sup> Vgl. Köhler / Ruhnke / Schmidt (2011), S. 776-777.

<sup>154</sup> Kritisch zur erhofften Wirkung des Abschlussprüferwechsels Dörner / Oser (1995), S. 1091-1092; Niehus (2004), S. 887.

Diese unabhängige Einschätzung ist insbesondere in der Krisensituation für den Aufsichtsrat, aber auch Vorstand von großer Bedeutung.

Gegen einen Prüferwechsel kann dessen hohes Knowhow und seine mehrjährige Erfahrung mit dem Unternehmen sprechen; denn gerade in der Krise ist das tiefere Verständnis für das Unternehmen, dessen Entwicklung und Tätigkeit besonders wichtig. Zudem bedeutet ein neuer Abschlussprüfer eine längere Einarbeitungszeit, die auch das Unternehmen belastet. Eine solche Ressourcenbindung im Krisenzeitraum ist meist schwierig, da zum einen ohnehin oft Personalengpässe wegen Fluktuation und Personalmaßnahmen vorherrschen und zum anderen auch für andere Aufgaben zusätzliche Kapazitäten benötigt werden, so z.B. durch erhöhte Berichtspflichten und die Einarbeitung anderer Berater und neuer Manager. Ohne konkrete Anhaltspunkte für Minderleistung, mangelnde Unabhängigkeit, die vorliegende Forderung eines Prüferwechsels durch bspw. Finanzierer oder ähnlich zwingende Gründe ist ein Wechsel in dieser ohnehin herausfordernden Zeit m.E. nicht zu empfehlen.

### **3.3.6.5 Sanierungsberater**

Durch die Beauftragung eines Sanierungsberaters wird fehlendes Expertenwissen kompensiert und die Kapazität des Unternehmens kurzfristig erweitert. Der Sanierungsberater ist ein spezialisierter Berater, der insbesondere in den folgenden Bereichen tätig ist:

- Unternehmens- und Krisenanalyse,
- (Unterstützung bei) Definition erster Maßnahmen und Erstellung Sanierungskonzept,
- Gutachterliche Stellungnahme zu Sanierungskonzepten und Unternehmensplanungen,
- Erstellung und Unterstützung von Maßnahmencontrolling und ausgeweitetem Berichtswesen,

- Projektmanagement zur Krisenbewältigung (inkl. Auf- und Ausbau Berichtswesen und Maßnahmen Controlling),
- Sanierungsbegleitung,
- Interim Management / CRO-Services.

Entsprechend seines Betätigungsfeld, wird ein Sanierungsberater erst dann hinzugezogen, wenn die Krisensituation erkannt ist. Die Initiative den Berater hinzuzuziehen, kann vom Unternehmen (Vorstand, Aufsichtsrat oder auch Aktionären) ausgehen, wird allerdings in der überwiegenden Zahl von anderen Stakeholder (insb. Banken und anderen Finanzierern) ausgelöst.<sup>155</sup> Sobald sich die Krisenanzeichen (z.B. hohe oder wiederholte Verluste, Liquiditätsengpässe, wesentliche Planabweichungen, Managementwechsel, unklare Unternehmensstrategie) verhärtet, wird das Unternehmen dazu angehalten einen Sanierungsberater hinzuzuziehen, der entweder nur eine „Planplausibilisierung“ durchführen oder aber auch ein vollwertiges Sanierungskonzept erstellen und dem jeweiligen Finanziererkreis vorlegen soll.<sup>156</sup> Der Sanierungsberater soll neben der notwendigen Fachexpertise, die er einbringt, auch die Rollen des Schiedsrichters und Kommunikators wahrnehmen. Je nach Handlungsbedarf und Situation werden der Sanierungsberater und/oder die Finanzierer das Unternehmen dazu anhalten, zusätzlich noch einen CRO, primär für die Umsetzungsphase, hinzuzuziehen.

Ein Vorteil neben der Expertise und kurzfristigen Kapazitätsaufstockung liegt regelmäßig darin, dass Unternehmensangehörige dazu neigen mit einem Externen offener über die Probleme und Verbesserungspotentiale zu sprechen als bspw. mit den bisherigen Vorgesetzten oder Gesellschaftern.<sup>157</sup>

Der Beratereinsatz entfaltet in der Praxis jedoch häufig nicht seine volle Wirkung, da die Notwendigkeit des Einsatzes beim Management oder den Gesellschaftern nicht erkannt oder als von Dritten „aufdiktiert“ empfunden wird. Gleiches gilt, wenn der Berater ggü. Dritten (in)formellen Bericht erstattet ohne sie einzubeziehen und in der

---

<sup>155</sup> Vgl. Jaroschinsky / Werner (2016), S.633-634; Jaroschinsky / Werner (2015), S. 7.

<sup>156</sup> Vgl. Emmrich / Heer (2015a), S. 20.

<sup>157</sup> Vgl. Nimwegen / Sanne (2012), S. 1823.

Folge die Akzeptanz sowie vertrauensvolle Zusammenarbeit leidet.<sup>158</sup> Der Sanierungsberater ist verschiedenen Haftungsrisiken ausgesetzt, insbesondere der Haftung durch Auskünfte an Dritte (primär Finanzierer) sowie die „faktische Geschäftsführung“ aufgrund von entsprechenden Eingriffen in die Unternehmensleitung.<sup>159</sup>

Die Vorteile des Einsatzes eines Sanierungsberaters liegen in der Expertise, der Nutzung des Netzwerks des Beraters und dessen Vertrauensstellung. Gerade, wenn der Einsatz von Banken Seite getrieben und der Sanierungsberater von diesen vorgeschlagen wurde, kann das Unternehmen durch den Beratereinsatz deutlich mehr Stabilität und Vertrauen in die angeschlagene Beziehung zu den Banken bringen. Auch unternehmensintern ggü. Aufsichtsrat, Aktionären und Mitarbeitern ist der Beratereinsatz häufig vertrauensbildend, da vermutet wird, dass der Einsatz für die Erkenntnis der Ernsthaftigkeit der Situation und der eigenen beschränkten krisenspezifischen Kompetenzen und Führungs-Kapazitäten gesehen wird. Im positiven Sinne ist auch eine finanzierer-nahe Stellung folglich durchaus positiv zu nutzen. Zudem ist die Alternativlösung fraglich, da ein Ablehnen der Hinzuziehung eines Beraters ggf. die gesamte Finanzierung des Unternehmens gefährden kann.

Am erfolgversprechendsten ist sicherlich ein Beratereinsatz, der früh in der Krise erfolgt und auf die Initiative des Unternehmens selbst, im Idealfall von Vorstand und Aufsichtsrat, zurückgeht. Die Vorteile liegen hier insbesondere in der absolut freien Auswahl des Beraters und entsprechender Steuerung hinsichtlich Auftragsinhalten und -umfängen (Tätigkeitsschwerpunkte bspw. mehr Ursachenforschung, Prozess und Marktanalysen, weniger Finanzierer-Kommunikation) sowie dem besten gemeinsamen Arbeits-Output wegen gleicher Zielsetzung und ähnlicher Sichtweise auf die Situation bei Management und Berater. Zudem lässt der frühe Zeitpunkt viel Handlungsspielraum, um die volle Wirkung der Krisenbewältigung zu entfalten.

---

<sup>158</sup> Vgl. Kantowsky / Schulte (2015), S. 445.

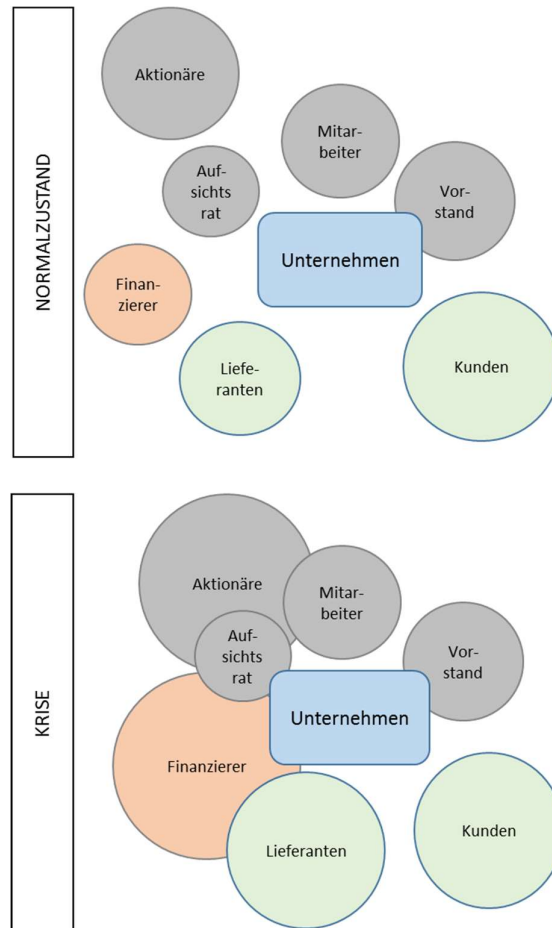
<sup>159</sup> Vertiefend zu Haftungsrisiken des Sanierungsberaters, vgl. Kuss (2009), S. 337-339.

### 3.3.7 Spannungsfeld der Stakeholder-Interessen und Einflüsse in der Krise

Die Stakeholder haben individuelle und teils widerstrebende Interessen. Hierbei ergeben sich in der Krise – unter Ausblendung personen-individueller Interessen wie beispielsweise Organhaftung – die folgenden typischen Konstellationen bei den Stakeholder-Gruppen:

- Das primäre Interesse und Ziel der *Aktionäre* ist die Unternehmenswertsteigerung. Sofern die Sanierung also eine Unternehmenswertsteigerung verspricht, wird der Aktionär ein hohes Interesse daran haben, sie voranzutreiben, unabhängig davon, ob die Sanierung eher riskant ist. Dem Verkauf von Unternehmensteilen wird der Aktionär nur zustimmen, wenn der Verkauf einen höheren Wert erwirtschaftet als das weitere Halten der Beteiligung, sofern ein Verkauf nicht aus anderen Gründen notwendig ist (z.B. um eine drohende Zahlungsunfähigkeit abzuwenden).
- *Vorstand und Aufsichtsrat* sind gesetzlich dem Wohle der Gesellschaft verpflichtet und haben i.d.R. ein Interesse an der Beibehaltung der Organposition und sind somit wie der Aktionär an der Maximierung des Unternehmenswerts interessiert. Ebenso sind *Mitarbeiter* am langen (Über)leben des Unternehmens und einem möglichst hohem Unternehmenswert ausgerichtet, da dies den eigenen Arbeitsplatz sichert und die Einkommensperspektiven verbessert. Auch *Kunden und Lieferanten*, bei denen die Erfüllung der Liefer- und Leistungsbeziehungen im Fokus stehen, haben meistens Interesse am Überleben des Unternehmens und dessen optimaler Zukunft.
- Konträr hierzu kann das Interesse der *Finanzierer* stehen, das Risiko des eigenen Engagements zu minimieren und das eingesetzte Kapital schnellstmöglich zurückzubekommen. Die Interessen der Finanzierer können somit den Unternehmensinteressen entgegengesetzt sein. Typische Beispiele sind Veräußerungen unterhalb des Nutzungswerts, aber oberhalb des Werts, den beispielsweise eine Bank finanziert hat. Somit ist die Bank befriedigt, das Unternehmen und damit in der Folge die Aktionäre erleiden einen Verlust.

Abbildung 9 zeigt auf, wie sich die Bedeutung und Einflussmöglichkeiten der einzelnen Stakeholder auf das Unternehmen durch eine Krise typischerweise verändern.



Entfernung = Einfluss des Stakeholders auf das Unternehmen und dessen Steuerung  
Umfang = Bedeutung des Stakeholders für das Unternehmen

### Abb. 9: Bedeutung und Einflussnahme von Stakeholdern

Durch die Krise wird letztlich die Bedeutung aller Kapitalgeber für das Unternehmen größer und deren Einflussnahme auf die Unternehmenssteuerung steigt deutlich. Am Extremsten ist diese Veränderung bei den Finanzierern. Vorstand und Mitarbeiter sind vor wie auch in der Krise von großer Bedeutung und haben einen hohen Einfluss auf das Unternehmen. Der Aufsichtsrat wird versuchen, seine Einflussmöglichkeiten in der Krise zu erweitern. Für das Unternehmen kritisch ist der gleichzeitige Bedeutungs- und Einflusszugewinn der Finanzierer, die nicht zwangsläufig im Unternehmensinteresse agieren.



### 3.4 Finanzierer-getriebene Sanierung<sup>160</sup>

Ausgangspunkt einer Finanzierer-getriebenen Sanierung sind i.d.R. die Vertrauenskrise zwischen Finanzierer und Management, teils auch Gesellschaftern, sowie das bereits weit fortgeschrittene Krisenstadium. Beides führt dazu, dass die Finanzierer größten Wert auf die schnelle und umfassende Einbindung von externem Knowhow legen.

Die Finanzierer legen dem Unternehmen oftmals nahe zur Professionalisierung des Krisenmanagements einen Sanierungsberater hinzuzuziehen, häufig auch einen CRO zu engagieren. Diese Mandatierung von Sanierungsexperten wird oft zur Auflage der weiteren Finanzierung gemacht und teils mit konkreten Namensvorschlägen versehen. Somit entscheiden die Finanzierer faktisch über den Einsatz des Beraters, dessen Auswahl, Auftragsumfang und Einsatzzeitpunkt. Von Finanziererseite wird auch auf die Zusammensetzung des übrigen Managements eingewirkt und teils massiver Handlungsdruck erzeugt.

Eine weitere Auflage der Finanzierer ist häufig ein Katalog mit zustimmungspflichtigen Geschäften. Zielsetzung eines solchen Katalogs ist der Schutz der aktuellen Netto-Risikoposition der Finanzierer. Dem Unternehmen soll es nicht möglich sein, die Haftungs- und Sicherheiten-Masse ohne Zustimmung der Finanzierer zu schmälern oder seine Verschuldung zu erhöhen. Zudem wird die Besserstellung anderer Gläubigergruppe oder der Gesellschafter verhindert. Solche Zustimmungsvorbehalte schränken die Geschäftsführung faktisch stark ein, da die Zustimmung ungewiss und die Abstimmungsrunden zeitintensiv sind.

Häufig kommt der Impuls zur Erstellung eines Sanierungskonzepts aus dem Finanziererkreis und ist nicht diskutabel, da der Zwang dieses als Grundlage der Finanzierungsentscheidung zu verwenden bankenrechtlich vorgegeben ist.<sup>161</sup> Basierend auf den Ausführungen von Unternehmen und Sanierungsberater, dem

---

<sup>160</sup> Vertiefend hierzu vgl. Witte (2016a), S. 197-202.

<sup>161</sup> Vgl. MaRisk BTO 1.2.5 Abs. 2, S. 41.

Konzeptinhalt und den aktuellen Unternehmensinformationen treffen die Finanzierer die Entscheidung, ob und wie die Sanierung unterstützt wird.

Auch in der anschließenden Umsetzungsphase werden dem Unternehmen kaum Abweichungen zugestanden und der Sanierungsfortschritt eng überwacht. Abweichungen vom Sanierungskonzept sind für die Finanzierer sind nur tolerabel, solange sie die getroffene Kreditrisikoeinstufung und damit die Basis der Finanzierung nicht verändern.

Bei Abweichung von vereinbarten Kreditbedingungen und Kennzahlen (sog. Financial Covenants) werden Berichtspflichten und ggf. weitere Rechte der Finanzierer ausgelöst. Bei Bruch der Covenants können beispielsweise die Kreditkonditionen verändert werden (typisch Zinserhöhung); in bestimmten Fällen werden sogar Kündigungsrechte ausgelöst.<sup>162</sup>

Zur Kontrolle der Umsetzung der Sanierungsmaßnahmen und der Steuerung des Turnarounds werden im Unternehmen Lenkungsausschüsse etabliert. Die Finanzierer lassen sich häufig ein Gastrecht einräumen,<sup>163</sup> um möglichst nah an der Sanierungsumsetzung zu sein und auch frühe Warnsignale aufzunehmen.

Trotz Zeit- und Handlungsdruck muss das Unternehmen in der Krise eine situationsadäquate Berichterstattung zur Information aller Stakeholder, insbesondere Finanzierer, aber auch Aufsichtsräte und Aktionäre, sicherstellen. Die Themen Transparenz und Wiedergewinnung von Vertrauen spielen eine zentrale Rolle. Eine glaubwürdige Kommunikation als Bindeglied zwischen den einzelnen Stakeholdern ist unerlässlich. Das vorherige Berichtswesen kann dies meist nicht leisten und muss deutlich ausgebaut und zumindest um ein Reporting zum Sanierungsfortschritt ergänzt werden.

Im Ergebnis führen die Überwachung sowie die Sanktionierung von Planabweichungen bei einer Finanzierer-getriebenen Sanierung dazu, dass das

---

<sup>162</sup> Vgl. Hannen (2012), S. 2236; Ringelspacher (2015), S. 81.

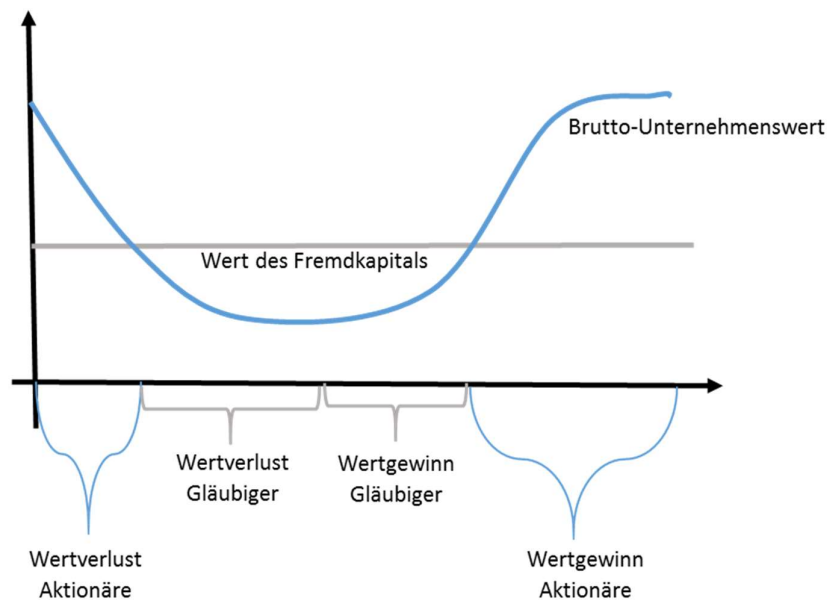
<sup>163</sup> Vgl. Emmrich / Heer (2015a), S. 20-21.

Sanierungskonzept und wesentliche Maßnahmen „sklavisch“ umgesetzt werden müssen. Ohne den Sanierungserfolg und einzelne Sanierungsbeiträge wie die Finanzierung o.ä. zu gefährden, sind Abweichungen von den übereinstimmend zwischen den Stakeholdern beschlossenen Sanierungs Eckdaten und Kernmaßnahmen letztlich kaum denkbar.

### **3.5 (Un)freiwillige Sanierungsbeiträge der Aktionäre**

#### **3.5.1 Gründe für Gesellschafterbeiträge**

Aus Fairnessgründen muss grundsätzlich jeder Stakeholder einen Beitrag zur Sanierung leisten. So werden Arbeitnehmer und Management bspw. auf Gehaltserhöhungen und Boni verzichten oder die Finanzierer einen Sanierungskredit ausreichen. Auch von den Aktionären wird ein entsprechender Beitrag erwartet. Alleine im Stillhalten und dem Festhalten am Anteilsbesitz kann man bereits einen Beitrag sehen. Darüber hinaus werden die anderen Parteien weitere Beiträge erwarten oder gar aktiv fordern. Letztlich sind alle Stakeholder daran interessiert, dass die Risiken der Sanierung gleichmäßig verteilt werden und nicht einer weniger oder gar kein Risiko trägt. Im Fall der Aktionäre ist diese Diskussion besonders ausgeprägt, da die Aktionäre durch die Unternehmenswertsteigerung nach erfolgreicher Sanierung die größten Gewinnchancen haben. Die folgende Abbildung verdeutlicht einen möglichen Verlauf des Unternehmenswerts im Zeitablauf.



**Abb. 10: Partizipation Kapitalgeber am Unternehmenswert im Zeitablauf**

Sobald der Unternehmenswert unter den Wert des Fremdkapitals sinkt - was im Krisenfall häufig der Fall ist - haben die Aktionäre letztlich wertlose Anteile und das Risiko des weiteren Wertverlusts liegt ausschließlich bei den Fremdkapitalgebern.<sup>164</sup> Sollte sich der Unternehmenswert in Folge der Sanierung allerdings wieder über den Wert des Fremdkapitals hinaus steigern, sind die Gewinnchancen der Fremdkapitalgeber begrenzt, die der Aktionäre theoretisch unbegrenzt. Diese ungleiche Chancen-Risiken-Verteilung führt dazu, dass die Fremdkapitalgeber regelmäßig weitere Sanierungsbeiträge der Aktionäre fordern.<sup>165</sup> Aus Eigenkapitalgebersicht kann ein Sanierungsbeitrag im Krisenzeitpunkt allerdings anders gesehen werden: Der Wert des bisher eingesetzten Kapitals ist bereits auf null gesunken, jede weitere Investition ist zunächst einmal Geld, das in die Taschen der Finanzierer fließt und erst zeitlich deutlich nachgelagert zur eigenen Gewinnchance wird.<sup>166</sup> Diese möglichen Ansichten werden stark geprägt von der Einschätzung der Überlebensfähigkeit des Unternehmens und der Wettbewerbsfähigkeit des Produkts. Ähnliches gilt für die Problematik der Entscheidung zur Veräußerung von Anteilen. Während die Gläubiger die Veräußerung häufig bereits dann befürworten, wenn der

<sup>164</sup> Vgl. König / Wendeborn (2015), S. 5.

<sup>165</sup> Vgl. Tyroller / Nienstedt (2015), S. 65.

<sup>166</sup> Vgl. Emmrich / Heer (2015b), S. 9.

Erlös zumindest das Fremdkapital abdeckt und ihr Anteil somit zurückgeführt werden kann, werden die Aktionäre einen Verkauf erst bei Erzielung eines deutlich positiven Wertes auch für das eingesetzte Eigenkapital erwägen.<sup>167</sup> Die gleiche Interessenkonflikte bestehen hinsichtlich der Entscheidung Liquidation versus Fortführung, wenn der Liquidationswert höher ist als der aktuelle Fortführungswert oder zumindest über dem Wert des Fremdkapitals liegt – auch hier werden Gläubiger im Sinne einer schnellen und sicheren Befriedigung ihrer Ansprüche anders agieren als Gesellschafter.<sup>168</sup>

### 3.5.2 Beitragsarten

Unter dem Stichwort „Gesellschafterbeitrag“ ist nun fallspezifisch verschiedenes denkbar. Wie bereits beschrieben kann alleine im *Stillhalten und Festhalten am Anteilsbesitz*, evtl. auch gekoppelt mit einer Zusage dies den gesamten Sanierungszeitraum über zu tun, ein Sanierungsbeitrag gesehen werden. Besonders häufig betreffen die weiteren Forderungen bei Gesellschafter-Geschäftsführen einen *Rückzug aus der Unternehmensführung* oder zumindest eine *Ergänzung um einen Fremdmanager und/oder Chief Restructuring Officer*. Diese Rückzugsforderung, die sich häufig auch auf langjährigen Fremdmanager bezieht, beruht darauf, dass Managementfehler eine der häufigsten Krisenursachen sind.<sup>169</sup> Zudem verändert die Krise Zielsetzungen und Aufgaben von Management und Gesellschaftern, sodass ein stärkeres Spannungsfeld zwischen beiden Positionen entsteht und eine klare Trennung zur Vermeidung von Interessenkonflikten sinnvoll erscheint. So erfordert die Sanierung vom Management insbesondere das harte Umsetzen der Sanierungspläne und die Absicherung der Finanzierung, wohingegen der Gesellschafter sowohl auf die Unternehmensentwicklung als auch auf die Finanzierung und insbesondere seinen Betrag eine konträre Sicht haben wird.<sup>170</sup> Gerade diese soften Beiträge sind insbesondere bei Familienunternehmen sehr schwierig durchzusetzen, da es den Gesellschaftern häufig nicht ausschließlich um Vermögensmaximierung, sondern

---

<sup>167</sup> Vgl. Dausen / Bruder (2010), S. 236.

<sup>168</sup> Vgl. Fröhlich / Bächstädt (2014), Rn. 74-77.

<sup>169</sup> Vgl. Lintemeier (2013), S. 53.

<sup>170</sup> Vgl. Emmrich / Heer (2015b), S. 4.

auch um Besitz, Wahrung des Familienvermögens und der Reputation sowie Fortführung des Lebenswerks geht. Diese Motive sowie auch eine starke Verbundenheit zu Unternehmen sowie Pflichtgefühl gegenüber Mitarbeitern stehen häufig konträr zur harten Sanierungsaufgabe im Krisenfall.<sup>171</sup> Geschäftsführende Gesellschafter und Familienunternehmen zeichnen sich klassischerweise durch die Bindung eines Großteils des privaten Gesamtvermögens im Unternehmen sowie dessen geringe Fungibilität aus.<sup>172</sup> Diese oft hohe Vermögensbindung in nicht schnell handelbaren Firmenanteilen, die durch die Krise indes bereits vom Wertverfall betroffen und von weiterem Wertverfall bedroht sind, erhöht das Konfliktpotential der Aktionäre mit den Banken. Denn die Aktionäre können so typischerweise weder größere Finanzierungsbeiträge in Cash oder anderen Vermögenswerten in kurzer Zeit beibringen, noch ausreichende Sicherheiten für die Banken stellen. Einzige Ausnahme sind häufig die Anteile am Krisenunternehmen. Diesen misst die Bank aufgrund des Sanierungsrisikos einen relativ geringen Wert bei; der Aktionär allerdings einen tendenziell überhöhten, da es sich nicht um eine pure Finanzinvestition, sondern häufig ein Lebenswerk oder eine Familientradition handelt und zudem sein gesamter Wohlstand vom Unternehmen abhängt. Entsprechend schwierig gestalten sich in diesem Fall die Verhandlungen um die jeweiligen Sanierungsbeiträge und deren Bedingungen.

Neben den Eingriffen in die Unternehmensführung besteht zudem meist die Erwartungshaltung, dass zumindest die *Verlustfinanzierung* durch die Eigenkapitalgeber gedeckt wird, möglicherweise auch ein *Teil des Sanierungskredits* getragen oder zumindest durch *Gesellschaftergarantien oder Sicherheiten* (u.A. üblich Gesellschaftsanteile) unterlegt wird.<sup>173</sup> Verlustfinanzierung wird seitens Finanzierern kategorisch abgelehnt, da dies keine Finanzierung ist die zukünftigen Cash-Flow generiert. Auch denkbar ist die *Einbringung von Vermögensgegenständen* anstelle von

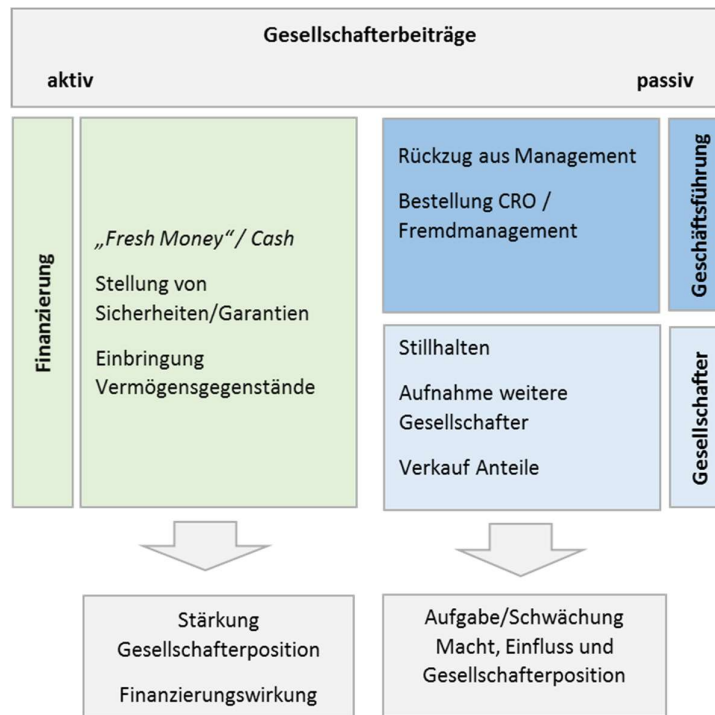
---

<sup>171</sup> Vgl. Zirener / Hautkappe (2015), S. 20-21.

<sup>172</sup> Vgl. Emmrich / Heer (2015b), S. 9.

<sup>173</sup> Vgl. Steffan (2009), S. 280-281; eine aktuelle Studie zum Restrukturierungsmarkt in Deutschland zeigt auf, dass in 57% der Fälle Gesellschafterdarlehen gegeben werden und in 48% Kapitalerhöhungen erfolgten – die Stellung der Gesellschafterfinanzierung als Finanzierungsquelle ist neben der Innenfinanzierung durch Veräußerung von (nicht betriebsnotwendigem) Vermögen (67 % der Fälle) und Working Capital Maßnahmen (52% der Fälle) prominent, vgl. Moldenhauer / Schönfelder / Wens (2016), S. 186-187.

Cash Beiträgen oder im Extremfall, wenn auch das nicht möglich ist, die *Aufnahme neuer Gesellschafter* oder der vollständige *Verkauf der Anteile*.



**Abb. 11: Übersicht Gesellschafterbeiträge**<sup>174</sup>

Bei Forderung von Gesellschafterbeiträgen geht es neben der rein monetären Entlastung des eigenen Sanierungsbeitrags, respektive Risikos, insbesondere um den symbolischen Wert und einen Vertrauensbeweis. Wenn die Aktionäre bereit sind ihren Beitrag zu leisten, gehen die Finanzierer davon aus, dass die Aktionäre von der Sanierungsfähigkeit und der Zukunftsfähigkeit des Geschäftsmodells überzeugt sind. Zudem zeigen sie sowohl fähig als auch willens zu sein, das Unternehmen in der schweren Zeit zu unterstützen. Ein starker und konstanter Gesellschafterkreis ist für eine Sanierung eine wichtige Basis. Durch das Verhandeln der Gesellschafterbeiträge bekommen die Finanzierer ein recht gutes Gespür dafür, ob hier Abwanderungstendenzen bestehen und können diese durch Verstrickung der Aktionäre in die Sanierung diese ggf. sogar mindern.

<sup>174</sup> Eigene Darstellung in Anlehnung an Emmrich / Heer (2015b), S. 16.

### 3.6 Fazit

In der Unternehmenskrise kann nicht alles „beim Alten“ bleiben. Durch den starken Handlungsdruck und die ungewisse Unternehmenszukunft verändern sich die Interessen und Zielsetzungen der Stakeholder drastisch und in kürzester Zeit. Zeitgleich verschieben sich deren Bedeutung für das Unternehmen und ihre Einflussnahme Möglichkeiten. Besonders gravierend sind die Veränderungen häufig bei den Organen Vorstand und Aufsichtsrat mit sehr hoher Wechselwahrscheinlichkeit der Handelnden sowie bei den Kapitalgebern.

Die Finanzierer sind für die Unternehmenszukunft oftmals überlebensnotwendig. Die daraus resultierenden Einflussmomente werden in verschiedenster Weise genutzt. So greifen Finanzierer durch Vorgaben und Bedingungen häufig bspw. in die Erstellung eines Sanierungskonzepts, die Auswahl des konkreten Sanierungsberaters und die Besetzung des Managements ein. Auch während des Sanierungszeitraums wird durch den Einsatz unterschiedlicher Instrumente das Finanzierer-Interesse gewahrt. Das Unternehmen ist in seinen Handlungsspielräumen deutlich eingeschränkt. Auch die Forderung von Gesellschafterbeiträgen, insbesondere im Falle von Familienunternehmen, ist letztlich ein Schritt auf dem Weg das Unternehmen samt aller Organe auf den Sanierungsweg festzulegen und dann möglichst schnell und abweichungsfrei durch diesen hindurch zu treiben.

Die Einflüsse der Finanzierer erfolgen stets mit der primären Zielsetzung Verbesserung der eigenen Netto-Risikoposition. Hier entsteht zwangsläufig ein Spannungsfeld der Stakeholder-Interessen und Konfliktsituationen zwischen Finanzierer- und Unternehmensinteresse, welches letztlich die Shareholder-Value-Maximierung ist. Aufgrund der einflussreichen Position der Finanzierer können Risikominimierung und ein rasches Liquidieren die Folge sein.



Eine erfolgreiche Sanierung erfordert, dass alle Stakeholder die neuen Rollen und Machtgefüge annehmen und sich den veränderten Rahmenbedingungen stellen. Um den bestmöglichen Sanierungsprozess und die ideale zukünftige Aufstellung des Unternehmens im Sinne der Shareholder-Value-Maximierung zu realisieren, sind eine sehr hohe Priorität des Stakeholder-Managements und die Minimierung externer Eingriffe in die Unternehmensführung Voraussetzung.

## **4. Eingriffe von Finanzierern in die Unternehmenssteuerung<sup>175</sup>**

### **4.1 Einleitung**

Im Krisenfall verschieben sich Stakeholder-Interessen sowie Einflussmöglichkeiten und insbesondere Aktionäre<sup>176</sup> verlieren zu Gunsten der Gläubiger an Mitspracherecht. Vor allem die Finanzierer sind sehr viel aktiver am Unternehmensgeschehen beteiligt. Ihr Instrumentarium umfasst neben Standardmethoden bei Finanzierungen – wie die Vereinbarung von Covenants und Berichterstattungsverpflichtungen, welche in der Schieflage des Unternehmens deutlich häufiger und intensiver Anwendung finden – auch krisenspezifische Mittel wie die Forderung eines Sanierungskonzepts oder die Einbeziehung eines spezialisierten Beraters. Die Summe dieser „Daumenschrauben“ hat einen erheblichen Einfluss auf das Unternehmen. Fraglich ist, ob die faktische Unternehmenssteuerung im Krisenfall somit noch alleinig in der Hand des Managements liegt und ob die Unternehmensziele in der Krise trotz folgenreicher Eingriffe erreicht werden können.

### **4.2 Unternehmenssteuerung und Stakeholder-Verhalten in Krisenzeiten<sup>177</sup>**

In der Krise hat die Beendigung des Abwärtstrends oberste Priorität. Das bedeutet im Kern Sicherung der Liquidität, Wiedererlangung der Kreditwürdigkeit und Stoppen weiteren Eigenkapitalverzehrs. Gelingt nicht zumindest eine deutliche Entschleunigung, wird die überlebensnotwendige Unterstützung der Sanierungsbegleitung von Finanzierern und Aktionären nahezu unmöglich. Nach erster Stabilisierung wird - häufig auf Bestreben der Finanzierer – ein umfassendes Sanierungsprogramm entwickelt.

---

<sup>175</sup> Veröffentlicht in gekürzter Fassung: Witte, Nina Natalie: Eingriffe von Finanzierern in die Unternehmenssteuerung im Krisenfall – Sinnvolle Krisenbewältigung oder Wertvernichtung?, in: KSI, Heft 5 (12) 2016, S. 197-203.

<sup>176</sup> Es wird die Rechtsform der Aktiengesellschaft unterstellt, die Begriffe sind je nach Rechtsform synonym zu verstehen, so z.B. Aktionär gleichgesetzt mit Gesellschafter oder Anteilseigner. Die Gültigkeit der Ausführungen trifft durch Ausstrahlungswirkung sowie gängige Praxis auf unterschiedlichste Rechtsformen zu.

<sup>177</sup> Vertiefend hierzu vgl. Witte (2016b), S. 197-201.

Neben der Krisenursachenaufarbeitung steht der umfassende Sanierungsplan inklusive aller Maßnahmen im Zentrum. Im Sinne der Bindungswirkung und zur Vertrauensbildung werden Stakeholder in den Erstellungs- und Entscheidungsprozess zum Sanierungsgutachten eingebunden. Zudem sind Managementwechsel sowie das Hinzuziehen unabhängiger Personen üblich. Sanierungsberater als externe Sachverständige und Chief Restructuring Officers (CRO) als krisenerfahrene Interim-Manager sowie Teil der Geschäftsführung treten auf den Plan. Es gilt, die verschiedenen Stakeholder im Unternehmensinteresse auf einen gemeinsamen Nenner zu bringen und als Einheit durch den Sanierungsprozess zu führen.

In der Krise verschieben sich so die Zielsetzungen der einzelnen Stakeholder, aber auch das Machtgefüge zwischen den Parteien (z.B. zwischen Eigen- und Fremdkapitalgebern). Letztlich wird die Bedeutung aller Kapitalgeber für das Unternehmen größer und deren Einflussnahme auf die Unternehmenssteuerung steigt deutlich. Für das Unternehmen kritisch ist der gleichzeitige Bedeutungs- und Einflusszugewinn der Finanzierer, die nicht zwangsläufig im Unternehmensinteresse agieren.

Die *Banken* sind oft einer der wichtigsten Gläubiger des Unternehmens. Primäres Ziel im Krisenfall ist die Vermeidung eines Forderungsausfalls. Die Federführung bei der Krisenbetreuung muss vom Sanierungsspezialisten im Kreditinstitut wahrgenommen werden und darf nicht länger beim Marktbereich liegen.<sup>178</sup> Zur Verbesserung der eigenen Netto-Risikoposition bestehen eine ganze Bandbreite von Optionen.<sup>179</sup> Diese reichen von Kündigung der Engagements, Sicherheitenbestellung und Stand-Still-Vereinbarungen unter Auflagen bis hin zu Veränderung von Finanzierungsform und Konditionen.

Aufgrund externer Regulierung sind Banken verpflichtet, zur Beurteilung der Sanierungsfähigkeit und Entscheidung über einen Sanierungskredit ein Sanierungskonzept heranzuziehen.<sup>180</sup> Hierneben sind sie während des gesamten

---

<sup>178</sup> Vgl. MaRisk BTO 1.2.5 Abs. 1, S. 40.

<sup>179</sup> Vgl. Hess / Reeh (2013), Rdn. 75-77; Steffan (2009), S. 280.

<sup>180</sup> Vgl. Kamp / Wagner (2013), S. 326; MaRisk BTO 1.2.5 Abs. 2, S. 41.

Sanierungszeitraums verpflichtet, sich über den Umsetzungsstand des Konzepts und der Maßnahmen ausführlich berichten zu lassen.<sup>181</sup>

Auch die *Kreditversicherer* sind letztlich Finanzierer des Unternehmens mit dem Alleinstellungsmerkmal keine direkte Vertragsbeziehung mit dem Krisenunternehmen, sondern nur dessen Lieferanten, zu haben.<sup>182</sup> Hauptziel ist möglichst geringe Schadens- und Ausfallquoten zu erleiden und die eigene Reputation nicht zu gefährden. Um die eigene Netto-Risikoposition zu verbessern wird der Kreditversicherer in der Krise das Rating des Unternehmens herabsetzen, keine Neuabschlüsse von Versicherungen tätigen, bestehende Kreditlimite kürzen oder zurückziehen und die Vereinbarung von verlängerten Eigentumsvorbehalten für seine Kunden vorantreiben.<sup>183</sup> Im Rahmen einer Sanierungsbegleitung schließen sich die Kreditversicherer oft dem Bankenpool an; gemeinsam bilden sie den Finanziererpool.

*Aktionäre*, deren primäre Zielsetzung Unternehmenswertsteigerung ist, sind in der Krise durch den Wertverlust sowie oftmals ausbleibende Dividendenzahlungen betroffen. Zudem werden sie regelmäßig nachrangig zu Banken und anderen Gläubigern bedient. Das Ausfall- und Verlustrisikos verschiebt sich von Eigenkapital hin zu den Fremdkapitalgebern, deren Ansprüche i.d.R. noch einen positiven Wert besitzen. Verspricht die Sanierung eine Unternehmenswertsteigerung, werden Aktionär ein hohes Interesse daran haben, sie voranzutreiben; auch wenn die Sanierung eher riskant ist. Entsprechend ihren gesetzlichen Verpflichtungen und Sorgfaltspflichten sind Vorstand und Aufsichtsrat dem Wohle der Gesellschaft verpflichtet, wodurch in weiten Teilen Zielkongruenz mit den Aktionären besteht.

---

<sup>181</sup> Vgl. MaRisk BTO 1.2.5 Abs. 3, S. 41.

<sup>182</sup> Vgl. vertiefend Ulatowski (2015), S. 162-165.

<sup>183</sup> Vgl. Ulatowski (2015), S. 166-171.

### 4.3 Eingriffe der Finanzierer in die Unternehmensteuerung

#### 4.3.1 Charakteristika der Finanzierer-getriebenen Sanierung

Die Finanzierer treiben die Sanierung je nach Reaktion von Gesellschaftern und Management auf die Krisensituation mehr oder weniger stark an. Sofern das Unternehmen aus eigenem Antrieb umfassende Maßnahmen ergriffen hat oder es sich um ein sehr frühes Krisenstadium handelt, werden sich die Banken viel passiver verhalten und sich mit einer eher überwachenden Rolle zufriedengeben (vgl. Abb. 12).

	SANIERUNG	
	Finanzierer-getrieben	Gesellschafter-getrieben
Vertrauenskrise (zwischen)	Finanzierer – Management, teils auch Gesellschafter	Gesellschafter – Management
Krisenstadium	Erfolgs- und Liquiditätskrise, weit fortgeschritten	häufig frühe Krisenstadien
Art des Konzepts	Sanierungskonzept nach IDW S6 und BGH	meist freie Konzeptgestaltung
Einsatz Sanierungsberater	(nahezu) immer	häufig
Hinzuziehung CRO	Sehr häufig, spätestens ab Beginn Umsetzungsphase	Einzelfallentscheidung
Lenkungsausschuss-Mitglieder	Gesellschafter & Management, CRO, Berater, Finanzierer (Gastrecht), Aufsichtsrat	Gesellschafter & Management, zusätzlich möglich: CRO, Berater, Aufsichtsrat
Berichterstattung	Externer Fokus	Primär intern
Ersatz bisheriges Management	Häufig ja, oft auch durch CRO	Häufig ja, seltener durch CRO

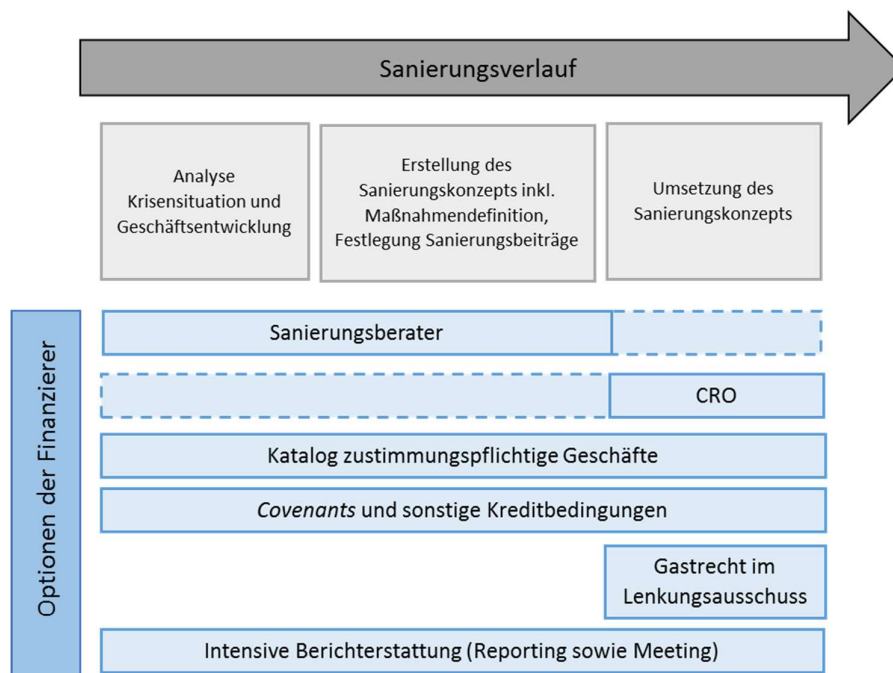
**Abb. 12: Finanzierer- versus Gesellschafter-getriebene Sanierung**<sup>184</sup>

Ausgangspunkt der Finanzierer-getriebenen Sanierung sind die Vertrauenskrise zwischen Finanzierer und Management, teils auch Gesellschaftern, sowie das bereits weit fortgeschrittene Krisenstadium. Beides führt dazu, dass die Finanzierer größten Wert auf die schnelle und umfassende Einbindung von externem Knowhow legen. Sanierungsberater und CRO sollen die Analyse der Krise, die Konzepterstellung, die

<sup>184</sup> Eigene Darstellung in Anlehnung an Emmrich / Heer (2015b), S. 21.

Berichterstattung und Ähnliches in kürzester Zeit vorantreiben und zudem natürlich dafür einstehen, dass lückenlos aufgeklärt und kompromisslos umgesetzt wird.

Die Finanzierer nehmen in unterschiedlichem Maße Einfluss auf die Unternehmenssteuerung und den Sanierungsverlauf. Abbildung 13 gibt einen Überblick über das entsprechende Instrumentarium abhängig vom Stadium der Sanierung.



**Abb. 13: Eingriffsmöglichkeiten der Finanzierer im Sanierungsverlauf**

### 4.3.2 Einfluss auf Beraterauswahl und Management-Besetzung

Zur Professionalisierung des Krisenmanagements empfehlen Finanzierer dem Unternehmen oftmals, einen Sanierungsberater hinzuzuziehen, häufig auch einen CRO zu engagieren.

Die Mandatierung eines Sanierungsexperten wird regelmäßig zu einer der wesentlichen Auflagen für ein erstes Stand-Still-Agreement und damit das Aufrechterhalten des Finanzierungsrahmens. Diese Auflage erfolgt in der Praxis nicht namenlos, sondern unter Nennung von meist drei Beratungsfirmen, aus denen das

Unternehmen sich den passendsten aussucht.<sup>185</sup> Die Initiative zur Einbeziehung sowie (Vor)Auswahl und der Auftragsumfang gehen folglich auf die Finanzierer zurück.<sup>186</sup> Sofern es sich um Finanzierungsentscheidungen im Krisen- und Sanierungsstadium handelt, sind die Finanzierer verpflichtet, sich ein Sanierungskonzept vorlegen zu lassen.<sup>187</sup> Besteht im frühen Krisenstadium noch Möglichkeit auf Besserung oder möchten die Finanzierer das Unternehmen nicht gleich mit der vollen Maschinerie „überfahren“, wird zunächst eine Planplausibilisierung gefordert; allerdings wird häufig später zur Erstellung eines Sanierungskonzepts aufgestockt.<sup>188</sup>

Faktisch entscheiden also die Finanzierer über den Einsatz des Beraters, dessen Auswahl, Auftragsumfang und Einsatzzeitpunkt. Die theoretische Möglichkeit der Ablehnung ist nur dann eine sinnvolle Option, wenn eine Durchfinanzierung auch ohne Finanzierer, z.B. durch den Gesellschafter, gewährleistet werden kann. Der Verhandlungsspielraum des Unternehmens ist in diesem Punkt somit denkbar gering.

Etwas mehr Spielraum wird regelmäßig bei der Bestellung eines CRO gewährt.<sup>189</sup> Hier wird meist nur die Position an sich gefordert und einzelne Personen werden allenfalls informell empfohlen, der Kreis der Kandidaten aber nicht offiziell beschnitten. Von Finanziererseite wird letztlich auch hinsichtlich des übrigen Managements auf dessen Verbleib oder Austausch eingewirkt.<sup>190</sup> Die Stellungnahme des Beraters zur Sanierungswürdigkeit sowie Sanierungsfähigkeit umfasst regelmäßig auch eine Einstufung, ob das aktuelle Management in der Lage ist, diese Sanierung durchzuführen und welche Ergänzungen bzw. Änderungen notwendig sind.<sup>191</sup> Spätestens diese Einschätzung führt zur konkreten Empfehlung oder sogar Notwendigkeit, einen CRO zu bestellen, einen bestimmter Manager zu ersetzen und

---

<sup>185</sup> Vgl. Ringenspacher (2015), S. 79-80.

<sup>186</sup> Laut einer aktuellen Studie zum deutsche Restrukturierungsmarkt geben in 70% der Fälle die Finanzierer den Impuls zur Beauftragung eines Beraters, in 80% dieser Fälle wiederum stimmen die Unternehmen nur nach mehrfacher Aufforderung oder explizite Bedingung zu. Bei der Auswahl des konkreten Beraters wird in 90% der Fälle von den Finanzierern mitgewirkt, in 70% wird dieser sogar benannt; vgl. Jaroschinsky / Werner (2016), S.633-634; Jaroschinsky / Werner (2015), S. 7.

<sup>187</sup> Vgl. MaRisk BTO 1.2.5 Abs. 1, S. 40.

<sup>188</sup> Vgl. Emmrich / Heer (2015a), S. 20.

<sup>189</sup> Die Finanzgläubiger sehen in der Hälfte der Restrukturierungsfälle den Einsatz eines CRO oder die Organfunktion des Beraters als notwendig an, vgl. Jaroschinsky / Werner (2015), S. 7.

<sup>190</sup> In knapp der Hälfte der Restrukturierungsfälle findet ein Managementwechsel statt, vgl. Moldenhauer / Schönfelder / Wens 2016, S. 187.

<sup>191</sup> Vgl. vertiefend Faulhaber / Landwehr / Grabow (2009), S. 103-108.

die Sanierung von einem externen Sanierungsberater begleiten zu lassen. Um erneuten Einarbeitungsaufwand zu sparen und das Vertrauensverhältnis zu den Finanzierern nicht zu belasten wird die Umsetzungsbegleitung dann häufig beim gleichen Berater wie die Konzepterstellung verbleiben.

Auch bei der Zusammensetzung des Managements haben die Finanzierer also erhebliche Mitspracherechte und erzeugen teils massiven Handlungsdruck. Damit aus dieser Einflussnahme keine „faktische Geschäftsführung“ mit entsprechenden Haftungsrisiken wird, verbleibt die formelle Beauftragung sowie die Auswahl des konkreten Sanierungsberaters und auch die Managementsuche beim Unternehmen.

#### **4.3.3 Extensive Zustimmungsvorbehalte**

Eine weitere Auflage zum Stand-Still oder zur Sanierungsfinanzierung ist häufig ein Katalog mit zustimmungspflichtigen Geschäften. Zielsetzung eines solchen Katalogs ist der Schutz der aktuellen Netto-Risikoposition der Finanzierer. Dem Unternehmen soll es nicht möglich sein, die Haftungs- und Sicherheiten-Masse ohne Zustimmung der Finanzierer zu schmälern oder seine Verschuldung zu erhöhen. Faktisch wird damit erreicht, dass eine Veräußerung von Vermögen häufig nur erfolgen kann, wenn die zufließenden Mittel vorrangig der Rückführung der Bankschulden verwendet werden. Auch die Besserstellung einer anderen Gläubigergruppe oder der Gesellschafter soll verhindert werden. Die folgenden Geschäfte sind typischerweise vom Zustimmungsvorbehalt betroffen:

- Veräußerung oder Entnahme von Beteiligungen, Teilbetrieben, Grundstücken und Bauten, sonstigen Vermögenswerten außerhalb des gewöhnlichen Geschäftsbetriebs,
- Finanzierungsgeschäfte und Aufnahme von Fremdkapital jeder Art (z.B. Leasing, Factoring, Anleihe-Emission),
- Eröffnung und Kündigung von Bankkonten,
- Veränderungen der Gesellschafterstruktur,
- Sicherheitenstellung jeder Art,



- Erwerb von Beteiligungen, Teilbetrieben, Grundstücken und Bauten, sonstigen Vermögenswerten außerhalb des gewöhnlichen Geschäftsbetriebs,
- jegliche Zahlungen an die Gesellschafter (z.B. Dividenden, Kapitalrückzahlungen, Darlehen).

Der Katalog ist oftmals nicht nur auf das Unternehmen als Kreditnehmer beschränkt, sondern umfasst auch dessen Tochterunternehmen und betrifft damit einen ganzen Konzern. Diese Zustimmungsvorbehalte schränken das Management faktisch stark ein, da die Zustimmung ungewiss und die Abstimmungsrunden sehr zeitintensiv sind. Dies ist i.d.R. kontraproduktiv für das Unternehmen, da gerade bei Verkaufsverhandlungen schnelle Reaktionen notwendig sind und die Kenntnis des Bankendrucks im Hintergrund von der Gegenpartei als Verhandlungsargument und Druckmittel eingesetzt werden kann. Je extensiver der Katalog, umso größer die Einschränkung des Unternehmens.

#### 4.3.4 Der Ruf nach dem Sanierungskonzept

Der Zwang zur Erstellung des Sanierungskonzepts durch die Finanzierer geht auf bankenrechtliche Regelungen zurück und ist entsprechend nicht diskutabel.<sup>192</sup> Das Konzept muss den Anforderungen des IDW S 6 und der BGH-Rechtsprechung genügen.<sup>193</sup> Fehlt die Sanierungsfähigkeit, darf der Kredit nicht gegeben werden; u.U. wird auch das Aufrechterhalten bisheriger Engagements als Neukreditvergabe gewertet. Somit ist aus Bankensicht in Krisensituationen faktisch für jede Finanzierung ein Sanierungsgutachten unerlässlich.<sup>194</sup>

Sanierungsfähigkeit bedeutet, dauerhaft wettbewerbs- und renditefähig zu werden. Somit ist eine Bankenfinanzierung faktisch nur bei funktionierenden und nachhaltig tragfähigen Geschäftsmodellen möglich.<sup>195</sup> Da das Sanierungskonzept die Basis für

---

<sup>192</sup> Vgl. Ringespacher (2015), S. 78.

<sup>193</sup> Zu rechtlichen Anforderungen an ein Sanierungskonzept vgl. Krystek / Klein (2010), S. 1770-1772; Reiner (2009) S. 324-325.

<sup>194</sup> Vgl. Kemper (2014), Rdn. 22.

<sup>195</sup> Vgl. Kamp / Wagner (2013), S. 332.

die weitere Finanzierungsentscheidung darstellt, ist dessen Qualität essentiell. Ein nicht den Anforderungen genügendes Konzept kann wegen Zeitdruck zu Finanzierungsentscheidungen ohne ausreichende Basis führen.

Der bewährteste Weg, dies zu verhindern, besteht in der Hinzuziehung eines Experten. Der Sanierungsberater kennt alle Anforderungen, die üblichen Abläufe und Zustimmungsprozedere von Unternehmen und Banken. Durch die Professionalisierung der Konzepterstellung wird Zeit und Qualität gewonnen. Zudem bezieht der Berater als Experte, auf den sich die Finanzierer im Ernstfall berufen können, Stellung zur Sanierungsfähigkeit und Sanierungswürdigkeit. Dies umfasst die Bestätigung, dass alle wesentlichen Bereiche nach erfolgreicher Sanierung wieder nachhaltig rendite- und wettbewerbsfähig sein werden.<sup>196</sup> Zusätzlich wird die Fähigkeit des aktuellen Managements, diesen Turnaround zu führen, gewürdigt und Ergänzungen oder Beraterbegleitung vorgeschlagen.

Das finale Konzept wird den Finanzierern zur Zustimmung vorgelegt. Basierend auf den Ausführungen von Unternehmen und Sanierungsberater, dem Konzept und den aktuellen Unternehmensinformationen treffen die Finanzierer die Entscheidung, ob und wie die Sanierung unterstützt wird.

Der Impuls zur Erstellung eines Sanierungskonzepts kommt häufig aus dem Finanziererkreis. Das Unternehmen wird faktisch in der Entscheidung, ein solches zu erstellen, ob und von welchem Berater es unterstützt wird und wie das Konzept und damit die Unternehmenszukunft aussieht, von den Finanzierern „getrieben“. Inhaltlich wird über den Einsatz des Beraters letztlich auch Härte und Umfang der notwendigen Sanierungsmaßnahmen sowie das Management für die Umsetzungsphase mitbestimmt. Sobald das Sanierungskonzept die Zustimmung der Finanzierer gefunden hat, beginnt die Umsetzungsphase, in der dem Unternehmen kaum Abweichungen zugestanden werden.

---

<sup>196</sup> Vgl. IDW S 6, S. 30-31.

### 4.3.5 Überwachung des Sanierungsfortschritts

#### 4.3.5.1 Übliche Überwachungsmethoden

Nachdem das Sanierungskonzept die Basis für die Finanzierungsentscheidung darstellt, muss dessen Umsetzung und die allgemeine Geschäftsentwicklung entsprechend überwacht werden. Abweichungen sind nur insoweit tolerabel, wie sie nicht die Kreditrisikoeinstufung und damit die Basis der Finanzierung verändern.

In den Finanzierungsverträgen werden folglich *Kreditbedingungen und Kennzahlen* (sog. *Financial Covenants*) vereinbart. Bei Abweichungen von diesen Kennzahlen werden eine Berichtspflicht und ggf. weitere Rechte der Finanzierer ausgelöst. Bei Bruch der Covenants können beispielsweise die Kreditkonditionen verändert werden (typisch Zinserhöhung); in bestimmten Fällen werden sogar Kündigungsrechte ausgelöst.<sup>197</sup> Covenants sind ein Standard-Instrument beim Abschluss von Kreditverträgen; Bedeutung, Ausmaß und Häufigkeit der Vereinbarung steigen allerdings mit dem Kreditausfallrisiko.<sup>198</sup> Zudem fallen die Reaktionen auf Covenants-Brüche in der Unternehmenskrise oder einer gesamtwirtschaftlichen Krise deutlich drastischer aus, so werden z.B. Kreditkündigungen häufiger ausgesprochen.<sup>199</sup> Empirisch wurde nachgewiesen, dass mit 67% die Mehrzahl der Unternehmen Covenants als Einschränkung ihres strategischen Handlungsspielraums empfinden, Banken diese Aussage hingegen nur zu 37% unterstützen. Noch drastischer sind die entsprechenden Werte im Falle des Vorliegens eines Covenants-Bruchs: Hier geben 94% der Unternehmen und 45% der Banken an, dass der Handlungsspielraum eingeschränkt wird.<sup>200</sup>

Im Unternehmen werden zur Kontrolle der Umsetzung der Sanierungsmaßnahmen und der Steuerung des Turnarounds *Lenkungsausschüsse* etabliert. Solche Ausschüsse werden auf verschiedenen Ebenen, beispielsweise auf Gesellschafts-, aber auch auf Konzernebene eingerichtet. Die Finanzierer lassen sich häufig ein *Gastrecht*

---

<sup>197</sup> Vgl. Hannen (2012), S. 2236; Ringelspacher (2015), S. 81.

<sup>198</sup> Vgl. Hannen (2012), S. 2234.

<sup>199</sup> Vgl. Zülch / Holzamer / Kretzmann / Böhm (2015), S. 694.

<sup>200</sup> Vertiefend zur empirischen Untersuchung vgl. Zülch / Holzamer / Kretzmann / Böhm (2014), S. 121; gleiche Aussage vgl. Kittmann (2015), S. 26-27.

einräumen.<sup>201</sup> Um möglichst nah an der Sanierungsumsetzung zu sein und auch frühe Warnsignale, die sich noch nicht in Kennzahlen widerspiegeln, aufzunehmen. Zudem verspricht man sich ein breiteres Stimmungsbild als es „politisch korrekt“ in der Monatsberichterstattung erscheint, da neben Top-Management auch zweite Führungsebene oder Fachkräfte teilnehmen.

Das Unternehmen wertet das Gastrecht häufig als Misstrauensvotum, Kontrollinstrument und starken Eingriff in interne Belange. Die Gefahr besteht, dass das Unternehmen eine zweite Ausschussorganisation implementiert, um in der einen intern offen, umfassend und kontrovers zu diskutieren, und eine zweite einzurichten, in der den Finanzierern „hübsch aufbereitet“ die Ergebnisse präsentiert werden. Dieser Ausweg ist nicht nur zeitintensiv und arbeitsaufwendig, er läuft auch dem Grundgedanken des Gastrechts entgegen und zerstört bei Bekanntwerden Vertrauen.

Die Überwachung durch die Finanzierer sowie die Sanktionierung von Planabweichungen führen im Ergebnis dazu, dass Sanierungskonzept und wesentliche Maßnahmen „sklavisch“ umgesetzt werden müssen. Abweichungen von den übereinstimmend zwischen den Stakeholdern beschlossenen Sanierungsckdaten und Kernmaßnahmen sind letztlich kaum tragbar, ohne den Sanierungserfolg und einzelne Sanierungsbeiträge wie die Finanzierung o.ä. zu gefährden. Frühestens nach Eintritt des Sanierungserfolgs oder Ablauf des Sanierungszeitraums kann das Unternehmen über die grundsätzliche Marschrichtung und wesentliche Transaktionen wieder allein – ohne Finanzierer – entscheiden. Dies gilt zumindest dann, wenn die Covenants eingehalten und das Unternehmen finanziert ist.

---

<sup>201</sup> Vgl. Emmrich / Heer (2015a), S. 20-21.

#### 4.3.5.2 Berichterstattung

Während des meist zweijährigen Sanierungszeitraums müssen alle Stakeholder, insbesondere Finanzierer, aber auch Aufsichtsräte und Aktionäre, situationsadäquat informiert werden.<sup>202</sup> Das bedeutet gegenüber dem vorherigen Berichtswesen i.d.R. die folgenden Veränderungen:

- mehr Adressaten (z.B. alle finanzierenden Banken, Kreditversicherer),
- umfassendere Regelberichterstattung (mind. monatlich),<sup>203</sup>
- zusätzlich unregelmäßige ad-hoc-Berichterstattung,
- evtl. verschiedene Berichtsversionen parallel aufgrund divergierender in- und externer Anforderungen,
- häufige Telefonkonferenzen und Präsenzmeetings mit Finanzierern und Aufsichtsrat zum Geschäftsverlauf und Sanierungsfortschritt.<sup>204</sup>

Neben der Erfüllung der Informationsfunktion geht es bei der stark ausgeweiteten Berichterstattung vorwiegend um die beiden zentralen Themen Transparenz und Wiedergewinnung von Vertrauen; zudem wird auch im Unternehmen ein positiver Handlungsdruck durch das Berichtswesen aufrechterhalten.<sup>205</sup> Neben den Berichtspflichten, die gegenüber Finanzierern und Aufsichtsrat bestehen, sollten auch Informationsbedarfe anderer Stakeholder gedeckt werden, so z.B. Wirtschaftsauskunfteien als Informationshandelsplatz mit Ausstrahlungswirkung auf Kunden, Lieferanten und Öffentlichkeit.<sup>206</sup>

Das Krisenunternehmen wird mit den höheren Anforderungen quantitativ wie auch qualitativ meist stark gefordert sein und benötigt entsprechende Expertise und Kapazität. Um diese Lücken zu schließen, bietet sich die Unterstützung durch den

---

<sup>202</sup> Zur Bedeutung des Berichtswesens (inkl. Planung) in der Krise vgl. Hojak (2016), S. 353.

<sup>203</sup> Die Berichterstattung im Sanierungszeitraum umfasst auf Wunsch der Finanzierer typischerweise ein integriertes Bilanz-, GuV- und Cash-Flow-Reporting ergänzt um Berichte zum Sanierungsfortschritt, Maßnahmenreporting, Bankenspiegel sowie detailliertes Liquiditätsreporting – jeweils für den Konzern und die wesentlichen Einheiten; vgl. Faulhaber / Landwehr / Grabow (2009), S. 151-152; Ringelspacher (2015), S. 74.

<sup>204</sup> Vgl. Scheffler (2014), S. 2860.

<sup>205</sup> Vgl. Steffan (2009), S. 282.

<sup>206</sup> Vgl. Uthoff (2015), S. 361-364.

Sanierungsberater und CRO an. Häufig ist der Auf- oder Ausbau der Regelberichterstattung neben der Planplausibilisierung der Einstiegsauftrag für den Sanierungsberater (auf Wunsch der Finanzierer), da zuvor meist größere Defizite im Bereich Reporting und Controlling vorliegen.

Eine fehlerhafte Kommunikation und Berichterstattung kann ein Unternehmen im Extremfall in die Krise führen, ist allerdings auch einer der wichtigsten Bausteine um den Weg aus der Krise heraus zu schaffen.<sup>207</sup> Es gilt zur Wahrung des im Aufbau befindlichen Vertrauensverhältnisses die größten Kommunikationsfehler zu vermeiden:

- Nicht kommunizieren und damit anderen das Deuten überlassen,
- widersprüchlich kommunizieren,
- „Schönmalerei“,
- unklare und verwirrende Inhalte,
- Missachtung des Gebots der Einbeziehung direkt Betroffener vorab,
- Halbwahrheiten und halbe Sachen.<sup>208</sup>

Die Kommunikation ist das Bindeglied zwischen den einzelnen Stakeholdern, deren Gunst für das Unternehmen in der Krise überlebenswichtig ist. Angesichts der digitalen Kommunikation(-swege), wodurch Nachrichten und Botschaften in immenser Geschwindigkeit Adressaten – aber auch ungewünscht Dritte – erreichen, ist es von größter Bedeutung, dass das Unternehmen trotz Zeitdruck, Handlungsdruck und anderen Prioritäten in der Krise die Oberhand über die Berichterstattung und die konsistente, widerspruchsfreie, glaubwürdige und offene Kommunikation auf den wesentlichen Kanälen behält.<sup>209</sup>

---

<sup>207</sup> Vgl. Klein / von Rotenhan (2015), S. 423.

<sup>208</sup> Vgl. vertiefend Klein / von Rotenhan (2015), S. 423-427.

<sup>209</sup> Vgl. Fleig (2013), S. 1-3; Hillmer (2014), S. 513.

#### 4.4 Fazit

In der Krise beeinflussen die Finanzierer durch ausgeprägte Vorgaben und Bedingungen die Unternehmenssteuerung. Dies umfasst die Entscheidung zur Erstellung eines Sanierungskonzepts, dessen inhaltliche Maßnahmen, die Auswahl des konkreten Sanierungsberaters, die Umsetzung der vereinbarten Sanierungspläne und die Besetzung des Managements. Durch die Festlegung von Zustimmungsvorbehalten, Covenants, Informations- und Berichtspflichten sowie der Hinzuziehung eines oft Finanzierer-nahen Sanierungsberaters werden die Finanzierer-Interessen im Krisenverlauf gewahrt. Die Finanzierer steuern das Unternehmen anhand des umfangreichen Instrumentariums auf dem von ihnen präferierten Kurs, ohne jedoch die „faktische Geschäftsführung“ im juristischen Sinne zu übernehmen. Der Handlungsspielraum des Unternehmens wird hierdurch massiv eingeschränkt und dieses agiert letztlich fremdgesteuert. Diesem Sanierungskorsett sind die Unternehmen mangels alternativer Finanzierungsoptionen in vielen Fällen ausgeliefert.

Rational vorteilhafte Entscheidungen gem. der Shareholder-Value-Maximierung oder dem Ausbau eines zukunftsfähigen Geschäfts zu Lasten der heutigen Risikoposition sind oft nicht möglich. Unternehmerisches Denken in dem Sinne, heute Risiken einzugehen, um langfristig und nachhaltig ein Geschäft mit entsprechendem Gewinn- und Wertpotenzial aufzubauen, weicht dem Gedanken der Risikominimierung im Krisenzeitpunkt.

Ein Liquidieren, Filetieren und Versilbern des Vermögens ist nicht selten die Nebenwirkung einer Finanzierer-getriebenen Sanierung. Die Zielsetzungen Beendigung des Abwärtstrends, Sanierung des Unternehmens und Vertrauensrückgewinn sind in dieser Konstellation durchaus als erfüllbar anzusehen; hinter die bestmögliche strategische und nachhaltige Ausrichtung des Unternehmens ist allerdings ein großes Fragezeichen zu machen. Letztlich sollten sich alle Beteiligten stets bewusst sein, dass Finanzierer- und Unternehmensinteresse oftmals nicht identisch sind und sich damit die schnellstmögliche und einfachste Befriedigung der Finanzierer häufig zu Lasten der zukünftigen Unternehmensperspektive und des Unternehmenswerts auswirkt.

## **5. Überwachungsaufgabe des Aufsichtsrats in der Krise<sup>210</sup>**

### **5.1 Einleitung**

Die Unternehmensführung in der Krise ist eine große Herausforderung. Der Abwärtstrend soll schnellstmöglich angehalten, das Unternehmen neu ausgerichtet, nachhaltig saniert und auf den Pfad der Profitabilität zurückgeführt werden. Zudem müssen die Ansprüche der verschiedenen Stakeholder nach mehr Information und Transparenz erfüllt werden, um verlorengegangenes Vertrauen zurückzugewinnen. Einige bislang eher zurückhaltende Stakeholder, vor allem Aktionäre<sup>211</sup> und Finanzierer, nehmen in der Krise sehr viel aktiver am Unternehmensgeschehen teil und beeinflussen dieses teils massiv.

In diesem Umfeld wandeln sich die Anforderungen an den Aufsichtsrat als Überwachungsorgan stark; seine zeitliche Beanspruchung nimmt deutlich zu. Der Aufsichtsrat agiert auch in dieser Sondersituation mit den bekannten Werkzeugen und Mechanismen, da ihm keine krisenspezifischen Kompetenzen oder Instrumentarien zur Verfügung stehen. Bei einer aktuellen Aufsichtsratsbefragung gab die absolute Mehrheit der Befragten an, Veränderungen bei der Rolle des Aufsichtsrats in der Krise, insbesondere eine deutlich umfassendere Verantwortung als vor zehn Jahren, wahrzunehmen.<sup>212</sup>

Im Folgenden werden Möglichkeiten zum Einsatz seines Standard-Instrumentariums in der Krise erläutert und diskutiert, wo die bestehenden Kompetenzen und Mechanismen an ihre Grenzen stoßen und ob die aktuellen Rahmenbedingungen des deutschen Aktienrechts und der Corporate-Governance-Regeln geeignet sind, Krisensituationen erfolgreich zu bewältigen.

---

<sup>210</sup> Veröffentlicht in gekürzter Fassung: Witte, Nina Natalie: Die Überwachungsaufgabe des Aufsichtsrats in der Unternehmenskrise, in: WPg, Heft 22 (69) 2016, S. 1245-1253.

<sup>211</sup> Es wird die Rechtsform der Aktiengesellschaft unterstellt, die Begriffe sind je nach Rechtsform synonym zu verstehen, so z.B. Aktionär gleichgesetzt mit Gesellschafter oder Anteilseigner. Die Gültigkeit der Ausführungen trifft durch Ausstrahlungswirkung sowie gängige Praxis auf unterschiedlichste Rechtsformen zu.

<sup>212</sup> Vgl. Theisen / Probst (2016), S. 5.



## **5.2 Aufgaben des Aufsichtsrats im Krisenumfeld**

### **5.2.1 Überwachung und Beratung**

Die Kernaufgabe des Aufsichtsrats besteht gemäß § 111 Abs. 1 AktG in der Überwachung des Vorstands. Bei einer kritischen Gesamtsituation des Unternehmens muss der Aufsichtsrat seine Überwachungsaufgabe entsprechend seinen allgemeinen Sorgfaltspflichten gemäß § 116 Satz 1 AktG i.V. mit § 93 Abs. 1 AktG im Krisenfall intensivieren.<sup>213</sup> Im Rahmen seiner Tätigkeit wird er verstärkt seiner Pflicht zur Prüfung der vorgelegten Informationen nachkommen, die Intervalle der Überwachung und Berichtspflichten verkürzen sowie Zustimmungspflichten verschärfen.

Die Beratung des Vorstands hat in der Krise ebenfalls einen gesteigerten Stellenwert und erhält neue Schwerpunkte. Typischerweise steigt der Beratungsbedarf des Vorstands. Bei der Entwicklung des Sanierungskonzepts ist eine enge Abstimmung zur strategischen Neuausrichtung erforderlich, im Sanierungszeitraum eine laufende Erörterung zum Stand der Strategieumsetzung (entsprechend Tz. 3.2 DCGK).

### **5.2.2 Besetzung, Vergütung und Betreuung des Vorstands**

Eine wesentliche Aufgabe des Aufsichtsrats ist die Auswahl und Bestellung kompetenter und für das Unternehmen geeigneter Vorstandsmitglieder. Ziel ist es, eine erfolgreiche Unternehmensentwicklung zu fördern, Krisen zu verhindern und frühzeitig zu erkennen.<sup>214</sup> Gemäß § 84 AktG erfolgt neben der Bestellung und Abberufung von Vorstandsmitgliedern auch die Ernennung eines Vorstandsvorsitzenden durch den Aufsichtsrat. Darüber hinaus legt er gemäß § 87 AktG die Vorstandsvergütung und ggf. deren Herabsetzung bei Verschlechterung der Lage des Unternehmens fest.<sup>215</sup>

Die Vorstandsbesetzung ist einer der wichtigsten Hebel des Aufsichtsrats, um die Unternehmensentwicklung zu beeinflussen. Die Kompetenz des Managements wird

---

<sup>213</sup> Vgl. Spindler (2015b), Rn. 39; OLG Stuttgart, Urteil vom 19.06.2012 – 20 W 1/12.

<sup>214</sup> Zur Krisenfrüherkennung durch den Aufsichtsrat vgl. Vogt (2015), S. 250-251.

<sup>215</sup> Vgl. zur Herabsetzung der Vorstandsvergütung BGH-Urteil vom 27.10.2015 – II ZR 296/14.

häufig als der wichtigste Faktor für den Sanierungserfolg genannt.<sup>216</sup> In der Krise besteht die besondere Herausforderung darin, dem Vorstand die nötige Expertise für die akuten Restrukturierungsaufgaben (z.B. Sanierungserfahrung, Projekt- und Change-Management) ohne Vernachlässigung der nachhaltigen, strategischen Ausrichtung zuzuführen. Durch diesen Balance-Akt ist ein Dissens zwischen den einzelnen Vorstandsmitgliedern zur grundlegenden Ausrichtung nicht selten. Diesem hat der Aufsichtsrat durch Moderation sowie den Einsatz anreizkompatibler Vergütungsmechanismen entgegenzuwirken und sie im Extremfall auch durch die Trennung von einzelnen Vorstandsmitgliedern (z.B. Vertragsaufhebung, keine Vertragsverlängerung) zu lösen. Aufgrund des gestiegenen Anforderungsprofils an den Vorstand und auch der deutlich gehäuften Anzahl an Führungswechseln<sup>217</sup> kommt dieser Aufsichtsratsaufgabe in der Krise eine besondere Wichtigkeit zu.

### 5.2.3 Stakeholder Management

In der Unternehmenskrise sind die Interessen der verschiedenen Stakeholder unter Berücksichtigung der jeweiligen, teils widerstreitenden Ziele im Unternehmensinteresse auszugleichen, um diese als Einheit durch den Sanierungsprozess zu führen. Die Informations- und Zustimmungsprozesse müssen gestrafft werden, da sich die Frequenz und auch die Tragweite der Entscheidungen erhöht. Zudem müssen mehr Entscheider (z.B. Banken und (Groß-)Aktionäre) eingebunden werden. Im Zentrum dieser Zustimmungsnotwendigkeiten steht das Sanierungskonzept als Grundlage der Entscheidung aller wesentlichen Stakeholder über ihr künftiges Engagement. Insofern sollte es unter ihrer Einbindung erstellt und freigegeben<sup>218</sup> werden und alle konkreten Sanierungsbeiträge darstellen.<sup>219</sup> Die damit

---

<sup>216</sup> Vgl. Hoffmann et al. (2015), S. 7.

<sup>217</sup> In knapp der Hälfte der Restrukturierungsfälle findet ein Managementwechsel statt, vgl. Moldenhauer / Schönfelder / Wens 2016, S. 187.

<sup>218</sup> Eine Freigabe des Konzepts muss grundsätzlich nur intern durch den Aufsichtsrat und ggf. die Hauptversammlung erfolgen; eine zusätzliche Notwendigkeit zur Freigabe durch Banken oder andere Stakeholder (z.B. Betriebsrat oder Kreditversicherer) kann sich aus den konkreten Vereinbarungen zu deren künftigen Engagements und Sanierungsbeiträgen ergeben.

<sup>219</sup> Vgl. Krystek / Klein (2010b), S. 1837.

erzeugte Bindungswirkung erschwert zugleich das Hinauszögern oder Versagen von Beiträgen.<sup>220</sup>

Ein weiterer zentraler Punkt bei der Sanierung und Krisenüberwindung ist die Wiedergewinnung von Vertrauen. Notwendig ist, dass alle Beteiligten bereit sind, die schwierige Phase des Unternehmens zu begleiten. Neben dem Austausch von Handelnden und der Hinzuziehung von bislang nicht involvierten und damit von vergangenen (Fehl-)Entscheidungen unabhängigen Personen ist eine vollständige, zeitgerechte und transparente Informationspolitik essentiell.

### **5.3 Standard-Instrumentarium im Lichte der Krise**

#### **5.3.1 Aufbau von Expertise**

##### **5.3.1.1 Ausschussbildung**

Der Aufsichtsrat bildet Ausschüsse, um seinen Aufgaben kompetent, effektiv und effizient gerecht zu werden; diese berichten an das Plenum.<sup>221</sup> Üblicherweise werden entsprechend § 107 Abs. 3 Satz 1 und 2 AktG und den Empfehlungen in Tz. 5.3 DCGK ein Prüfungs-, ein Personal- und (weniger häufig) ein Nominierungsausschuss gebildet, auch wenn keine gesetzliche Verpflichtung dazu besteht.<sup>222</sup> Neben solchen ständigen Ausschüssen kann der Aufsichtsrat im Rahmen seiner Organisationsfreiheit jederzeit mit einfacher Mehrheit Ad-hoc-Ausschüsse besetzen.<sup>223</sup> Diese eignen sich vor allem zur Bearbeitung komplexer, umfassender und besonders zeitkritischer Sachverhalte; in der Praxis sind sie bislang vor allem in Übernahme- und teils auch Krisensituationen eingerichtet worden (vgl. Übersicht 1).<sup>224</sup> Aufgrund der hohen Autonomie des Aufsichtsrats bei der Entscheidung über die Einrichtung, Mitgliederzahl und -besetzung, Dauer sowie die inhaltliche Aufgabe eines solchen Ad-hoc-Ausschusses handelt es sich dabei um ein sehr flexibles Instrument zur Steigerung von Qualität und Effizienz der Arbeit des Aufsichtsrats.

---

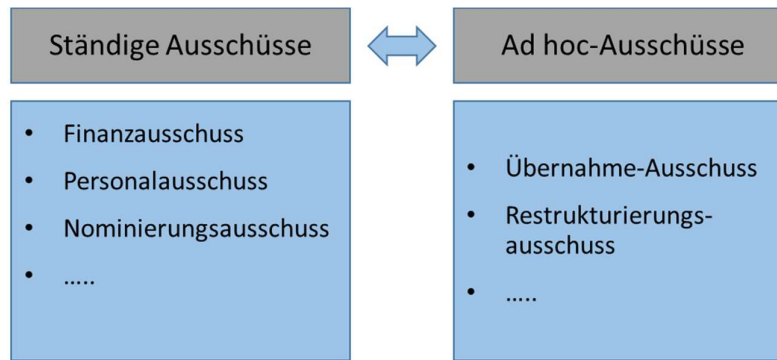
<sup>220</sup> Vgl. Schaaf (1993), S. 92.

<sup>221</sup> Vgl. Spindler (2015a), Rn. 81; Hoffmann-Becking (2015), Rn. 1.

<sup>222</sup> Vgl. Hoffmann-Becking (2015), Rn. 2.

<sup>223</sup> Vgl. Hoffmann-Becking (2015), Rn. 34; Spindler (2015a), Rn. 89.

<sup>224</sup> Vgl. Hasselbach / Seibel (2012), S. 114-115; Hasselbach (2012), S. 46.



**Abb. 14: Ausschussbildung im Aufsichtsrat**

Die Bildung eines Restrukturierungsausschusses als Ad-hoc-Ausschuss wird in der Krise regelmäßig sinnvoll sein. Auf dieser Weise kann die besondere Expertise einzelner Mitglieder genutzt werden; bereits aufgrund der im Vergleich zum Plenum geringeren Personenzahl sind Effizienz- und Zeitgewinne zu erwarten. Daher empfiehlt sich eine (geringe) Mitgliederzahl von typischerweise drei Personen, die sich fachlich wie persönlich besonders für diese Aufgaben eignen.<sup>225</sup> Diese sollten zumindest über Sanierungserfahrung, Finanzexpertise zum Aufbau von Reporting- und Controlling-Systemen, ausgeprägte Change-Management- oder M&A-Erfahrungen verfügen.

Der Ausschuss sollte nach Erkennen der Krise rasch eingerichtet werden und bis zum Ende des Sanierungszeitraums bzw. der erfolgreichen Sanierung bestehen. In seinen Zuständigkeitsbereich fallen sämtliche Aktivitäten, die in direktem Zusammenhang mit der Restrukturierung stehen: Abstimmung des Sanierungskonzepts inkl. Maßnahmen mit Vorstand und Sanierungsberater, Finanziererbetreuung, sonstiges Stakeholder Management (Kommunikation und Information der Parteien,

<sup>225</sup> Ergänzender Hinweis zu persönlichen Anforderungen an Aufsichtsratsmitglieder: Durch das Abschlussprüfungsreformgesetz (AReG) vom 10. Mai 2016 wird künftig an die Mitglieder des Prüfungsausschusses oder an den gesamten Aufsichtsrat, wenn er die Aufgaben des Prüfungsausschusses übernimmt, die folgende persönliche Anforderung gestellt: „Mitglieder müssen in ihrer Gesamtheit mit dem Sektor, in dem die Gesellschaft tätig ist, vertraut sein“ – diese Anforderung ist für einen Restrukturierungsausschuss, der u.A. die Sanierungsberichterstattung kritisch würdigt, m.E. entsprechend relevant; vgl. AReG (2016), S. 1149; Zwirner / Busch / Boecker (2016), S. 287-288; Grottel / Röhm-Kottmann (2016), Tz. 29; Petersen / Zwirner / Boecker (2016), S. 988; Meyer / Mattheus (2016), S. 695-696; Quick (2016), S. 1211-1212; Lleshay / Muschallik / Wu (2016), S. 372.

insbesondere Aktionäre), Aufbau des Sanierungs-Reportings und entsprechender Organisation inkl. Lenkungsausschüsse, Überwachung des Sanierungsfortschritts.

Auch bei der krisenspezifischen Unterstützung durch Experten und der Bildung von Fachausschüssen bleibt zu beachten, dass die Mitglieder des Aufsichtsrats ihre Pflichten mit allen – auch haftungsrechtlichen – Konsequenzen nach § 111 Abs. 5 AktG eigenverantwortlich und persönlich erfüllen müssen.<sup>226</sup> Die Sorgfaltspflichten und Verantwortlichkeiten der Aufsichtsratsmitglieder richten sich gemäß § 116 Satz 1 AktG i.V. mit § 93 AktG nach dem Maßstab eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters.<sup>227</sup> Der Ausschuss leistet insoweit Vorarbeiten und berichtet gemäß § 107 Abs. 3 Satz 4 AktG an das Plenum des Aufsichtsrats. Die wesentlichen Entscheidungen – vor allem die abschließende Freigabe des Sanierungskonzepts – werden im Gesamtaufsehrat getroffen. Die Begleitung des Vorstands z.B. bei der Erstellung des Maßnahmenplans kann in primär vorbereitender und nicht beschließender Funktion allerdings der Restrukturierungsausschuss übernehmen.

### 5.3.1.2 Experten im Aufsichtsrat

Dem Aufsichtsrat kapitalmarktorientierter Gesellschaften muss gemäß § 264d HGB i.V. mit § 100 Abs. 5 AktG zwingend ein unabhängiger Finanzexperte angehören; Gleiches gilt bei (freiwilliger) Bildung eines Prüfungsausschusses nach § 107 Abs. 4 AktG. Auch Unternehmen, die dieser gesetzlichen Verpflichtung nicht unterliegen, legen bei der Vergabe der Aufsichtsratsmandate in der Praxis zunehmend Wert auf

---

<sup>226</sup> Ebenfalls kritisch zur Absicherungskultur durch Experten Haase (2015), S. 239; Vogt (2015), S. 251; zu Grenzen der Aufgabendelegation vgl. auch Hasselbach / Seibel (2012), S. 116-117.; Habersack (2014), Rn. 34; Spindler (2015a), Rn. 90; zu Anforderungen zur Enthftung durch Expertenrat wie z.B. Aufgabenstellung, Prüfung, Dokumentation, Auswahl des Experten, Notwendigkeit eines Zweitgutachten vgl. vertiefend, Buck-Heeb (2016), S. 1350-1355.

<sup>227</sup> Zum Sorgfaltsmaßstab vgl. OLG Stuttgart, Urteil vom 29.02.2012 – 20 U 3/11; Habersack (2014), Rn. 32; Alle Mitglieder des Aufsichtsrats schulden nach §§ 116 i.V.m 93 AktG die Sorgfalt eines gewissenhaften und ordentlichen Aufsichtsrats. Hierdurch wird von jedem einzelnen Mitglied ausreichend Sachkenntnis erwartet wird, um diese Aufgabe erfüllen zu können. Vgl. BGH Urteil vom 20.09.2011 – II ZR 234/09, BGH Urteil vom 01.12.2008 – II ZR 102/07, BGH Urteil vom 15.11.1982 – II ZR 27/82.

entsprechende Fachkompetenzen (z.B. Rechts- und Finanzexpertise, Branchenkenntnisse).<sup>228</sup>

Dem Aufsichtsrat und vor allem dem Restrukturierungsausschuss sollte mindestens ein kompetenter und erfahrener Restrukturierungsexperte angehören, um etwaigen Überwachungsaufgaben in einer Unternehmenskrise adäquat begegnen und als zentraler Ansprechpartner<sup>229</sup> für Vorstand, Aktionäre und Banken fungieren zu können. Besonders in der mit großen Herausforderungen verbundenen Krisensituation, die häufig eine schnelle Reaktionsgeschwindigkeit fordert, erleichtert und beschleunigt dies die Aufsichtsratsaktivität und die Zusammenarbeit mit anderen Organen und Stakeholdern. Eigene Restrukturierungsexpertise vermindert insoweit externen Beratungsbedarf; die Auswahl geeigneter externer Berater wird erleichtert. Der Restrukturierungsexperte kann im Einzelfall personenidentisch mit dem Finanzexperten sein. Abhängig vom Sanierungsschwerpunkt können die Auswahlkriterien variieren. In Frage kommen vor allem (Sanierungs-)Berater und Wirtschaftsprüfer mit einem Fokus auf der Erstellung (und Umsetzung) von Sanierungskonzepten, Juristen mit einem Schwerpunkt im Restrukturierungs- und Insolvenzrecht sowie Unternehmer mit Turnaround-Erfahrungen. Die Tätigkeitsdauer des Restrukturierungsexperten deckt sich mit der des Ausschusses und endet nach erfolgreicher Sanierung.

Viele Unternehmen haben Defizite im Krisenmanagement und es fehlt ihnen an krisenspezifischem Knowhow.<sup>230</sup> Sofern entsprechendes Knowhow im amtierenden Aufsichtsrat nicht vorhanden ist, empfiehlt es sich diesen um ein entsprechendes Mitglied zu ergänzen. Eine ersatzweise externe Beratung wird regelmäßig nicht ausreichend sein.

---

<sup>228</sup> Bei einer aktuellen Befragung werden als wichtigste Anforderung an einen effektiven Aufsichtsrat (Führungs-)Kompetenz genannt, vgl. Kompenhans / Schenk / Buhleier (2016), S. 48.

<sup>229</sup> Hinweis zur aktuellen Diskussion: Eine Initiative der Wirtschaft sowie die Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex diskutieren Leitlinien und Empfehlungen für einen Dialog zwischen Investoren und Aufsichtsrat. Anstoß der Diskussion ist eine geplante Änderung der EU-Aktionärsrechterichtlinie. Der Grundgedanke stärkerer Kommunikation zwischen Aktionäre und Aufsichtsrat ist im Generellen zu begrüßen, Anwendungsfälle würden sich in der Krisensituation in besonderem Maße ergeben. Zur Diskussion vgl. Döring (2016), S. 9; o.V. (2016e); o.V. (2016d), S. 1-6.

<sup>230</sup> Vgl. Schmid (2013), S. 272, 287; Dörmer / Oser (1995), S. 1088.

### 5.3.1.3 Externe Prüfer und Berater

Um den erhöhten Anforderungen und Aufgaben in der Unternehmenskrise gerecht zu werden, lässt sich der Aufsichtsrat neben der eigenen Neuorganisation von Experten beraten. Dies können sowohl bislang nicht involvierte Dritte oder auch der Abschlussprüfer sein, der – unter Wahrung seiner Unabhängigkeit – mit zusätzlichen Prüfungen beauftragt wird.<sup>231</sup> Beratungsbedarf besteht über die betriebswirtschaftliche Sanierung hinaus häufig bei strittigen Rechtsfragen (z.B. hinsichtlich der Insolvenzantragspflichten und der Organhaftung) oder zu Markteinschätzungen hinsichtlich geplanter Unternehmenstransaktionen.

Regelmäßig wird ein spezialisierter Sanierungsberater auf Wunsch des Unternehmens oder nach Aufforderungen der kreditgebenden Banken hinzugezogen. Auf diese Weise soll fehlendes Expertenwissen kurzfristig kompensiert werden. Der Sanierungsberater unterstützt bei der Definition erster Maßnahmen, der Erstellung eines Sanierungskonzepts und dem Projektmanagement zur Krisenbewältigung (samt Ausbau des Berichtswesens und des Maßnahmen-Controllings).<sup>232</sup> Er nimmt dabei auch die Rolle eines Schiedsrichters, Kommunikators und Mediators wahr (zwischen den Unternehmensorganen, aber auch zwischen Unternehmen und Banken). Der Einsatz von Beratern wirkt insoweit vertrauensbildend, als die Ernsthaftigkeit der Krisensituation und die Notwendigkeit krisenspezifischer Kompetenzen und Kapazitäten erkannt werden.

Bei der Beratung des Aufsichtsrats übernimmt der Abschlussprüfer, der über im Rahmen seiner Tätigkeit bekannt gewordene entwicklungsbeeinträchtigende und bestandsgefährdende Tatsachen und Lücken im Risikofrüherkennungssystem (§§ 321 f. HGB) direkt an Plenum und Prüfungsausschuss berichtet, eine zentrale Funktion (Analyse bestimmter Themenfelder, unabhängige Einschätzung).

---

<sup>231</sup> Vgl. Hasselbach (2012), S. 45; Scheffler (2014), S. 2859, 2863.

<sup>232</sup> Vgl. Hess / Groß (2013), Rn. 196-197.

### 5.3.2 Intensivierung der Tätigkeit

#### 5.3.2.1 Tagungsintensität und Prüfung der Berichterstattung

Typischerweise werden in der Unternehmenskrise neben den vier bis sechs ordentlichen Sitzungen pro Jahr Sondersitzungen anberaumt (siehe auch Tz. 5.2 DCGK). Die Berichterstattung vom Vorstand an den Aufsichtsrat nimmt in Frequenz und Inhaltstiefe zu. Zumindest im akuten Krisenstadium ist eine monatliche Sitzung zum Sanierungsfortschritt und zur Geschäftsentwicklung angebracht. Bei Bedarf tagt der Aufsichtsrat auch unter Ausschluss des Vorstands (Tz. 3.6 DCGK).<sup>233</sup> Daneben besteht die Möglichkeit, leitende Angestellte des Unternehmens sowie andere Auskunftspersonen (u.a. Berater) direkt an den Aufsichtsrat berichten zu lassen (§ 109 Abs. 1 Satz 2 AktG). Allerdings kann die vertrauensvolle Zusammenarbeit mit dem Vorstand ebenso wie dessen Autorität und Wahrnehmung auf der zweiten Führungsebene, aber auch im Aufsichtsrat, unter solchen Anfragen leiden.<sup>234</sup>

Der Informationsgehalt der Berichterstattung ist für die erfolgreiche Aufsichtsarbeit in der Krise von großer Bedeutung.<sup>235</sup> Der Aufsichtsrat sollte sein weitreichendes Einsichtnahme- und Prüfungsrecht (§ 111 Abs. 2 Satz 1 AktG) und sein Recht auf besondere Berichterstattung des Vorstands bei Vorfällen von erheblicher Bedeutung gemäß § 90 Abs. 3 AktG ausschöpfen.<sup>236</sup> Abgeleitet aus der Pflicht des Aufsichtsrats zur Prüfung von Jahres- und Konzernabschluss (§ 171 Abs. 1 Satz 1 AktG) und der empfohlenen Erörterung und kritischen Würdigung der Quartalsberichterstattung (Tz. 7.1.2 DCGK) ergibt sich auch für die meist monatliche Sanierungsberichterstattung<sup>237</sup> eine Pflicht zur kritischen Würdigung. Diese wird in ihrer Intensität deutlich unterhalb der Prüfung des Jahresabschlusses, indes mindestens auf dem Niveau einer kritischen

---

<sup>233</sup> Vgl. Henning (2015), S. 212.

<sup>234</sup> Die Einbindung von Funktionsträgern unterhalb des Vorstands wird bei einer aktuellen Befragung nur von weniger als der Hälfte der Befragten befürwortet und häufig kritisch gesehen; vgl. Theisen / Probst (2016), S. 6; eher kritisch: vgl. Hasselbach (2012), S. 45; Scheffler (2014), S. 2859; zustimmend für einen direkten Kontakt zumindest für das Controlling: vgl. Kißler (2016), S. 407-408; Sassen (2012), S. 325-326, 328.

<sup>235</sup> Vertiefend zur Informationsversorgung, deren Bedeutung und Mängeln, vgl. Mäder (2008), S. 359, 362-363.

<sup>236</sup> Vgl. Sutter-Rüdisser (2015), S. 163; BGH Beschluss vom 14.07.2007 - II ZR 202/07.

<sup>237</sup> Bestehend aus Monatsabschluss sowie Maßnahmenreporting.



Würdigung der Quartalsabschlüsse liegen.<sup>238</sup> Zur Bewältigung dieser Aufgabe kann sich der Aufsichtsrat auf die Ausführungen des Vorstands und der beauftragten Experten stützen und vorbereitende Tätigkeiten in den Restrukturierungs- und Prüfungsausschuss auslagern.

### 5.3.2.2 Ausweitung zustimmungspflichtige Geschäfte

Sowohl die Satzung als auch die vom Aufsichtsrat definierte Geschäftsordnung des Vorstands (Tz. 3.3 DCGK) kann einen Katalog zustimmungspflichtiger Geschäfte definieren. Dies sind üblicherweise:

- Kauf und Verkauf von Unternehmen,
- Gründung, Liquidation und Schließung von Gesellschaften und Geschäftsfeldern,
- Änderung sowie Erweiterung des Gesellschaftszwecks,
- Abschluss von Finanzierungsverträgen und Finanzinstrumenten,
- Größere Investitionen,
- Verträge mit einer langen Laufzeit oder über eine wesentliche Summe außerhalb des gewöhnlichen Geschäftsbetriebs,
- Einstellung sowie Entlassung von Prokuristen sowie Führungskräften ab einem bestimmten Jahreseinkommen,
- Unternehmensplanung und Strategie.

Über dieses Instrument kann der Aufsichtsrat wichtige Entscheidungen des Vorstands blockieren. Da der Aufsichtsrat den Katalog selbst festlegt und in der Krise aufgrund seiner erhöhten Sorgfaltspflichten häufig nochmals verschärft, werden alle wesentlichen Sachverhalte diesem möglichen Veto unterliegen. Bei der Erstellung des Katalogs sollte der Aufsichtsrat ausreichende Möglichkeiten zur Kontrolle

---

<sup>238</sup> Vertiefend zur Intensität der persönlichen Pflicht zur Prüfung des Jahresabschlusses durch den Aufsichtsrat vgl. Buhleier / Krowas (2010), S. 1167–1169.

wesentlicher Geschäftsvorfälle, allerdings keine Überregulierung anstreben. Je ausführlicher der Katalog ausfällt, desto zeit- und ressourcenintensiver sind die Abstimmungsprozesse; sie können den Geschäftsbetrieb u.U. behindern und einen Transaktionserfolg gefährden. Eine maßvolle Verschärfung des Katalogs für einen befristeten Zeitraum in der Krise ist allerdings sinnvoll. Der Aufsichtsrat kann Sachverhalte definieren, die nicht vorab einer Zustimmung bedürfen, allerdings im monatlichen Reporting gesondert an den Aufsichtsrat zu berichten sind. Solche kombinierten Berichts- und Zustimmungspflichten sind – in sinnvollen Grenzen – adäquate Instrumente des Aufsichtsrats zur Überwachung des Vorstands in der Krise.

### **5.3.3 Sicherstellung einer effizienten Geschäftsführung**

#### **5.3.3.1 Besetzung und Vergütung des Vorstands**

Die Management-Qualitäten sind für Unternehmensentwicklung und Sanierungsfähigkeit von herausragender Bedeutung.<sup>239</sup> Ein kompetentes Management, das vollumfänglich hinter der Restrukturierung steht und diese vorantreibt, ist ein wichtiger Erfolgsfaktor.<sup>240</sup> Entsprechend hohe Priorität haben die Besetzung des Top-Managements und die Nachfolgeplanung in der Krise – neben Aktionären vor allem für Banken und andere Stakeholder.<sup>241</sup> Aus der Geschäftsleitungsverantwortung des Vorstands (§ 76 Abs. 1 AktG) ergibt sich dessen primäre Zuständigkeit für Krisenerkennung, -abwendung und -bewältigung sowie für das Ergreifen sämtlicher Sanierungsmaßnahmen. Sofern der Vorstand nicht ausreichend aktiv oder erfolgreich ist, muss der Aufsichtsrat zeitnah eingreifen; anderenfalls werden Impulse von außerhalb – oftmals von Aktionären oder Banken – gesetzt.<sup>242</sup>

Der Vorstand muss adäquat besetzt werden, um das Unternehmen in der Krisensituation kompetent zu führen und die Sanierungsphase erfolgreich zu bestreiten. Ergänzend können Mitglieder mit Restrukturierungserfahrung in den Vorstand berufen werden. Gegebenenfalls können die Geschäftsordnung sowie der

---

<sup>239</sup> Vgl. Scholz (2009), S. 310.

<sup>240</sup> Vgl. Falckenberg (2014), Rn. 22-23.

<sup>241</sup> Vgl. Faulhaber / Landwehr / Grabow (2009), S. 117.

<sup>242</sup> Vgl. Hess / Groß (2013), Rn. 260–264.

Geschäftsverteilungsplan des Vorstands an die spezifische (Krisen-)Situation angepasst werden.<sup>243</sup> Dennoch verbleibt trotz interner Aufgabenteilung die Gesamtverantwortung für die Geschäftsleitungspflicht bei allen Vorstandsmitgliedern.<sup>244</sup> In der Krise gelten für alle Mitglieder erhöhte Sorgfaltspflichten; insbesondere hinsichtlich der Prüfung der Insolvenzantragspflichten ist jede Ressortzuständigkeit hinfällig und somit jedes Vorstandsmitglied persönlich verantwortlich.

Neben der Neuordnung des Geschäftsverteilungsplans, der Abberufung und Neubesetzung von Vorstandsposten hat der Aufsichtsrat ein weiteres wesentliches Instrument um den bestmöglichen Beitrag zum Sanierungserfolg sicherzustellen: Er regelt die Vergütung der Vorstandsmitglieder und sollte gerade in der Unternehmenskrise auf eine ausreichend nachhaltige und auf den Unternehmenswert nach Sanierung zielende Anreizkomponente achten. Sonst übliche und zielführende Konzepte zur anreizkompatiblen Vergütung werden in der Krisensituation regelmäßig versagen, da die Problematik der Prämiendefinition bei außerordentlichen und nicht vorhersehbaren Einflüssen der Krise immanent ist.<sup>245</sup> Entsprechend schwierig gestaltet sich die Definition der Größen und noch schwieriger deren Messung und Kontrolle. Aufgrund der kurzen Mandatsdauer von oft nur ein bis max. drei Jahren hat bspw. ein Interim Manager eine sehr kurzfristige Sicht auf die Dinge; hierbei werden häufig aufgrund des Zeit- und Problemdrucks strategische Fragestellungen wie die Wettbewerbspositionierung oder langfristige Optimierung der Prozesse und Strukturen vernachlässigt.<sup>246</sup> Der einzige von der Mehrheit in einer Studie getragene und als zielführend einzustufende Lösungsansatz zur erfolgsabhängigen Vergütung des Interim Managers in der Krise ist die Beteiligung am Unternehmen bzw. der Unternehmenswertentwicklung nach dessen Einsatz.<sup>247</sup>

Da der Krisenfall und dessen Ausgang direkt mit den Fähigkeiten des Managers in Verbindung gebracht wird, hat er Auswirkung auf dessen Reputation und seinen

---

<sup>243</sup> Vgl. Scheffler (2014), S. 2860.

<sup>244</sup> Vgl. BGH Urteil vom 09.01.2001 - VI ZR 407/99; BGH Urteil vom 15.10.1996 - VI ZR 319/95; BGH Urteil vom 06.07.1990 - 2 StR 549/89.

<sup>245</sup> Vgl. Laux (2006), S. 511-513.

<sup>246</sup> Vgl. Andersch / Fassbender / Krüger (2007), S. 19.

<sup>247</sup> Vgl. Andersch / Fassbender / Krüger (2007), S. 8-9.

„Marktwert“. Der Aufsichtsrat hat sich hierbei ergebende Ziel- und Interessenskonflikte bei der Auswahl, Bestellung und Abberufung der Vorstandsmitglieder zu beachten.

### **5.3.3.2 Entsendung von Aufsichtsratsmitgliedern in den Vorstand**

§ 105 Abs. 2 AktG sieht die Möglichkeit vor, ein Aufsichtsratsmitglied zeitlich befristet als Stellvertreter von fehlenden oder verhinderten Vorstandsmitgliedern in den Vorstand zu entsenden. Die Entsendung bei vorliegender Restrukturierungserfahrung wird kontrovers diskutiert.<sup>248</sup> Besonders in der Krise ist die Überwachungsrolle des Aufsichtsrats von Bedeutung, da häufig Versagen von Vorstand und/oder Aufsicht zur Krise geführt oder diese verschärft hat. Die Entsendung ist – mit Blick auf die stringente Funktionstrennung und die Vermeidung von Interessenkonflikten – m.E. grundsätzlich schwierig, zu diesem kritischen Zeitpunkt allerdings dringend abzulehnen.

### **5.3.3.3 Einsatz von Interim Managern**

#### **5.3.3.3.1 Rollenverständnis des Interim Managers in der Krise**

Da die Nachfolge von Vorstandspositionen in der Krise oft überraschend ansteht und die Neubesetzung schnell erfolgen muss, arbeitet der Aufsichtsrat häufig zunächst mit einem Interim-Manager, um mehr Zeit für die Suche nach einem langfristigen Kandidaten zu haben.<sup>249</sup> Zudem umfasst in der Krise das Aufgabenfeld des Restrukturierungsexperten ohnehin einen zeitlich befristeten Auftrag und wird oft an spezialisierte, krisenerfahrene Interim-Manager (sog. Chief Restructuring Officer – CRO) vergeben.<sup>250</sup> Deren Aufgaben umfassen das ganzheitliche Krisenmanagement mit dem Ziel der Wiedergewinnung von Vertrauen und Kreditwürdigkeit. Ziel des Einsatzes ist es, Expertenwissen in das Unternehmen einzubringen. Auf diese Weise

---

<sup>248</sup> Zustimmung Scheffler (2014), S. 2863; ablehnend Theisen / Probst (2016), S. 7.

<sup>249</sup> Vgl. Krüger (2009), S. 314.

<sup>250</sup> Vgl. Reiner (2009), S. 323.

soll das (bisherige) Management entlastet und ein Ansprechpartner etwa für Workout Banker, Spezialbetreuer bei Kreditversicherern und Auskunfteien geschaffen werden.<sup>251</sup> Der CRO nach angelsächsischem und amerikanischem Vorbild ist in Deutschland bislang nicht als Rechtsbegriff definiert; die Auffassungen über seine Stellung im Unternehmen, seine Entscheidungsbefugnis und Einsatzdauer gehen in der Fachliteratur weit auseinander.<sup>252</sup> Dies hängt zum einen an der spezifischen Unternehmenssituation im Einsatzzeitpunkt, zum anderen aber auch an dem unklaren Berufsbild, das von verschiedenen Anspruchshaltungen und Interessen geprägt ist. Der CRO soll „Waffengleichheit“ herstellen und Krisen-Expertise ins Unternehmen bringen, da das Management des Unternehmens nun bei vielen Parteien mit ausgewiesenen Experten (z.B. Workout Banker, Spezialbetreuer bei Kreditversicherern und Auskunfteien) verhandeln muss. Aufgrund der mannigfaltigen Ausprägungen der Rolle des CRO werden im Folgenden die beiden Extreme vorgestellt: der starke und der schwache CRO. Die folgende Abbildung stellt typische Merkmale gegenüber.

---

<sup>251</sup> Vgl. Kantowsky / Schulte (2012), S. 2.

<sup>252</sup> Zum uneinheitlichen Rollenverständnis siehe auch die empirische Untersuchung zum Restrukturierungsmarkt von Andersch / Fassbender / Krüger (2007), S. 6–17.

	<b>Starker CRO</b>	<b>Schwacher CRO</b>
Organfunktion	Ja	Meist Nein
Position	Organfunktion (oft CEO-ähnlich)	Projektmanager (teils formal neben dem Management, real darunter)
Haftungsverantwortung	Organhaftung	Auftragshaftung
Ersatz bisheriges Management	möglich, insb. CFO (Fokus: Finanzwirtschaftlicher Turnaround), auch CEO (Fokus: Strategischer Turnaround)	nein
Entscheidungsbefugnis	Alleine (mind. für definierte Gebiete/Aufgaben) / zumindest Vetorecht oder zusätzliche Stimmrechte, weisungsbefugt im Unternehmen oder Konzern	Kollektiv oder nicht vorhanden, i.d.R. nicht weisungsbefugt
Einsatzbeginn	Spätestens Ende, alternativ Beginn Konzeptphase	Ende Konzeptphase oder nur zur Umsetzung
Einsatzdauer	Ca. 6-36 Monate	Ca. 3-12 Monate
Krisenstadium	Liquiditätskrise, teils Erfolgskrise	Strategiekrise
Rollenbild	„Harter Hund“	„Prügelknabe“
Typische regionale Verbreitung	Angelsächsischer Raum, USA	Deutschland

**Abb. 15: Übersicht starker versus schwacher CRO**<sup>253</sup>

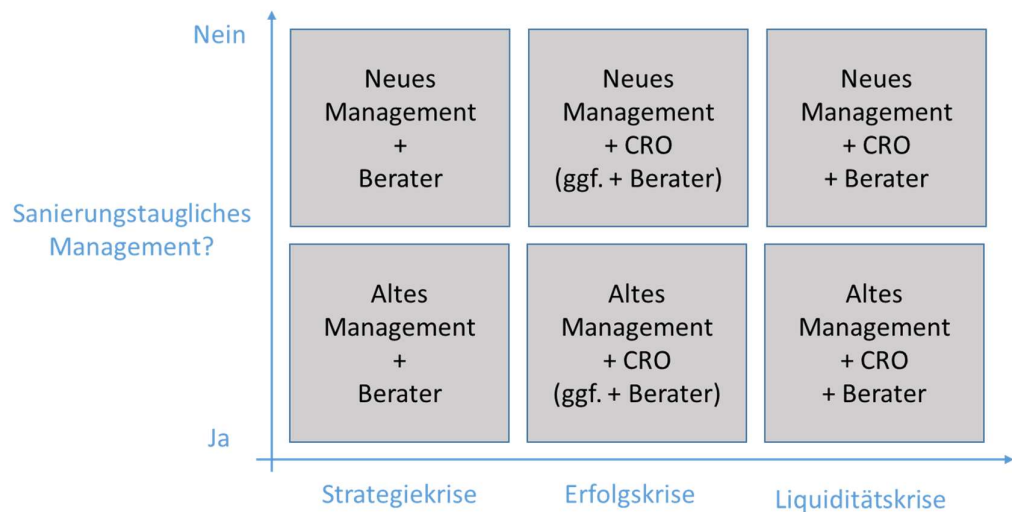
Zumindest in der Theorie sowie bei Finanzierern und Beratern des Unternehmens wird die Rolle des starken CRO bevorzugt.<sup>254</sup> Das ist begründet durch die gleiche Augenhöhe des CRO mit Vorstand, Aufsichtsrat und Gesellschaftern, wodurch dieser sofern nötig Dinge auch gegen den Willen einzelner Beteiligter (auch im Management oder Gesellschafterkreis) durchsetzen kann und wird. Dem (alten) amtierenden Management und häufig auch dem Gesellschafter allerdings ist diese Rolle zu

<sup>253</sup> Eigene Darstellung in Anlehnung an Emmrich / Heer (2015a), S. 10-12, 28.

<sup>254</sup> Vgl. Ringelspacher (2015), S. 89.

weitgreifend, man befürchtet Macht- und Kontrollverlust und die Tendenz geht eher in Richtung Abschwächung der CRO-Position in Richtung schwacher CRO.

Der Einsatz eines CRO und auch die Wahrscheinlichkeit für einen Wechsel im Management hängen ab von den Sanierungsfähigkeiten des bisherigen Managements und dem Krisenstadium. Idealtypisch ergeben sich die in Übersicht 16 dargestellten Kombinationen.



**Abb. 16: Typische Einsatzsituationen für CRO<sup>255</sup>**

In der deutschen Restrukturierungspraxis wird allerdings entgegen der angelsächsischen und amerikanischen noch sehr viel vorsichtiger mit dem Thema CRO umgegangen. In den meisten Fällen werden CRO zusätzlich, nicht als Ersatz des bisherigen Managements bestellt und ihre Ausprägung ist eher die eines schwachen, denn die eines starken CRO.

<sup>255</sup> Eigene Darstellung in Anlehnung an Emmrich / Heer (2015a), S. 9.

### 5.3.3.3.2 Problematik des Finanzierer-getriebenen Interim Manager Einsatzes

Besonders kritisch wird der Einsatz des CRO häufig gesehen, wenn er extern – häufig von den Finanzierern des Unternehmens - getrieben ist. Letztlich ist diese kritische Grundhaltung verständlich, da der Ruf nach einem CRO sehr häufig einhergeht mit mangelndem Vertrauen in die Führung des Unternehmens, den Gesellschafter oder das Geschäftsmodell – sei es mangelndes Vertrauen in die Einsicht, die Umsetzungsstärke oder den Willen hierzu.<sup>256</sup> In der Praxis wird der Bankenpool ähnlich dem Vorgehen bei der Hinzuziehung eines Sanierungsberaters, den Einsatz eines CRO zur Auflage der weiteren Finanzierung machen und informell einige Kandidaten zur Auswahl vorschlagen – niemals nur einen; so wird das Risiko der „faktischen Geschäftsführung“ umgangen.<sup>257</sup> Ist das Engagement auf Druck der Bankenseite entstanden, fehlt häufig im Unternehmen noch die Einsicht zum Ernst der Lage und zur Notwendigkeit eines solchen Einsatzes. Entsprechend wird das Unternehmen versuchen, die Rolle möglichst abzuschwächen.

Dem CRO wird im Verlauf eines Finanzierer-getriebenen Einsatzes immer der Geschmack anhängen, mehreren Herren zu dienen und bei seiner Tätigkeit nicht ausschließlich im Unternehmensinteresse, sondern auch im Interesse des Finanzierers zu handeln, diesen mit Informationen zu versorgen oder „auftragsgemäß“ die Kompetenzen des Managements zu beschneiden.<sup>258</sup> Dieses Unabhängigkeits-Dilemma ist besonders ausgeprägt, wenn der CRO eine Finanzierung für das Unternehmen mit eben den Parteien verhandeln muss, die ihn quasi beauftragt haben.<sup>259</sup> Idealtypisch ist der CRO nicht verlängerter Arm eines Stakeholders, sondern alleine der Sanierungsaufgabe, dem Krisenmanagement und dem Unternehmen verpflichtet.<sup>260</sup> Bei der Beauftragung eines CRO ist folglich darauf zu achten, dass er vom Unternehmen selbst beauftragt wird sowie der Auftrag und seine Informations- und Berichtspflichten und Auskunftsrechte entsprechend klar und abgegrenzt formuliert sind.

---

<sup>256</sup> Vgl. Emmrich / Heer (2015a), S. 5.

<sup>257</sup> Vgl. Hess (2013b), Rn. 91-93.

<sup>258</sup> Vgl. Kantowsky / Schulte (2015), S. 456.

<sup>259</sup> Vgl. Waismn / Lucas (2012), S. 205; Kantowsky / Schulte (2012), S. 3.

<sup>260</sup> Vgl. Emmrich / Heer (2015a), S. 8.



### 5.3.3.3 Konflikte zwischen Interim Manager und CEO

Je nach Ausgestaltung der Rolle und Position des CRO, berichtet dieser häufig zumindest zum Thema Restrukturierung direkt an den Aufsichtsrat, die Hauptversammlung und die Finanzierer. Damit sind die bisher durch CEO und CFO besetzten Rollen quasi doppelt belegt. Beim CFO ist dieses Dopplungsproblem nicht ganz so eklatant, da der CRO in Deutschland häufig in Personalunion auch die Bereiche Finanzen, IT und teils Personal mitverantwortet. Für den CEO, der es gewohnt ist allein an der Spitze zu stehen, bedeutet der CRO zum einen natürlich Entlastung in der Sondersituation und Ergänzung seines Gremiums um die benötigte Expertise, zum anderen aber sicher auch eine Konkurrenz.

Die Aufgabe der's CRO ist es insbesondere die Restrukturierung voranzutreiben und die Maßnahmenumsetzung nachzuverfolgen und wenn nötig durchzusetzen. Es wird regelmäßig zu Situationen kommen, in denen der CEO für die Geschäftsentwicklung und im Sinne eines strategischen Wertes einer anderen Auffassung ist als der vom Sanierungsgedanken getriebene CRO. Typische Beispiele für Diskussionspotential sind Marketing-, Vertriebs- oder Werbekosten, Personalkosten, Verkauf oder Schließung von Geschäftsfeldern und Beteiligungen, Investition in neue Geschäftsfelder.

Der CRO wird sich gewöhnlich entsprechend seinem Auftrag vollumfassend nur dem Zweck der erfolgreichen sowie schnellen Sanierung verschreiben, während das Interesse des CEO hierneben auch der langfristigen Entwicklung, der Positionierung des Unternehmens in der Öffentlichkeit sowie dem Marktumfeld und seinem eigenen Ansehen gilt. Alleine der Zeithorizont, der beim CRO von weniger als einem bis max. drei Jahren reicht,<sup>261</sup> birgt die Gefahr eine sehr viel kurzfristigere Sicht auf die Dinge zu entwickeln, als es der CEO typischerweise hat. Hierbei werden häufig aufgrund des Zeit- und Problemdrucks strategische Fragestellungen wie die Wettbewerbspositionierung oder langfristige Optimierung der Prozesse und Strukturen vernachlässigt.<sup>262</sup> Diesem Konflikt, nur Symptome, nicht Probleme zu

---

<sup>261</sup> Vgl. Andersch / Fassbender / Krüger (2007), S. 9.

<sup>262</sup> Vgl. Andersch / Fassbender / Krüger (2007), S. 19.

beheben, gilt es mit klaren Kompetenzen, Tätigkeitsschwerpunkten und einer anreizkompatiblen Vergütung für den CRO entgegenzuwirken.

Der CEO ist es gewohnt seine Auffassung im Zweifelsfall durchsetzen zu können, der CRO ist allerdings häufig mit Veto-Rechten ausgestattet oder kann zumindest eine Eskalation Richtung Aufsichtsrat anprangern. Hierdurch verliert der CEO möglicherweise an Souveränität und an Glaubwürdigkeit – gegenüber dem Aufsichtsrat, aber auch dem übrigen Management Team.

Die Lösung der Konflikte zwischen CRO und CEO muss der Aufsichtsrat durch deren Steuerung übernehmen. Konflikten vorbeugend sollten beide klare Zielvorgaben und eine möglichst anreizkompatible Vergütung erhalten, wodurch sie beide möglichst umfassend im Interesse des Unternehmens bzw. des Unternehmenswerts und damit der Aktionäre agieren. Neben der Regelung der Vergütung und dem Steuerungsversuch hierüber sollte der Aufsichtsrat die Diskussionen und potentiellen Spannungen zwischen beiden im Auge behalten. Sofern notwendig, sollte er schlichtend, moderierend oder auch schiedsrichtend eingreifen. Sofern sich die Auffassungen von CRO und CEO allerdings stets konträr gegenüberstehen oder sich gar unüberwindbare Differenzen herausbilden, wird regelmäßig zumindest einer der beiden ausgetauscht werden müssen.<sup>263</sup>

#### **5.3.3.3.4 Ausstieg des Interim Managers**

Der Ausstieg des CRO ist mit erheblichen Risiken verbunden. Das Nachfolge-Management sowie der Knowhow-Transfer an das neue Management muss erfolgt sein, der Handlungsdruck im Unternehmen darf nicht absinken, ein Rückfall in „alte Muster“ darf nicht riskiert werden, alle wesentlichen Stakeholder müssen vorab informiert sein und dem Abgang wohlwollend gegenüberstehen.<sup>264</sup> Da der nachhaltige Restrukturierungserfolg auch maßgeblich die Vergütung und die Reputation des CRO

---

<sup>263</sup> Vgl. Lenzen (2010), S.8; Andersch / Fassbender / Krüger (2007), S. 10.

<sup>264</sup> Vgl. Kantowsky / Schulte (2015), S. 457-459.

beeinflusst, wird dieser ein hohes Eigeninteresse haben die Exit-Planung frühzeitig und umfassend voranzutreiben.<sup>265</sup>

## **5.4 Grenzen der Aufsichtstätigkeit**

### **5.4.1 Funktionstrennung von Vorstand und Aufsichtsrat**

Maßnahmen der Geschäftsführung können dem Aufsichtsrat nicht übertragen werden (§ 111 Abs. 4 Satz 1 AktG). Lediglich ein Zustimmungsvorbehalt zu definierten Geschäften, soweit die Satzung dies vorsieht, ist nach § 111 Abs. 4 Satz 2 AktG zulässig. Bei der Ausübung seiner Kontroll- und Beratungsfunktion sollte der Aufsichtsrat diesen Grundsatz stets im Blick haben, da ein geschäftsführender Aufsichtsrat nicht mehr ausreichend unabhängig und frei von Interessenkonflikten ist.<sup>266</sup> Besonders in der Krise, in der vieles dafürspricht, die Aufsichtstätigkeit auszuweiten, sollte maßvoll agiert werden. Eine faktische Geschäftsführung durch den Aufsichtsrat ist m.E. ebenso abzulehnen wie extensive Zustimmungskataloge, die die eigenständige Geschäftsführung des Vorstands behindern, oder die Entsendung eines Aufsichtsratsmitglieds in den Vorstand. Bei der Beratung durch Aufsichtsratsmitglieder sollte zudem stets beachtet werden, dass diese nicht in Interessenkonflikte geraten und ausreichend unabhängig ihrer Überwachungsfunktion nachkommen können.

---

<sup>265</sup> Vgl. Kantowsky / Schulte (2015), S. 457.

<sup>266</sup> Vgl. Hasselbach (2012), S. 47.

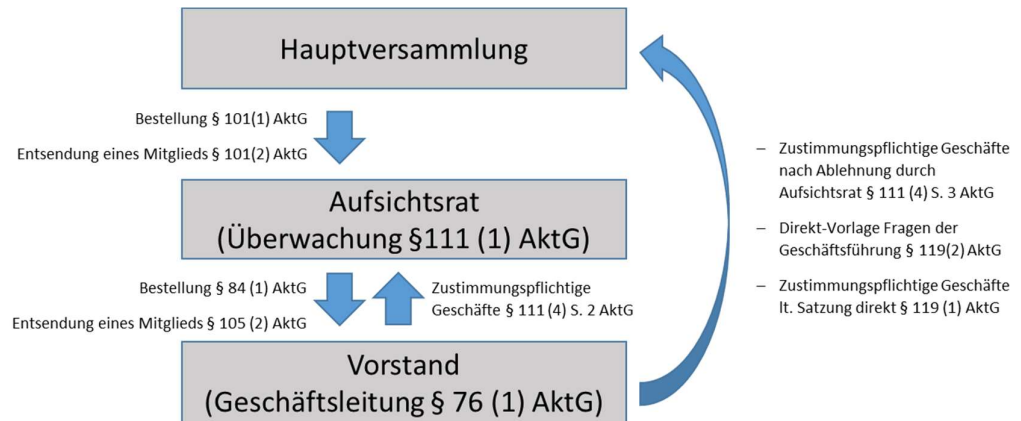
#### 5.4.2 Hauptversammlung als ultima ratio

Die aktienrechtlichen Regelungen sehen vor, dass der Vorstand die Geschäfte führt, wobei er vom Aufsichtsrat überwacht und beraten wird. Die Hauptversammlung greift im Regelfall nur indirekt über Besetzung des Aufsichtsrats, die Entlastung der Organe und die Satzungsgestaltung ein. Eine Ausnahme regelt § 111 Abs. 4 Satz 3 AktG. Der Vorstand kann bei Verweigerung der Zustimmung durch den Aufsichtsrat die „Eskalationsstufe“ über die Hauptversammlung wählen. Im Extremfall kann der Vorstand somit gemeinsam mit der Hauptversammlung über bestimmte Geschäfte entscheiden, auch gegen den ausdrücklichen Willen des Aufsichtsrats. Im Einzelfall mag die Hauptversammlung als Letztentscheider sinnvoll sein, allerdings nicht als dauerhaftes „Schiedsgericht“ bei Konflikten zwischen den Organen.

Eine zweite Ausnahme regelt § 119 Abs. 2 AktG. Der Vorstand darf der Hauptversammlung Fragen der Geschäftsführung zur Entscheidung vorlegen. Die Hauptversammlung kann die Vorlage allerdings nicht verlangen, sofern die Satzung dies nicht im besonderen Fall vorsieht. Für eine effiziente Geschäftsführung und eine vertrauensvolle Zusammenarbeit von Vorstand und Aufsichtsrat sollte dies auf Ausnahmesituationen beschränkt bleiben.

Drittens kann die Hauptversammlung mittels Satzungsbestimmungen bestimmte Geschäfte als zustimmungspflichtig deklarieren. Solche Regeln müssen praktikabel sein. Bei einer großen Publikums-Aktiengesellschaft ist es weder zweckmäßig noch zeitlich darstellbar, für jede größere geschäftliche Entscheidung eine Hauptversammlung einzuberufen. Bei kleineren Aktiengesellschaften mit einem oder einigen wenigen Aktionären (z.B. Familienunternehmen) ist es durchaus denkbar, größere strategische Entscheidungen durch die Hauptversammlung zu treffen. Dennoch sollten bei derart massiven Eingriffen in die Geschäftsführung stets Praktikabilität und mögliche Konflikte mit Blick auf die typische Aufgabenverteilung zwischen den Organen bedacht werden. In den meisten Fällen wird diese Möglichkeit insoweit abzulehnen sein.

Abbildung 17 fasst die Rechte zum Eingriff der Hauptversammlung in Fragen der Geschäftsführung zusammen.



**Abb. 17: Eingriff der Hauptversammlung in Fragen der Geschäftsführung**

Faktisch kann der Aufsichtsrat Entscheidungen des Vorstands ablehnen, diese allerdings nicht dauerhaft verhindern, wenn die Hauptversammlung dem Vorstand folgt. Besonders in der Krise sind unterschiedliche Auffassungen über die strategische Ausrichtung des Unternehmens aber kaum dauerhaft möglich. Nur im besonderen Einzelfall ist daher ein Eingreifen der Hauptversammlung gerechtfertigt.

#### 5.4.3 Die Macht des Faktischen – Finanzierer als Letztentscheider

Finanzierer (oft synonym kreditgebende Banken) sind häufig die wichtigsten Gläubiger des Unternehmens. Ihr primäres Interesse besteht bei einer Unternehmenskrise in der Vermeidung eines Forderungsausfalls. Ihr Instrumentarium zur Verbesserung der eigenen Netto-Risikoposition umfasst eine Reihe von Optionen<sup>267</sup>: Dieses reicht von der Kündigung der Engagements, höheren Gebühren und Sicherheiten über die Einführung oder Verschärfung von Covenants bis hin zu Auflagen für die weitere Finanzierung (z.B. die Erstellung eines Sanierungskonzepts)<sup>268</sup> unter Hinzuziehung eines selbst vorgeschlagenen Sanierungsberaters. Darüber hinaus üblich sind ausgeweitete Berichtspflichten, die

<sup>267</sup> Vgl. vertiefend Hess / Groß (2013), Rn. 75–77; Steffan (2009), S. 280.

<sup>268</sup> Bei der Vergabe eines Sanierungskredits ziehen Banken ein Sanierungskonzept nach IDW S 6 zur Entscheidungsfindung heran. Fehlt die Sanierungsfähigkeit, darf der Kredit nicht vergeben werden. Zudem sind Banken während des gesamten Sanierungszeitraums verpflichtet, sich über den Umsetzungsstand des Konzepts und der Maßnahmen ausführlich berichten zu lassen; vgl. MaRisk BTO 1.2.5 Abs. 2 und 3, S. 41.

Einführung eines Katalogs zustimmungspflichtiger Geschäfte, die Forderung nach Verkauf von Unternehmensteilen und nach Gesellschafterbeiträgen, die Bestellung eines krisenerfahrenen Interim-Managers oder der Austausch von Positionen im Top-Management.

Wenn das Unternehmen über keine alternativen Finanzierungsmöglichkeiten verfügt, muss es den Bedingungen der Finanzierer stattgeben. Somit sind die finanzierenden Banken in der Lage, wesentliche Transaktionen zu blockieren, auf die Management-Besetzung, den Sanierungsplan und insoweit auf die künftige Unternehmensgestaltung maßgeblich Einfluss zu nehmen. Eine Finanzierer-getriebene Sanierung beschränkt insoweit die Möglichkeiten von Vorstand und Aufsichtsrat.

Deswegen gilt für Vorstand und Aufsichtsrat in der Krise: Frühzeitiges Erkennen der Schieflage und die Sicherstellung einer möglichst unabhängigen Finanzierung gerade im Restrukturierungszeitraum ermöglichen eine selbstbestimmte Sanierung und Unternehmensführung ohne externe Eingriffe. Zudem stärkt die frühe Erkenntnis und die eigenmotivierte klare Sanierungsaktivität das Vertrauen der Stakeholder in Management und Unternehmen. Hierdurch werden Entscheidungs- und Handlungsfreiheit gewonnen, welche die Krisenbewältigung deutlich vereinfachen.

### **5.5 Fazit**

Der Aufsichtsrat erfüllt seine Überwachungsaufgaben im Falle unzureichender krisenspezifischer Kompetenzen mit den üblichen Methoden. In der Praxis häufig vorzufinden sind eine intensiviertere und häufigere Berichterstattung sowie erhöhte Tagungsfrequenzen, die Einholung von Expertenrat und die Anpassung von Informations- und Geschäftsordnungen.<sup>269</sup> Darüber hinaus werden die folgenden Maßnahmen empfohlen:

---

<sup>269</sup> Vgl. vertiefend zu einer aktuellen Befragung des Aufsichtsrats Theisen / Probst (2016), S. 1–8.

- Bildung eines Restrukturierungsausschusses und Benennung (ggf. Bestellung) eines Restrukturierungsexperten,
- kritische Würdigung der vorgelegten Sanierungsberichterstattung zur laufenden Geschäftsentwicklung und zum Umsetzungsstatus der Maßnahmen,
- temporäre Unterstützung des Vorstands durch einen krisenerfahrenen Interim-Manager, Anpassung des Geschäftsverteilungsplans sowie Sicherstellung einer anreizkompatiblen Vergütung,
- Einsatz kombinierter Berichts- und Zustimmungspflichten für einen ausgeweiteten Katalog an Geschäften,
- Verzicht auf Abschlussprüferwechsel aufgrund Ressourcenbindung im Unternehmen und Knowhow-Verlust beim Prüfer, es sei denn es liegen konkrete Wechselanforderungen wie bspw. Besorgnis der Befangenheit vor,
- keine Entsendung eines Aufsichtsratsmitglieds in den Vorstand zur Aufrechterhaltung der Funktionstrennung und zur Vermeidung von Interessenkonflikten.

Der Aufsichtsrat kann mit seinen Kompetenzen und Werkzeugen eine stärkere, der Sondersituation „Krise“ angemessene Kontrolle ausüben und mehr Expertise einbringen. Begrenzt ist er hierbei durch die Funktionstrennung von Vorstand und Aufsichtsrat, die Freigabe zustimmungspflichtiger Geschäfte durch die Hauptversammlung und (bei mangelnden alternativen Finanzierungsmöglichkeiten) durch häufig zwangsläufige Eingriffe in die Unternehmenssteuerung durch Banken.

## **6. Kennzahlenbasierte Unternehmenssteuerung im Krisenfall<sup>270</sup>**

### **6.1 Einleitung**

Die Formulierung und Vorgabe von Zielen ist eine der Grundfunktionen der Unternehmenssteuerung. Ziele dienen als Orientierungshilfe, Motivation und Anreiz. Kennzahlen operationalisieren diese Ziele und machen die Zielerreichung koordinierbar, kontrollierbar und bewertbar. In der Unternehmenskrise verändern sich Unternehmensziele und -prioritäten stark. Bestehende Strategien und damit entsprechend steuerungsrelevante Ziele sowie abgeleitete Kennzahlen sind nicht länger gültig, ganze Geschäftsmodelle werden hinterfragt. Es fehlen valide Vergleichs- und Zielwerte, gleichzeitig steigt der Informationsbedarf der Stakeholder. Bisherige Steuerungsinstrumente und Kennzahlensysteme erweisen sich in der Krise (oftmals) als nicht mehr funktionsfähig. Die Auswahl situationsangemessener Kennzahlen ist jedoch die Basis für eine effektive und effiziente Unternehmenssteuerung. Hierbei sind eine unsichere Unternehmensentwicklung, Existenzgefährdung sowie Zeit- und Ressourcenlimitationen kennzeichnend für Krisensituationen. Neben dem Aufbau eines neuen Kennzahlensystems, das die geplante Nachkrisensituation nach erfolgreicher Neuausrichtung abbildet, ergeben sich im Kern folgende Fragestellungen:

- Welche Anforderungen sind an Kennzahlensysteme und -berichte zu stellen, anhand derer die Unternehmensleitung im akuten Krisenzeitraum effektiv und flexibel steuern kann? Wie kann ein solches Steuerungsinstrument konkret ausgestaltet sein?
- Wie soll mit dem bisherigen „alten“ Kennzahlensystem umgegangen werden? Welche Problematiken ergeben sich aus nicht länger validen Zielvorgaben und Kennzahlen?

---

<sup>270</sup> Veröffentlicht in gekürzter Fassung: Witte, Nina Natalie: Kennzahlenbasierte Unternehmenssteuerung: Lösungsansätze zum effektiven Einsatz in der Unternehmenskrise, in: DB, 46 (69) 2016, S. 2673-2680.



## **6.2 Grundlagen der Unternehmenssteuerung mit Kennzahlen**

### **6.2.1 Unternehmenssteuerung durch Verhaltensnormen benötigt Kennzahlen**

Das zentrale Unternehmens- oder Organisationsziel ist üblicherweise die Maximierung des Barwerts der zukünftigen Erfolge bzw. des Shareholder Value.<sup>271</sup> Dieses Ziel wird in der Unternehmenssteuerung durch Interessenharmonisierung zwischen Anteilseignern und Unternehmensleitung sowie darauffolgend zwischen Unternehmensleitung und den nächsten Führungsebenen erreicht. Die Unternehmenssteuerung erfolgt regelmäßig durch Verhaltensnormen und ergänzende Maßnahmen. Methodisch wie zwischen den expliziten Verhaltensnormen und der Delegation sowie Zielvorgabe (sog. implizite Verhaltensnormen) unterschieden.<sup>272</sup> Beiden Methoden ist gemeinsam, dass konkrete Steuerungsgrößen (Kennzahlen) als Vorgaben benötigt werden. Bei expliziten Verhaltensnormen werden konkrete Werte vorgegeben, bei der Delegation implizit über Zielvorgaben gesteuert. Zusätzlich werden Anreize zur Förderung bester Ergebnisse und positiver Entscheidungen gegeben und mit Kontrollen sowie Sanktionen Fehlentscheidungen verhindert.<sup>273</sup>

### **6.2.2 Kennzahlen: Begriff und Funktionen**

„Unter Kennzahlen werden Daten verstanden, die quantitativ messbare Sachverhalte in aussagekräftiger, komprimierter Form wiedergeben.“<sup>274</sup>

Durch Kennzahlen werden komplexe Sachverhalte und Strukturen übersichtlich dargestellt und operationalisiert, um einen schnellen und umfassenden Überblick zu gewähren.<sup>275</sup> Unternehmensstrategien und -ziele werden mit Hilfe von Kennzahlen in konkrete Zielvorgaben umgesetzt. Anhand der Festlegung, Erhebung und Auswertung der steuerungsrelevanten Kennzahlen wird die Unternehmensentwicklung aufgezeigt, Entscheidungen unterstützt und Fehlentwicklungen frühzeitig erkannt. Kennzahlen

---

<sup>271</sup> Vgl. Laux / Liermann (2005), S. 15

<sup>272</sup> Vgl. vertiefend zu ex- und impliziten Verhaltensnormen Laux / Liermann (2005), S. 16-18; Laux (2005), S. 8-10.

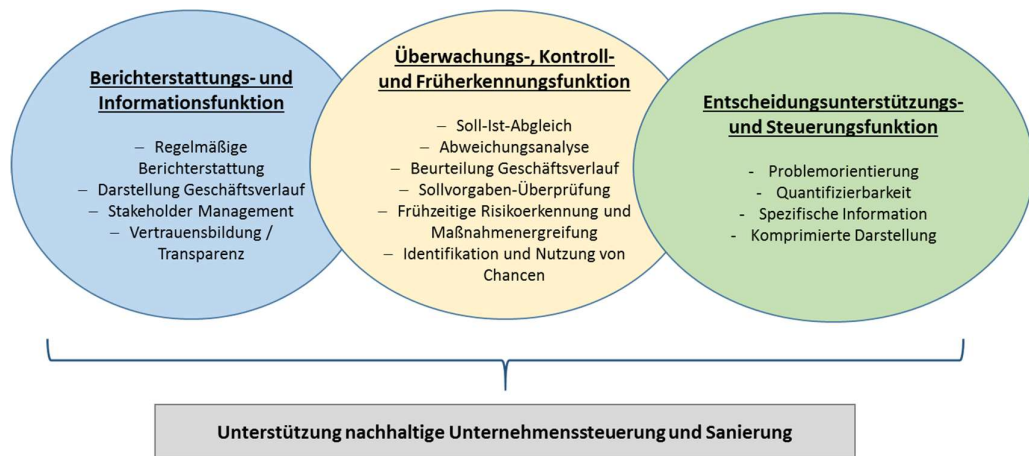
<sup>273</sup> Vgl. vertiefend Laux (2005), S. 8-11.

<sup>274</sup> Wöhe / Döring / Brösel (2016), S. 208.

<sup>275</sup> Vgl. Küting / Weber (2015), S. 53.

ermöglichen zudem eine Ursachenanalyse und helfen Vergleiche (z.B. Zeit-, Betriebs- oder Soll-Ist- Vergleiche) herzustellen, einzuordnen und letztlich zu bewerten.<sup>276</sup> Erzielte Ergebnisse werden somit durch Kennzahlen beurteilt. Kennzahlen unterstützen die Unternehmenssteuerung indem sie Motivation und Anreizsetzung, Leistungskontrollen und die Transformation von Unternehmenszielen zu Einzelzielen ermöglichen.<sup>277</sup> Bei einer aktuellen Aufsichtsratsbefragung gab mit 86% die absolute Mehrheit der Befragten an, dass Risiko- und Strategieentscheidungen anhand von Kennzahlen getroffen werden.<sup>278</sup>

Die folgenden Funktionen sollen Kennzahlen(systeme) zur Unternehmenssteuerung generell erfüllen:



**Abb. 18: Funktionen von Kennzahlen**<sup>279</sup>

Kennzahlen unterstützen die Unternehmenssteuerung indem sie Motivation und Anreizsetzung, Leistungskontrollen und die Koordination von Unternehmenszielen zu Einzelzielen ermöglichen.<sup>280</sup> Während es bei der Entwicklung von Strategien und der Festlegung von Unternehmenszielen darum geht, dass die richtigen Dinge getan werden, hilft die Operationalisierung der Ziele und deren Abbildung in Kennzahlen zu

<sup>276</sup> Vgl. Küting (1991a), S. 1329; Küting (1991b), S. 1358, 1359, Kußmaul (1999), S. 1579.

<sup>277</sup> Vgl. Wöhe / Döring / Brösel (2016), S. 210.

<sup>278</sup> Vgl. Kompenhans / Schenk / Buhleier (2016), S. 24.

<sup>279</sup> Eigene Darstellung in Anlehnung an Nimwegen / Sanne (2012), S. 1822.

<sup>280</sup> Vgl. Wöhe / Döring / Brösel (2016), S. 210.

messen, überwachen und ggf. gegenzusteuern, wenn die Dinge nicht richtig getan werden.<sup>281</sup>

Ziele und damit auch Kennzahlen sollten gemäß dem „SMART-Kriterien“ die folgenden Anforderungen genügen, um den besten Nutzen zu erzielen: **s**pezifischer Inhalt, **m**essbar, **a**ngemessen, **r**ealistisch und **t**erminiert.<sup>282</sup>

Kritisch ist jedoch anzumerken, dass bei einer zu einseitigen Fokussierung auf Dinge, die gemessen werden, die Gefahr besteht, dass Maßnahmen zur kurzfristigen Veränderung der Kennzahl ergriffen werden, diese allerdings nicht nachhaltig wirken oder im Konflikt zu längerfristigen Unternehmenszielen stehen.<sup>283</sup>

### 6.2.3 Kennzahlensysteme zur Unternehmenssteuerung

Eine Kennzahl alleine kann nie ein ausreichendes Bild liefern und fördert damit Fehlverhalten. Deswegen werden in einem Kontext stehende Kennzahlen zu einem aus quantitativen Variablen bestehenden Kennzahlensystem zusammengefügt. In diesem stehen die einzelnen Kennzahlen in einer sachlich sinnvollen Beziehung zueinander, ergänzen oder erklären sich und sind insgesamt auf ein übergeordnetes Ziel ausgerichtet.<sup>284</sup>

Die einzelnen Kennzahlen sind in einem Kennzahlensystem untereinander streng geordnet bzw. rechnerisch verbunden (z.B. DuPont-System mit Spitzenkennzahl ROI) oder stehen in sachlich sinnvoller Beziehung (z.B. RL-System mit Rentabilität und Liquidität als Spitzenkennzahlen); auch Mischformen existieren (z.B. ZVEI Kennzahlensystem mit Spitzenkennzahl Eigenkapitalrentabilität).<sup>285</sup>

Das Kennzahlensystem zur Unternehmenssteuerung verdichtet folglich Informationen und fasst diese zusammen. Es erlaubt Zielvorgaben abzuleiten, zu operationalisieren

---

<sup>281</sup> Vgl. Kußmaul (1999), S. 1587-1588.

<sup>282</sup> Vgl. Pepels (2010), S. 559.

<sup>283</sup> Vgl. Weißenberger / Göbel / Kleine (2011), S. 7.

<sup>284</sup> Vgl. Reichmann (2001), S. 23.

<sup>285</sup> Vgl. vertiefend Pepels (2010), S. 560-562; Küting / Weber (2015), S. 57-69.

und letztlich die Zielerreichung zu kontrollieren. Die abgeleiteten Zielvorgaben werden als Budgets bzw. Targets<sup>286</sup> an die Bereichsverantwortlichen ausgegeben. Sie dienen der Steuerung, aber auch Kontrolle und Leistungsmessung und sind damit prospektiv wie retrospektiv unerlässlich. Das operationalisieren der Ziele ist essentiell. Wenn Pläne und Zielgrößen nur auf zu hoch aggregierter Ebene vorliegen (z.B. Gesamtpersonalkosten oder Mitarbeiteranzahl) wird sich die Größe nicht steuern, kontrollieren und analysieren lassen (z.B. im Falle einer Kostenüberschreitung, in welchem Bereich zu viele Mitarbeiter vorhanden oder zu hohe Gehaltserhöhungen erfolgt sind). Im Rahmen eines regelmäßigen Berichtswesens - bei den meisten Kennzahlen monatlich – wird die Zielerreichung überwacht und Abweichungen analysiert. Hierdurch wird eine konsequente Steuerung und Leistungsmessung ermöglicht.

Die Festlegung der jeweiligen Kennzahlen bzw. Kennzahlensysteme wird auf die Unternehmensstrategie, -ziele und -prozesse abgestimmt.<sup>287</sup> Je nach Geschäftsfeld werden sich andere Werttreiber und Schlüsselgrößen ergeben. Die Kennzahlen müssen die Strategie, das Geschäft und die Kausalzusammenhänge bzw. die Geschäftslogik vollständig, richtig und in messbaren Größen darstellen.<sup>288</sup> Vorherrschend ist bei Kennzahlen zur Unternehmenssteuerung deren situativerer Charakter; mit der Situation des Unternehmens verändert sich die Relevanz der Kennzahlen und der Blickwinkel auf das Geschehen. Während in einer Wachstumsphase Kennzahlen zu Umsatzwachstum, Marktanteil und Kundenbasis im Zentrum stehen, kann sich dies in der Erfolgs- oder Liquiditätskrise drastisch verändern und es geht nun im Wesentlichen um Cash-Generierung und Ergebnisbeiträge.

Mit der Reduktion komplexer Vorgänge und der Geschäftstätigkeit auf einige prägnante Kennzahlen sowie der Darstellung dieser teils als Verhältniszahlen geht immer auch ein Informationsverlust einher.<sup>289</sup> Dem entgegen steht die erzielte Klarheit, Übersichtlichkeit und bessere Steuerbarkeit. Der Erfolg einer

---

<sup>286</sup> Budgets wird im Folgenden als Begriff für Kostenziele, Targets als Begriff für Erlös- und sonstige Ziele verwendet.

<sup>287</sup> Vgl. Gerberich (1996), S. 237.

<sup>288</sup> Vgl. Gleißner (2000), S. 134.

<sup>289</sup> Vgl. Küting (1991a), S. 1325. Küting (1991b), S. 1361.

Informationsverdichtung in Kennzahlen ist allerdings stark abhängig von der Auswahl situativ passender und entscheidungsnützlicher Kennzahlen. Darüber hinaus besteht die Gefahr von Fehlinterpretationen, sofern die Auswertung von Personen erfolgt, denen die zugrundeliegenden Zusammenhänge, die Datenherkunft oder andere Informationen zur Kennzahlenbildung und -inhalt nicht bewusst sind (bspw. Gläubigern); die Übersichtlichkeit und scheinbare Simplität ist gerade zu verlockend vorschnelle und ggf. falsche Entscheidungen zu treffen.<sup>290</sup>

Häufig wird eine Kombination aus finanziellen und nicht-finanziellen Kennzahlen den bestmöglichen Nutzen liefern,<sup>291</sup> denn finanzielle Kennzahlen erklären nur einen Teil der Unternehmenswertentwicklung.<sup>292</sup> Nicht-finanzielle Kennzahlen werden allzu gerne vernachlässigt, da sie nicht einfach als „Nebenprodukt“ aus dem Rechnungswesen gewonnen werden. Neben dem Erhebungsaufwand wird die schwierige Quantifizierung, mangelnde Aussagekraft und geringe Steuerungsrelevanz häufig als Argument gegen die Verwendung nicht finanzieller Kennzahlen genannt.<sup>293</sup> Vielen Unternehmen ist allerdings schlicht nicht bewusst, welche Kennzahlen den Unternehmenserfolg und -wert treiben.<sup>294</sup>

---

<sup>290</sup> Vgl. Küting (1991b) S. 1362.

<sup>291</sup> Vgl. Hillmer (2013) S. 624; auch die Balanced Scorecard als Kennzahlensystem setzt auf die Ergänzung finanzieller Kennzahlen, die alleine zu einer Überbewertung kurzfristiger Finanzziele führen können, um nicht finanzielle Kennzahlen zur Abbildung um z.B. Chancen und Risiken aus den Perspektiven Kunde, Finanzen, Interne Geschäftsprozesse sowie Innovation und Wachstum, vgl. vertiefend Wöhe / Döring / Brösel (2016), S. 211-213. In der Unternehmenskrise sind erhöhte Risiken typisch – diese können im Rahmen des Balanced Scorecard Concepts berücksichtigt werden, vgl. hierzu Burger / Buchhart (2002), S. 598-599.

<sup>292</sup> Vgl. Hawranek / Öppinger (2014), S. 102.

<sup>293</sup> Vgl. Haller / Schnabel / Koch (2014), S. 2544.

<sup>294</sup> Vgl. Haller / Schnabel / Koch (2014), S. 2546.

Die folgende Abbildung gibt einen Überblick über die typischen finanziellen und nicht-finanziellen Kennzahlen.

finanzielle Kennzahlen	nicht-finanzielle Kennzahlen
Vermögenskennzahlen: <ul style="list-style-type: none"> <li>• Anlagendeckung/ Anlageintensität</li> <li>• Eigenkapital(quote)</li> <li>• .....</li> </ul>	Mitarbeiter(zufriedenheit): <ul style="list-style-type: none"> <li>• Fluktuation</li> <li>• Anzahl Mitarbeiter</li> <li>• .....</li> </ul>
Erfolgs- und Rentabilitätskennzahlen: <ul style="list-style-type: none"> <li>• Rohertrag</li> <li>• EBITDA</li> <li>• Return on Investment (ROI)</li> <li>• Eigen-/Gesamtkapitalrentabilität</li> <li>• .....</li> </ul>	Kunden(zufriedenheit/-bindung): <ul style="list-style-type: none"> <li>• Wiederkaufsrate</li> <li>• Anzahl Alt-/Neu-/Empfehlungskunden</li> <li>• .....</li> </ul>
Liquiditäts- und Verschuldungskennzahlen: <ul style="list-style-type: none"> <li>• Working Capital</li> <li>• Liquidität 1./2./3. Grades</li> <li>• Dynamischer Verschuldungsgrad</li> <li>• Schuldentilgungsdauer</li> <li>• .....</li> </ul>	Produkt(zufriedenheit): <ul style="list-style-type: none"> <li>• Reklamationsquote</li> <li>• Testergebnisse</li> <li>• .....</li> </ul>
XXX: <ul style="list-style-type: none"> <li>• .....</li> </ul>	XXX: <ul style="list-style-type: none"> <li>• .....</li> </ul>

**Abb. 19: Typische (nicht) finanzielle Kennzahlen**

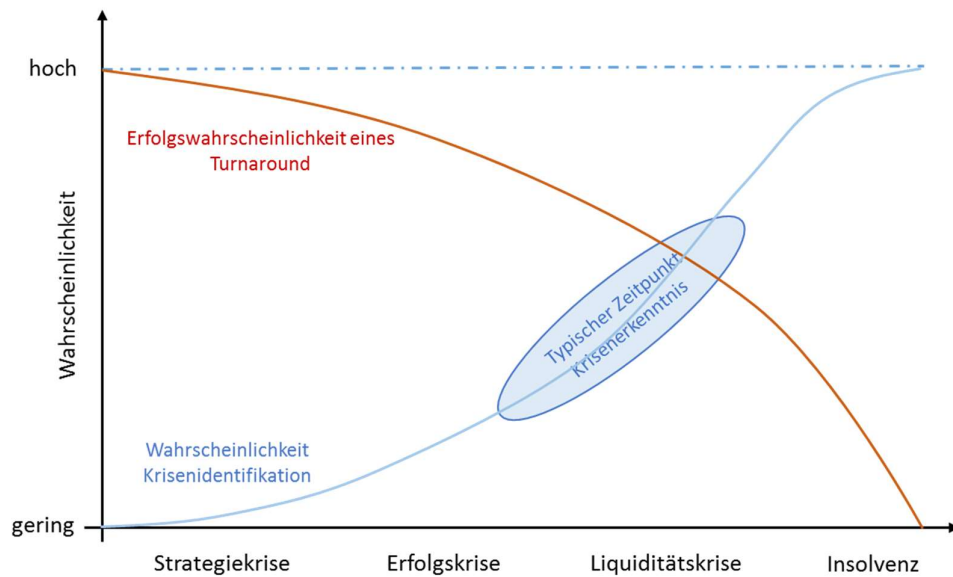
## 6.3 Kennzahlenbasierte Unternehmenssteuerung in der Krise

### 6.3.1 Problembereiche

#### 6.3.1.1 Späte Erkenntnis

Unternehmenskrisen werden häufig erst spät erkannt. Je deutlicher die Krisensymptome (insb. Verluste und Liquiditätsengpässe) zu Tage treten, umso größer ist die Wahrscheinlichkeit, dass die Krise erkannt wird; zu diesem Zeitpunkt ist der unternehmerische Handlungsspielraum allerdings häufig schon stark eingeschränkt und die Erfolgsaussichten für die Sanierung sinken stetig.<sup>295</sup> Damit sind Zeit- und Handlungsdruck beim Krisenmanagement allgegenwärtig.

<sup>295</sup> Vgl. Holzer (2005), S. 311.



**Abb. 20: Zeitpunkt der Krisenerkenntnis**<sup>296</sup>

Ein zu spätes Erkennen der Krise, ein zu langsames Agieren in der Sanierungsphase, eine zu späte Information eines wesentlichen Stakeholders (bspw. Finanzierer oder Eigenkapitalgeber) kann drastische Konsequenzen nach sich ziehen; im Extremfall sogar den Unternehmensfortbestand gefährden. Diese schnelle und situative Steuerung in der Krise benötigt Kennzahlen zur aktuellen und vorausschauenden Darstellung der Unternehmensentwicklung als Entscheidungsgrundlage. Besonders hervorzuheben ist die Erfordernis kürzerer Forecast-Zyklen und häufigere Berichterstattung in der Unternehmenskrise, um den ständigen Veränderungen möglichst „dicht auf den Fersen“ zu bleiben und kurzfristig gegensteuern zu können.<sup>297</sup> Die geforderte Flexibilität bei der häufigeren Datenerhebung und schnelleren Berichtserstellung erfordert oft eine Anpassung der Reporting- und Controlling Prozesse.

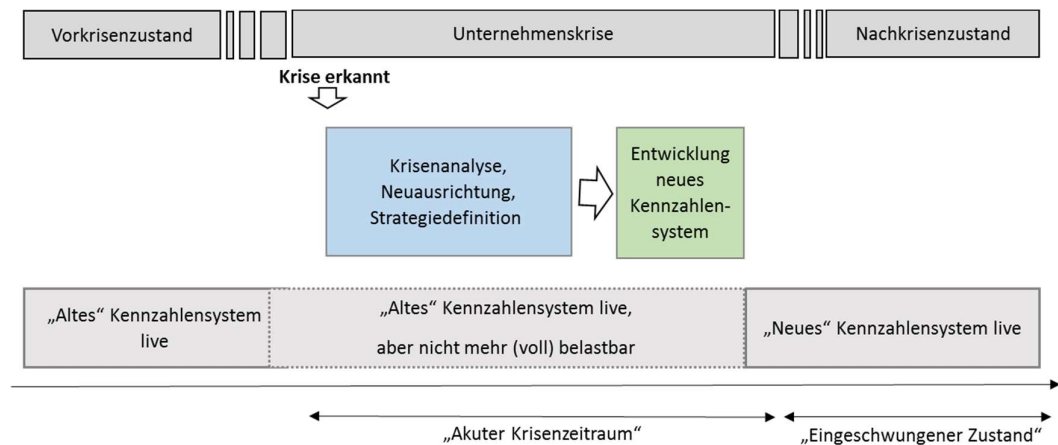
<sup>296</sup> Eigene Abbildung in Anlehnung an Pinkwart / Kolb / Heinemann (2005), S. 151.

<sup>297</sup> Vgl. Hillmer (2013), S. 620.

### 6.3.1.2 Neuausrichtung und Strategiewechsel

Mit der Unternehmenskrise geht regelmäßig ein Strategiewechsel und eine grundlegende Neuausrichtung des Unternehmens einher. Geschäftsmodell, Unternehmensgröße, Geschäftsfelder, Fertigungstiefe und andere wesentliche Unternehmensmerkmale stehen auf dem Prüfstand und unterliegen einem erheblichen Wandel. Im Verlauf der Krise ergeben sich durch die Neuausrichtung und die tiefgreifenden Sanierungsmaßnahmen ständig Veränderungen. Es werden Prozesse optimiert, Personal abgebaut und ausgetauscht, Aufgaben neu verteilt sowie Strukturen verschlankt. Hieraus folgend sind die bisherigen Kennzahlensysteme sowohl von der inhaltlichen Auswahl der Kennzahlen als auch von deren Ziel-Ausprägung regelmäßig nicht mehr passend.

Der Prozess der Strategiefindung und Veränderung zieht sich typischerweise über einen längeren Zeitraum (oftmals einige Monate) hin. Zudem erfordert die akute Krisenphase ohnehin spezielle, situationsadäquate Kennzahlen und Steuerungsinstrumente. Managementwechsel und erheblicher Druck (z.B. von (externen) Stakeholdern) zur Krisenbewältigung verschärfen die Problematik.



**Abb. 21: Wandel der Kennzahlensysteme im Verlauf der Unternehmenskrise**

Eine ständige Validierung und Anpassung von Kennzahlensystemen an veränderte Bedürfnisse und Anforderungen des Unternehmens ist notwendig, da ohne diese Flexibilität keine situationsadäquaten, entscheidungsnützlichen und



steuerungsrelevanten Daten geliefert werden.<sup>298</sup> Dieser permanente Anpassungs- und Verbesserungsprozess betrifft letztlich alle Unternehmen zu jeder Zeit; besonders gravierend sind die notwendigen Anpassungen der Kennzahlen bei drastischen Änderungen der Unternehmensstrategie und -ziele sowie eines veränderten Blickwinkels oder Prioritäten bei der Unternehmensführung. Da in der Unternehmenskrise regelmäßig der Fortbestand des Unternehmens gefährdet ist und Strategie sowie Ausrichtung sich ändern, wird in den seltensten Fällen das alte Kennzahlensystem vor der Krise mit dem neuen Kennzahlensystem nach der Krise übereinstimmen.

---

<sup>298</sup> Vgl. Gerberich (1996), S. 239.

### 6.3.2 Lösungsansätze für situationsadäquate Kennzahlen im akuten Krisenzustand

#### 6.3.2.1 Notwendigkeit und Nutzen eines „Krisen-Reportings“

In der Krise sind die bisherigen Kennzahlen und Berichte meist nicht mehr aussagekräftig und valide neue Kennzahlen noch nicht ausgearbeitet. Jedoch muss gerade während der Neuausrichtung und Strategiediskussion das Unternehmen gesteuert, die akute Krise überwacht sowie bekämpft werden. Zu den typischen Geschäftsleiterpflichten in dieser Situation gehören:

Allgemeine Pflichten	Krisenspezifische Verhaltenspflichten
Buchführungspflichten nach § 238 Abs. 1 Satz 1 HGB,	Verlustanzeigepflicht und Einberufung der Hauptversammlung nach § 92 Abs. 1 AktG,
Pflicht zur Fortführungsprognose bei Abschlusserstellung nach § 252 Abs. 1 Satz 2 HGB, <sup>299</sup>	Insolvenzantragspflicht nach §15a Abs. 1 Satz 1 InsO,
Krisenfrüherkennungs-, -bekämpfungs- sowie Sanierungspflicht nach § 93 Abs. 1 Satz 1 AktG. <sup>300</sup>	Pflicht zur Erstellung einer Fortführungsprognose nach § 19 Abs. 2 Satz 1 InsO, <sup>301</sup>
	bestimmte Zahlungsverbote nach § 92 Abs. 2 AktG. <sup>302</sup>

Einer der unerlässlichen Schritte, um diesen expliziten Pflichten sowie der laufenden Überwachungsverantwortung gerecht zu werden, ist die Implementierung einer der Unternehmenssituation der Krise angemessenen Berichterstattung.<sup>303</sup> Zur Vermeidung

<sup>299</sup> Vgl. IDW PS 270, Rn. 9-12.

<sup>300</sup> Vgl. Ehlers (2015), S. 330-333, 339.

<sup>301</sup> Vertiefend zur Anforderung an die Geschäftsleitung bei Erstellung der Fortführungsprognose vgl. Goette (2016a), S. 1688 Goette (2016b), S. 1761; Fischer (2016), S. 665-670.

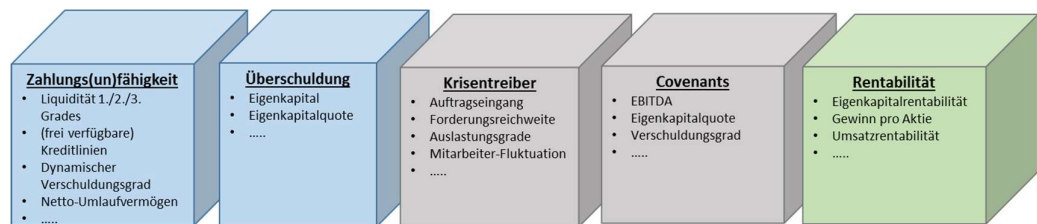
<sup>302</sup> Vgl. vertiefend zu den Geschäftsleiterpflichten Liese (2016), Rn. 30-54, Rn. 108-135; Fleischer (2015), Rn. 1-84; Koch (2016a), Rn. 1-45; Koch (2016b), Rn. 4-35.

<sup>303</sup> Zu den Pflichten des Geschäftsleiters, insb. zur Pflicht bei Insolvenzgefahr die Liquidität und Überschuldung engmaschig zu überprüfen und Rechtsfolgen bei Verstößen siehe vertiefend Theiselmann (2010), S. 197-199, 204.

sowie Früherkennung des Risikos einer Insolvenz, aktivem Covenant-Management<sup>304</sup> und zur Fein-Steuerung der Krisenbekämpfung sollte schnellstmöglich ein „Krisen-Reporting“ aus wenigen wesentlichen und relevanten Kennzahlen aufgesetzt werden.<sup>305</sup>

### 6.3.2.2 Typische Inhalte und Aufbau eines „Krisen-Reportings“

Der Informationsbedarf betrifft primär die Beurteilung der gegenwärtigen und zukünftigen Ertrags- und Finanzlage, insb. der Liquidität, sowie Ausmaß und Stadium der Krise. Hierneben spielt die Einhaltung von Covenants aus Kreditverträgen eine zentrale Rolle. Typische Kennzahlen orientieren sich an den Eröffnungstatbeständen des Insolvenzverfahrens (drohende) Zahlungsunfähigkeit (§§17,18 InsO) und Überschuldung (§19 InsO) sowie den wesentlichen Krisentreibern, vereinbarten Covenants und ggf. Rentabilitätsgrößen des Unternehmens.



**Abb. 22: Typische Inhalte eines „Krisen-Reportings“**

Der Inhalt variiert je nach Krisenursachen, -stadium und -umfang stark.

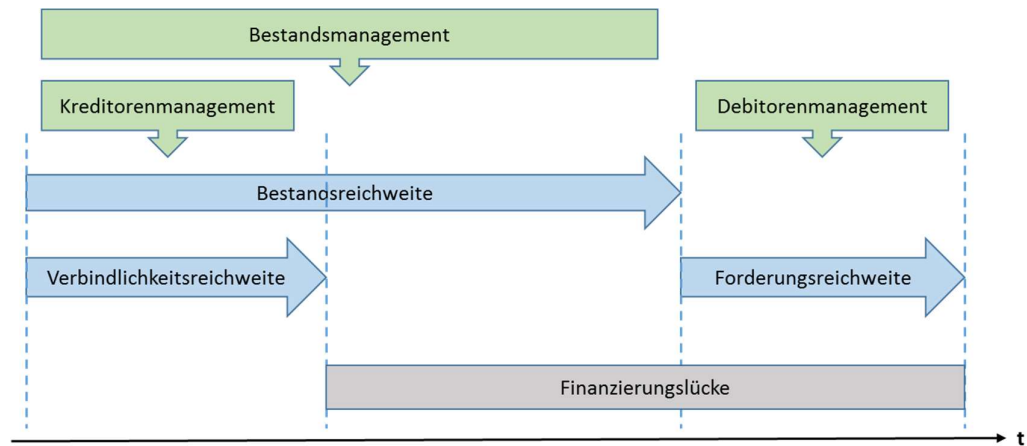
Oft steht die Liquidität im Zentrum der Informations- und Steuerungsbedürfnisse im akuten Krisenzustand. Neben den typischen direkten Kennzahlen wie Cash oder Bankverbindlichkeiten spielt insb. die Entwicklung der Kapitalbindung im Netto-Umlaufvermögen eine zentrale Rolle: entsprechende Kennzahlen sind Bestands-, Verbindlichkeits- sowie Forderungsreichweite, die Entwicklung der absoluten Höhe von Forderungen und Verbindlichkeiten sowie Vorräten.<sup>306</sup> Diese Informationen

<sup>304</sup> Vertiefend zu einem aktiven Covenant-Management, vgl. Zülch / Kretzmann (2013), S. 1978.

<sup>305</sup> Vgl. Theiselmann (2010), S. 197-198.

<sup>306</sup> Vgl. Küting / Rösinger / Mojadr (2010), S. 628; Kußmaul (1999), S. 1580.

dienen zudem der Überwachung von eingeleiteten Sofortmaßnahmen wie Bestandsabbau, Einkaufsstopps oder Straffung des Debitorenmanagements. In der folgenden Abbildung wird die Wirkung der verschiedenen Reichweiten auf die Finanzierungslücke dargestellt und aufgezeigt, an welchen Stellen typische Maßnahmen zur Liquiditätsverbesserung (z.B. Ausnutzung Kreditorenzahlungsziele, strengeres Mahnwesen der Debitoren) greifen.



**Abb. 23: Liquiditätsmanagement und -kennzahlen**<sup>307</sup>

Beschränkt sich die Krise auf einen konkreten Sachverhalt wie z.B. gravierende Qualitätsmängel bei einem Produkt mit der Folge eines entsprechenden Rückrufs, Reklamationen und einem potentiellen Imageschaden, im Stadium Erfolgskrise, sind Umfang und Inhalt deutlich spezifischer. Anders im Fall einer Krise, die auf einem nicht (mehr) funktionierenden Geschäftsmodell mit bereits drastischen Auswirkungen auf Kundenbasis und Umsatzrückgang zurückzuführen ist, wobei das Unternehmen sich bereits in der Liquiditätskrise befindet.

In Bezug auf Covenants sollte ohnehin in jedem Unternehmen ein Berichtswesen existieren, um deren Einhaltung zu überwachen und zu dokumentieren; zudem sollte ein Frühwarnsystem etabliert sein, dass potentielle Brüche frühzeitig aufzeigt, um gegensteuern oder frühzeitig in den Dialog mit dem Finanzierer treten zu können.<sup>308</sup> Gerade in der Krise sind Covenant Brüche oder erhebliche Verschlechterungen häufig

<sup>307</sup> Eigene Darstellung in Anlehnung an Sure (2015), S. 8.

<sup>308</sup> Vgl. Zimmermann / Kilian / Tideman (2015), S. 16.

und eine engmaschige Überwachung ist unerlässlich. Folglich sollten vereinbarte Covenants unabhängig von sonstigen Inhalten immer Bestandteil eines „Krisen-Reportings“ sein.

Als in allgemeiner Weise besonders trennscharf bzgl. Krisendiagnostik und -beobachtung haben sich die folgenden Kennzahlen erwiesen: Eigenkapitalquote, Umsatzrendite, Schuldentilgungsdauer, Umschlaghäufigkeit betriebsnotwendiges Vermögen und Liquidität.<sup>309</sup> Dies begründet sich darin, dass Liquidität, Zahlungsfähigkeit und eine gesunde Eigenkapitalausstattung und Ergebnislage die notwendige Voraussetzung einer laufenden sowie erfolgreichen Geschäftstätigkeit sind und zudem Liquidität in der Krise oftmals dadurch besonders verknappt wird, dass Finanzierer Kreditlinien und Engagements zurückziehen und reduzieren.

Hervorzuheben ist zum einen die Eigenkapitalquote, die bei Unternehmen in der Krise zum einen ein deutlich niedrigeres Niveau um den Wert Null aufweist, als auch typischerweise abnehmend verläuft; während sie bei solventen Unternehmen meist einen konstanten Wert – lt. der zitierten Untersuchung von ca. 15% (im Übrigen sicherlich abhängig von Unternehmensgröße, Branche u.Ä. Faktoren) - aufweist.<sup>310</sup>

Zum anderen sind Liquiditätsregeln, wie die Liquiditäten ersten bis dritten Grades, die aufzeigen ob ausreichend liquide und kurzfristig liquidierbare Vermögenswerte kurzfristig zur Zahlung anstehender Verbindlichkeiten vorhanden sind, zu betonen. Die Liquidität zweiten Grades<sup>311</sup>, auch kurzfristige Liquidität genannt, und die Liquidität dritten Grades<sup>312</sup>, teils mittelfristige Liquidität genannt, sollen mindestens 100% und 200% erreichen, um eine solide Liquiditätssituation zu unterstreichen; entsprechend stellen Finanzierer diese Regeln häufig als Covenants ein.<sup>313</sup>

---

<sup>309</sup> Vgl. Krolak / Morzfeld / Remmen (2009), S. 1420.

<sup>310</sup> Vgl. Günther / Hübl / Niepel (2000), S. 350.

<sup>311</sup> Liquidität 2. Grades = (Liquide Mittel + kurzfristige Forderungen) / kurzfristige Verbindlichkeiten.

<sup>312</sup> Liquidität 3. Grades = (Liquide Mittel + kurzfristige Forderungen + Vorräte) / kurzfristige Verbindlichkeiten.

<sup>313</sup> Vgl. Baetge / Stellbrink (2005), S. 218; Tamari (1966), S. 30.

Zu berücksichtigen ist bei der Nutzung finanzieller Kennzahlen die grundsätzliche Kritik, dass die Kennzahlen durch Bilanzpolitik<sup>314</sup> maßgeblich beeinflusst sein können; hier besteht Konfliktpotential insb. zwischen Informationsnutzen der Unternehmenssteuerung und Zielen der Publizitätspolitik, die Krise nicht offen zu legen oder abzumildern, um die Lage nicht durch ungewünschte Stakeholder Reaktionen zu verschlimmern.<sup>315</sup>

Um dieser Problematik zu entgegnen, sollten Kennzahlen aus dem externen Rechnungswesen um die genannten Effekte adjustiert werden oder direkt Daten des internen Rechnungswesens verwendet werden. Die Ermessensspielräume sind mangels einheitlicher Regelungen und gesetzlicher Vorgaben im internen Rechnungswesen zwar erheblich größer, dafür ist das Interesse publizitätspolitische getriebener Färbungen und Darstellungen deutlich geringer. Folglich sollten klare und stetig anzuwendende unternehmensspezifische Regeln festgelegt werden, um die bestmögliche Information zur Unternehmenssteuerung bereitzustellen. Im Bericht sollte eine klare Definition und Erläuterung der Kennzahlenberechnung, des Kennzahleninhalts und deren Aussage enthalten sein.

### **6.3.2.3 Anforderungen an Umfang und Darstellung der Kennzahlen im „Krisen-Reporting“**

Nur verständliche und übersichtliche Informationen können vom Management schnell sowie umfassend verstanden und angewandt werden; übermäßig komplexe, intransparente und zu umfangreiche Kennzahlen und Informationen verlieren ihre volle Wirkung spätestens in der praktischen Umsetzung.<sup>316</sup> Entsprechend sollten die ausgewählten Kennzahlen gerade im Krisenzustand, der eine sehr hohe Reaktionsgeschwindigkeit fordert und in dem der Geschäftsleitung oft sehr wenig Zeit für Entscheidungen bleibt, eine geringe Anzahl und niedrige Komplexität

---

<sup>314</sup> Bilanzpolitik wird verstanden als geschickte Ausübung von Bilanzierungswahlrechten, Ermessensspielräumen und Sachverhaltsgestaltungen.

<sup>315</sup> Vgl. vertiefend Küting (2005), S. 224-226; Moxter (1975), S. 79-81; Scheffler (1993), S. 1570-1573.

<sup>316</sup> Vgl. Weber (2009b), S. 301.

aufweisen.<sup>317</sup> Ideal sind m.E. Darstellungen von bis zu sechs Kennzahlen, die Obergrenze von zehn sollte nicht überschritten werden.

In der Praxis ist immer häufiger eine Informationsüberlast zu beobachten: Entscheidungsträgern werden aufgrund steigender Komplexität der Sachverhalte, der einfachen Datenverfügbarkeit aus Informationssystemen und engerer Vernetzung sowie Interdisziplinarität immer mehr Informationen zur Verfügung gestellt – mit dem Resultat einer oftmals schlechteren Entscheidungsqualität und im Extremfall einer Entscheidungsunfähigkeit und Lähmung der Unternehmensführung.<sup>318</sup>

In vielen Unternehmen wird ständig nach innovativen Kennzahlen geforscht und permanent neue Werttreiber in den Unternehmensprozessen identifiziert, wodurch die berichtete Kennzahlenmenge und der dahinterstehende Datenerhebungs- und Auswertungsaufwand enorm ansteigt während die Anwendbarkeit und der Nutzen sinken. Das parallele Streben nach knappen, übersichtlichen und nachhaltigen Steuerungsinstrumenten sowie vollständiger und stets innovativer Information ist ein nicht zu lösender Konflikt. Eine steigende Informationslast ausgedrückt in Quantität der Information erhöht zunächst die Entscheidungsqualität. Sobald allerdings eine Informationsüberlast entsteht, kehrt sich der Effekt ins Gegenteil und jede zusätzliche Information verringert die Entscheidungsqualität. Es gilt folglich das Optimum der Informationslast in Bezug auf die Entscheidungsqualität zu finden; dieses ist allerdings situativ und ggf. sogar personenindividuell.

Für den Nutzen eines „Krisen-Reportings“ als Steuerungsinstrument ist neben der Auswahl die Aufbereitung und Darstellung der Daten essentiell. Im Sinne einer hohen Informationsqualität sollten die Informationen vollständig, aktuell, rechtzeitig, konsistent und entscheidungsrelevant sein.<sup>319</sup> Grundsätzlich sollten als Vergleichsbasis Werte der Vorperiode und möglichst auch ein Planverlauf angegeben werden, um die aktuellen Daten einstufen zu können. Sofern es nicht gelingt eine Plangröße im Verlauf abzuleiten, sollte zumindest ein genereller Ziel- oder Grenzwert festgelegt werden (so z.B. für die Verschuldung eine Obergrenze ermittelt aus

---

<sup>317</sup> Vgl. Edmunds / Morris (2000), S. 26.

<sup>318</sup> Vgl. Rötzel (2014), S. 566; Bawden / Robinson (2008), S. 182-183.

<sup>319</sup> Vgl. Pack / Meschede / Ahlers (2014), S. 569.

Kreditlinien abzgl. steuerungsnotwendigem Headroom). Als objektiver Vergleichsmaßstab sind Betriebsvergleiche und eine Einordnung in eine Peer Group oder Branche sinnvoll,<sup>320</sup> oftmals werden diese Daten allerdings weder öffentlich zugänglich noch hinreichend aktuell vorliegen.

Auch ein Verlauf der Kennzahlen mit Vergleichsdaten ist zur Erkennung sowie Überwachung von Trends und Saisonalität (z.B. starke Bevorratung für Weihnachtsgeschäft im dritten Quartal) abzubilden. Die Daten sollten eine Prognose ermöglichen: Eine Verschlechterung des Krisenzustands oder auch eine nachhaltige Erholung müssen frühzeitig erkannt werden. Der abgebildete Zeitraum und -intervall kann von Kennzahl zu Kennzahl durchaus abweichen: Während bei Vertriebs- und Liquiditätskennzahlen wöchentliche oder tägliche Kennzahlen oft sinnvoll sind, kann für Mitarbeiterfluktuation oder Ergebnis (z.B. aufgrund monatlicher Erfassung von Abschlussbuchungen) eine Monatsdarstellung auf rollierender 12-Monatsbasis sinnvoller sein.

Eine visuelle Darstellung in Diagrammen und Kurven ist zudem leichter und schneller verständlich sowie einprägsamer als reine Zahlenkolonnen; ebenso sind standardisierte Berichte leichter verständlich, da der Adressat sich nicht neu „orientieren“ muss.<sup>321</sup>

Neben der Auswahl und Anwendung der richtigen Instrumente zur Unternehmenssteuerung ist entscheidend, dass diese im täglichen Handeln ausreichend Priorität haben und konsequent zur Anwendung kommen.<sup>322</sup> Zudem ist der „Faktor Mensch“ im Blick zu behalten: Hohe Arbeitsbelastung, Zeitdruck, Stress und hohe Aufgabenkomplexität sind typisch für Top-Entscheider und stellen eine Ursache von Fehlerquellen dar, gerade im Zusammenhang mit mangelhaften Informationen, die z.B. zu komplex, intransparent oder zu vielzählig sind.<sup>323</sup> Ein wesentlicher Beitrag zur Berichterstattung und Nutzung der bestmöglichen

---

<sup>320</sup> Vgl. Küting / Weber (2015), S. 76.

<sup>321</sup> Vgl. Rötzel (2014) S. 567; Vgl. Edmunds / Morris (2000), S. 25-26.

<sup>322</sup> Vgl. Weber (2009b), S. 299.

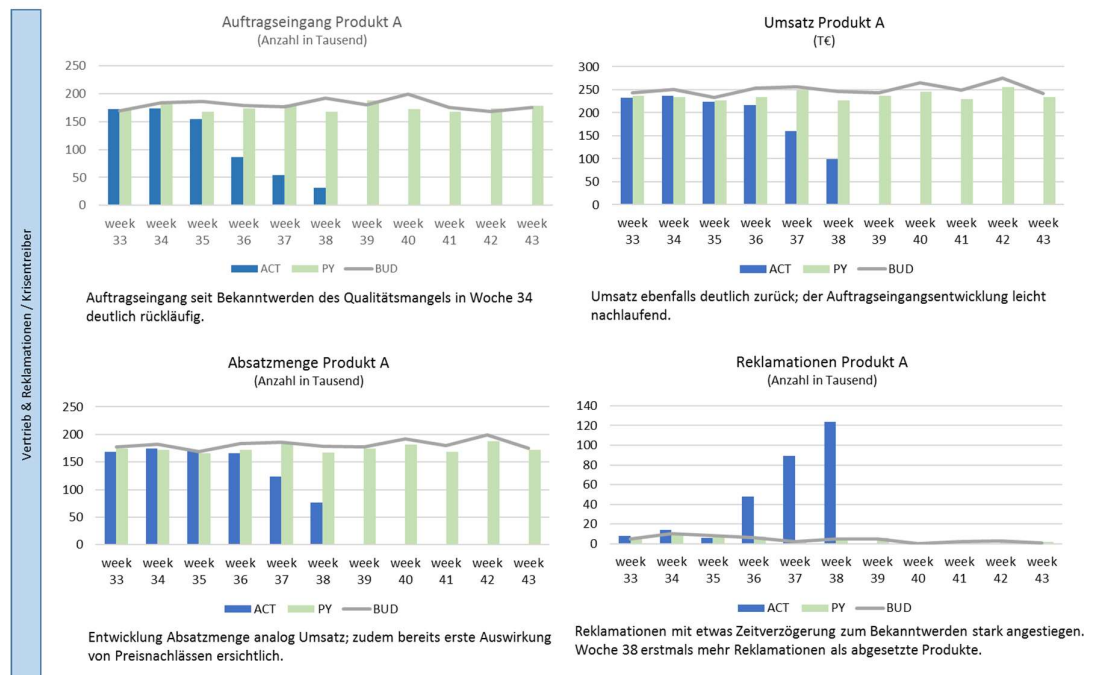
<sup>323</sup> Vgl. Pack / Meschede / Ahlers (2014), S. 571; Bawden / Robinson (2008), S. 191.



Information ist die Einhaltung der oben genannten Kernregeln zu Umfang, Aufbereitung und Abbildung.

### 6.3.2.4 Beispiele eines „Krisen-Reportings“

Im Folgenden werden für die beiden bereits angeführten Krisensituationen fokussierte Beispiel-Reportings dargestellt.



**Abb. 24:** „Krisen-Reporting“ bei Qualitätsmangel und Rückruf

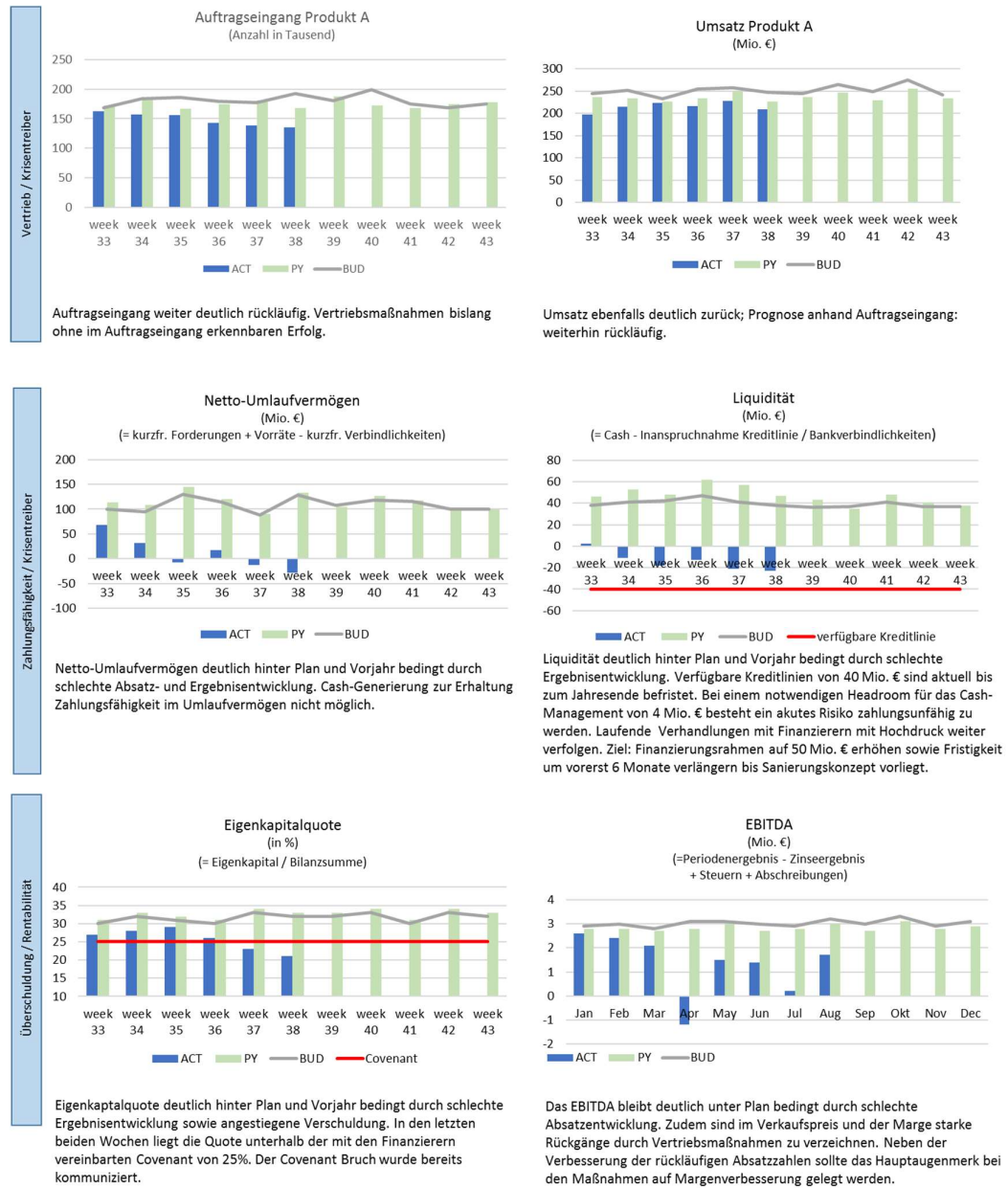


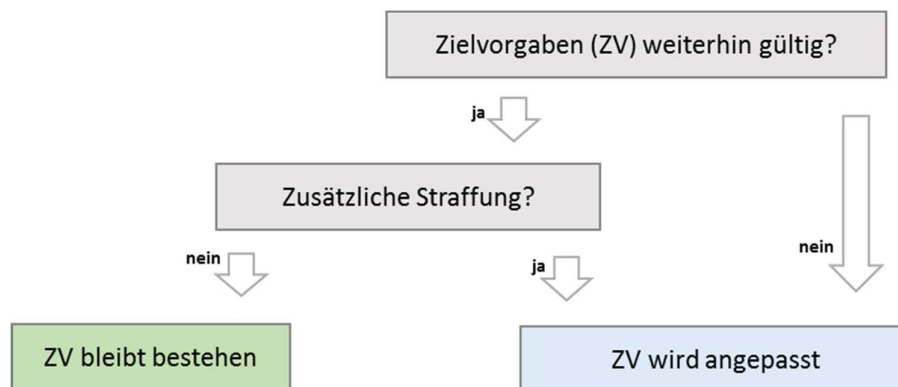
Abb. 25: „Krisen-Reporting“ bei nicht wettbewerbsfähigem Geschäftsmodell

### 6.3.3 Lösungsansätze für den Umgang mit den bestehenden „alten“ Kennzahlensystemen

#### 6.3.3.1 Zielvorgaben als Steuerungsinstrument

Den Verantwortlichen der Unternehmensbereiche werden zu Beginn des Geschäftsjahres Zielvorgaben vorgegeben, nach denen im Jahresverlauf gesteuert wird. In der Krise ergibt sich die Problematik, dass zumindest viele dieser Vorgaben nicht mehr länger sinnvoll oder erreichbar erscheinen. Um auch im Krisenverlauf eine Steuerung zu ermöglichen müssen im Rahmen eines Forecast-Prozesses die ursprünglichen Kennzahlen sowie deren Ausprägung überprüft, validiert und soweit notwendig revidiert werden.

Zunächst ist zu unterscheiden zwischen Zielvorgaben, die weiterhin Gültigkeit besitzen und erreicht werden können und denjenigen, die angepasst werden müssen. Im zweiten Schritt ist zu überdenken, ob nicht erreichbare Vorgaben nochmals gestrafft werden müssen. Aufgrund der in der Krise oftmals angespannten Ertrags- und Liquiditätssituation werden unter den Stichworten „cost cutting“ und „cash generating“ regelmäßig Restriktionen, bspw. für Mitarbeiter Einstellungen oder Dienstreisen verhängt, sowie die entsprechenden Zielvorgaben angepasst.



**Abb. 26: Überarbeitung von Zielvorgaben**

Aufgrund der hohen Veränderungsgeschwindigkeiten in der Unternehmenskrise sind Forecast-Zyklen kurz zu halten und die Zielvorgaben permanent zu überwachen. Während im normalen Geschäftsverlauf ein Forecast regelmäßig alle drei Monate durchgeführt wird, ist im Krisenumfeld monatlich oftmals sinnvoller.

### 6.3.3.2 Problematik bestehender Vereinbarungen und der Management Entlohnung

Nahezu alle befragten Aufsichtsräte aus Deutschland gaben bei einer aktuellen Umfrage an, dass das Management abhängig von der geschäftlichen Performance (inkl. Finanzlage) – also auf Basis von Finanzkennzahlen – vergütet wird; Führungskompetenz, Förderung der Geschäftsstrategie und Nachhaltigkeit beeinflussen etwa in jedem zweiten Fall zusätzlich die Management-Entlohnung.<sup>324</sup> Bei der Entlohnung des Managements anhand von Zielvorgaben, die in konkreten Finanzkennzahlen ausgedrückt werden, ergeben sich in der Unternehmenskrise und Sanierungsphase häufig die folgenden Problemfelder:

- Nicht länger valide alte Zielvorgaben,
- unterjährig (mehrfache) Zielvorgabenänderung,
- veränderte Anreizkompatibilität (z.B. Aufklärung vor Ergebnisziel),
- Festlegung von Zielvorgaben und Kennzahlen für neues Management,
- Anreizkompatible Steuerung des Interim Managements.

Diese für eine Unternehmenskrise typischen Problembereiche kommen auch – allerdings seltener - in anderen Situationen vor, so z.B. in einer Start-Up Phase, die ebenfalls durch hohe Unsicherheit in der Unternehmensentwicklung und vielzählige Entwicklungsoptionen gekennzeichnet ist.

Nachfolgend werden Lösungsansätze und Verhaltensnormen für die Management-Steuerung mit Kennzahlen in der Krise dargestellt:

- ✓ Berücksichtigung von verschiedenen Stakeholder Interessen im Kennzahlensystem:

Einseitige Ausrichtung am Shareholder Value und den Interessen der Investoren durch mangelhafte Ausgestaltung des Kennzahlensystems kann zur Vernachlässigung der Interessen anderer Stakeholder führen und damit dysfunktionales Verhalten verursachen sowie fördern, welches die Krise

---

<sup>324</sup> Vgl. Kompenhans / Schenk / Buhleier (2016), S. 38.

auslöst oder verstärkt.<sup>325</sup> Gerade in der Krisensituation ist die Unternehmenszukunft stark abhängig von verschiedenen Stakeholdern, z.B. Finanzierer und Mitarbeiter, und deren Reaktionen. Entsprechend gewichtig sollten auch deren Interessen und das Stakeholder-Management bei der Entlohnung des Managements im Fokus stehen.

✓ Flexible Vertragsgestaltung in wirtschaftlich turbulenten Zeiten:

Der Aufsichtsrat sowie der Vorstand müssen beim Abschluss von Entlohnungsvereinbarungen mit dem Management antizipieren, dass häufige und auch gravierende Änderungen im Krisenumfeld (ähnlich auch hier der Situation des Start-Ups oder eines sehr ambitionierten Wachstumskurses) vorkommen. Die Verträge sollten folglich eine Anpassung der Kennzahlen zulassen. Zudem kann mit Bandbreiten gearbeitet werden. Neben der Festlegung von reinen Finanzkennzahlen können auch explizite Restrukturierungsziele und -maßnahmen als Ziele vereinbart werden. Die Fristigkeit von Zielvereinbarungen sollte im Krisenfall eher kurzgehalten werden, um die jeweils aktuellsten Erkenntnisse einbringen zu können. Mehrjahresverträge zur konkreten Ziel-Ausgestaltung sind entsprechend in der Krise nicht sinnvoll.

✓ Langfristige Beteiligung am Unternehmen als Incentivierung und zur Performance Messung für Interim Manager und den Chief Restructuring Officer (CRO):

Im Rahmen einer möglichst anreizkompatiblen Vergütung ist es herausfordernd Interim Manager und nur kurzzeitig oder in einem sehr begrenzten Aufgabenfeld tätige Top Manager zu entlohnen. Es besteht die Gefahr, dass diese nicht im langfristigen Interesse des Unternehmens bzw. des Unternehmenswerts und damit der Aktionäre agieren, sondern an kurzfristigen Kennzahlen und Erfolgen interessiert sind, die sich nicht nachhaltig im Unternehmenserfolg widerspiegeln. Übliche Konzepte werden in der

---

<sup>325</sup> Vgl. Weißenberger / Göbel / Kleine (2011), S. 5.

Krisensituation allerdings regelmäßig versagen, da die Problematik der Prämiendefinition bei außerordentlichen und nicht vorhersehbaren Einflüssen der Krise immanent ist.<sup>326</sup> Der einzige von der Mehrheit in einer Studie getragene und auch hier als zielführend eingestufte Lösungsansatz zur erfolgsabhängigen Vergütung des CRO ist die Beteiligung am Unternehmen nach dessen Einsatz.<sup>327</sup> Damit wird die längerfristige und nachhaltige Sichtweise des Interim Managers gestärkt. Es verbleibt allerdings die Schwierigkeit, dass sich auch Wertänderungen auswirken, die auf das neue Management zurückzuführen sind. Dennoch ist eine solche Beteiligung am Unternehmen(swert) in X Jahren eine sinnvolle Incentivierungskomponente, hierneben sollten allerdings klare Ziele während des Interim-Einsatzes definiert werden. Auch bei deren Festlegung ist stets auf einen ausreichend langfristigen sowie nachhaltigen Charakter zu achten. So sollte z.B. die Messung eines Personalabbaus nicht anhand der Plankostenersparnis oder der Anzahl der Reduktion der FTE's, sondern anhand der tatsächlichen Personalkosten die zur Wahrung der Aufgaben in ein bis zwei Jahren benötigt werden, bemessen werden. Somit wird sichergestellt, dass neben der reinen Personalreduktion auch Prozessanpassungen stattfinden und der Abbau nicht schlicht des Abbaus wegen betrieben wird und kurz nach den Maßnahmen wieder Personal aufgebaut wird.

---

<sup>326</sup> Vgl. Laux (2006), S. 511-513.

<sup>327</sup> Vgl. Andersch / Fassbender / Krüger (2007), S. 8-9.

## 6.4 Fazit

In der Unternehmenskrise ist regelmäßig das bisherige Kennzahlensystem aufgrund von Strategieänderungen nicht mehr aussagekräftig und muss an das geplante Nachkrisenunternehmen angepasst, teils komplett erneuert werden. Parallel zur Entwicklung des neuen Kennzahlensystems werden allerdings Steuerungsinstrumente für den Krisenzeitraum und Regeln für den Umgang mit dem alten Kennzahlensystem benötigt.

Die akute Krisenphase ist durch Zeit- und Handlungsdruck, hohe Risiken und Unsicherheiten, Managementfluktuation und gestiegene Sorgfalts- und Überwachungspflichten der Geschäftsleitung gekennzeichnet: Eine Informationsüberlastung der Entscheidungsträger kann die Entscheidungsqualität negativ beeinflussen. Eine zu starke Komprimierung komplexer Sachverhalte wiederum kann zu Informationsverlust und Fehlinterpretationen führen. Zusammenfassend sind an ein situatives „Krisen-Reporting“ und Kennzahlensystem die folgenden Anforderungen zu stellen:

- *krisen- und unternehmensindividueller Inhalt* (als Orientierungspunkte dienen Zahlungs(un)fähigkeit und Überschuldung, vereinbarte Covenants, Krisentreiber und Rentabilitätsgrößen),
- *klare und stetige Ermittlungsregeln sowie Definitionen* (Bereinigung von Daten des externen Rechnungswesens um bilanzpolitische Maßnahmen oder Verwendung von Daten aus dem internen Rechnungswesen),
- *geringe Anzahl an Kennzahlen* (möglichst max. 10) und *niedrige Komplexität*,
- *Standardisierung* zur Erhöhung der Leserfreundlichkeit,
- *Darstellung des Verlaufs* der ausgewählten Kennzahlen inkl. Vergleichswerten zur Erkennung von Trends und Abbildung von Saisonalität,
- *Übersichtliche* und möglichst *graphische Aufbereitung*,
- *prägnante Erläuterung* von Inhalt und Entwicklung,
- *kurze Berichtszyklen* (täglich, wöchentlich, spätestens monatlich; individuell variierend pro Kennzahl).

Beim Umgang mit dem alten Kennzahlensystem und daraus resultierenden Zielvorgaben ist zu bedenken, dass diese permanent überwacht und in kurzen Forecastzyklen angepasst werden sollen. Neben nicht länger validen oder erzielbaren Zielvorgaben erfolgt auch eine Anpassung und zusätzliche Straffung von Erzielbarem (z.B. aufgrund von notwendigen Maßnahmen zum „*cost cutting*“ oder „*cash generating*“).

In Bezug auf die Managemententlohnung ergeben sich als Kernprobleme die veränderte Zielsetzung gegenüber dem Normalzustand, nicht länger valide und sich häufig ändernde Zielvorgaben sowie Managementwechsel und Einsatz von Interim Managern. In der Krise wird empfohlen bei der Management-Incentivierung explizit die Interessen verschiedener Stakeholder einzubeziehen, die Vertragsgestaltung möglichst flexibel zu halten und eine längerfristige Beteiligung am Unternehmen(swert) nach der Krisenphase zu erwägen.



## 7. Zusammenfassung der Ergebnisse und Ausblick

Aufbauend auf einer Analyse zur wachsenden Bedeutung und Komplexität von Unternehmenskrisen in Deutschland werden in Kapitel eins besonders bedeutsame Themenfelder der Unternehmenssteuerung in der Krise identifiziert: Die Bewertung des Krisenunternehmens, die Neuordnung der Corporate Governance sowie die Kennzahlenbasierte Unternehmenssteuerung in der Krise.

Die Unternehmensbewertung in der Krise birgt aufgrund der erhöhten Unsicherheit der künftigen Unternehmensentwicklung, der Wirksamkeit von Sanierungskonzepten und der Stakeholder Reaktionen erhebliche Herausforderungen. Das Hauptaugenmerk ist auf die angemessene Schätzung der künftigen Erträge und Cashflows zu legen, welche grundsätzlich anhand einer Erwartungswertbildung der wesentlichen Szenarien zu erfolgen hat. Darüber hinaus sind die folgenden typischen Annahmen und Vorgehensweisen kritisch zu würdigen und ggf. zu verwerfen: konstanter  $\beta$ -Faktor, Ermittlung des  $\beta$  anhand historischer Daten, Konzept der ewigen Rente sowie gleichbleibende Wachstumsrate. Weiterer Forschungsbedarf im Bereich Unternehmensbewertung in der Krise besteht insbesondere beim Vergleich des Krisenfalls mit Start-Up Unternehmen aufgrund der sehr ähnlichen Risikoprofile, der belastbaren Bestimmung des  $\beta$  anhand einer peer-group in Krisensituationen und der Erforschung denkbarer alternativer Zinsfußermittlung und Bewertungsverfahren, sofern die Anforderungen des CAPM im Einzelfall nicht erfüllt werden können.

Zum zweiten Themenfeld Corporate Governance werden in Kapitel drei die Verschiebungen der Interessen, Ziele und Machtverhältnisse bei den Stakeholdern des Unternehmens in der Krise aufgezeigt. Hierdurch ergeben sich neue Konstellationen und Rollenverteilungen innerhalb der einzelnen Stakeholder-Gruppen, aber auch zwischen ihnen, mit dem Ergebnis teils drastischer Auswirkungen auf die Unternehmensführung. So gewinnen oftmals Finanzierer deutlich an Einfluss und Mitspracherecht und greifen auf verschiedenste Arten in die Unternehmensführung ein. Der Gedanke der Shareholder-Value-Maximierung weicht in der Unternehmenskrise häufig einer Risikominimierungsstrategie einzelner Stakeholder. Weiterer Forschungsbedarf besteht im Bereich Corporate Governance in der Unternehmenskrise fortlaufend in der Überprüfung, Aktualisierung und Erweiterung

der Forschungsergebnisse anhand laufender Gesetzesänderungen und neuer Rechtsprechung. Darüber hinaus ist ein umfassendes, angrenzendes Forschungsfeld der Vergleich der Untersuchungen und Ergebnisse des deutschen Rechtsraums mit anderen Rechtsräumen, die z.B. durch one-tier Unternehmensführungen sowie andere insolvenz- und gesellschaftsrechtliche Rahmenbedingungen geprägt sind oder kulturell andere Gepflogenheiten im Finanzierer Sektor oder bei anderen Stakeholdern aufweisen. Vergleiche und Analysen sind trotz der genannten Unterschiede sinnvoll, um Lösungsansätze zu identifizieren und sofern möglich zu übertragen oder zu modifizieren. Zudem werden die Unterschiede zukünftig z.B. innerhalb der EU durch Harmonisierungsversuche tendenziell abnehmen. Darüber hinaus sollten die besonderen Rollen der krisentypischen Stakeholder Sanierungsberater und Interim Manager eingehender untersucht und insbesondere der langfristige und nachhaltige Nutzen deren Einsatzes für das Unternehmen und den Shareholder Value empirisch erforscht werden.

Aufbauend auf der Analyse der Stakeholder-Rollen und der hier dominanten Veränderung der Bedeutung und Einflussnahme der Finanzierer sind im Folgenden Kapitel vier die Eingriffe dieser in die Unternehmenssteuerung sowie deren Auswirkung beleuchtet. Geraten Unternehmen in Schieflage, nehmen Finanzierer aktiver am Unternehmensgeschehen teil und greifen oftmals in erheblichem Umfang in die Steuerung ein. In der Krise hängt die Unternehmenszukunft deshalb in vielen Fällen von den Einschätzungen und Entscheidungen der Finanzierer ab. Hierdurch können Situationen entstehen, in denen zugunsten der Risikominimierung der Finanzierer unternehmerisch sinnvolle und im Sinne einer Shareholder-Value-Maximierung vorteilhafte Entscheidungen nicht getroffen werden.

Betreffend den Aufsichtsrat als bedeutsamen Stakeholder, dessen Aufgabe sich durch die Krise deutlich ändert wird in Kapitel fünf konkret die Überwachungsaufgabe des Aufsichtsrats mit ihren besonderen Herausforderungen aufgezeigt und Lösungsansätze zur Organisationsveränderung und deren Umsetzung gegeben. Die Frage auf welche Weise der Aufsichtsrat hierbei die üblichen Werkzeuge und Methoden zur Erfüllung seiner Überwachungsaufgabe in der Unternehmenskrise zielführend einsetzen kann, wird wie folgt beantwortet: In der Praxis bereits weit verbreitet sind Erweiterungen der Berichterstattung, die Erhöhung der Tagungsfrequenz, die Einholung von

Expertenrat sowie die Anpassung der Geschäftsordnung. Zu empfehlen sind darüber hinaus die Bildung eines Restrukturierungsausschusses, die Benennung eines Restrukturierungsexperten, eine eingehende Würdigung der Sanierungsberichterstattung und eine ausgewogene Kombination aus zustimmungs- und berichtspflichtigen Geschäften. Die Entsendung eines Aufsichtsratsmitglieds in den Vorstand ist abzulehnen (Wahrung der Funktionstrennung).

In Kapitel sechs wird ein konkretes „Krisen-Reporting“ erarbeitet, um eine kennzahlenbasierte Steuerung auch in der Krise zu ermöglichen. An ein solches fokussiertes „Krisen-Reporting“, welches eine situationsadäquate Steuerung unter Vermeidung einer Informationsüberlast der Adressaten in der akuten Krisenphase ermöglicht, sind besondere Anforderungen zu stellen: Individueller Inhalt, wenige wesentliche Kennzahlen, knappe Erläuterungen sowie Darstellung von Verläufen und Vergleichsdaten. Bei der Managemententlohnung mit Kennzahlen in der Krise ist auf die Berücksichtigung verschiedener Stakeholder-Interessen sowie flexible Vertragsgestaltung zu achten und eine Beteiligung am Unternehmen(swert) nach der Krise zu erwägen. Bei alternativen Leistungskennzahlen werden kapitalmarktorientierte Unternehmen zukünftig durch die Leitlinien der europäischen Finanzmarktaufsichtsbehörde (ESMA) zumindest hinsichtlich der externen Kommunikation (z.B. in Ad-hoc-Mitteilungen und Prospekten) eingeschränkt sein. Die Leitlinie betrifft insbesondere die Bereinigung um Sonder- und Einmaleffekte, die Konsistenz und Stetigkeit der verwendeten Kennzahlen sowie die Angabe von Vergleichswerten.<sup>328</sup> In der Unternehmenskrise kann hierdurch die Kommunikation, aber auch die Kennzahlenermittlung und -auswahl erheblich beeinflusst werden. Eine Ausstrahlungswirkung auch auf nicht kapitalmarktorientierte Unternehmen und intern verwendete Kennzahlen ist mittel- bis langfristig zu erwarten. Im Themengebiet kennzahlenbasierte Unternehmenssteuerung in der Krise besteht grundlegender Bedarf in der Anwendungsforschung und Empirie.

Zu beachten ist im Allgemeinen die besondere Schwierigkeit den Krisenfall empirisch zu untersuchen. Zum einen werden Krisen teils erst sehr spät und zu fortgeschrittenem Stadium erkannt, soweit diese überhaupt öffentlich bekannt werden. Hierdurch können

---

<sup>328</sup> Vgl. Böckem (2016), S. 2-3.

repräsentative Daten meist nur ex post erhoben werden. Eine direkte Datenermittlung am aktuellen Krisenfall wird ein Ausnahmefall sein. Zum anderen handelt es sich aus Unternehmenssicht um streng vertrauliche Informationen und gerade in Zeiten einer Krise wird der Fokus auf Zukunftssicherung liegen und die Mitarbeit bzw. Freigiebigkeit der Unternehmen Anwendungsforschung und eine ex-ante Begleitung sowie Datenerhebung zu unterstützen, sind deutlich geringer als im Normalzustand zu erwarten. Eine repräsentative Untersuchung der Krisenlandschaft mit den verschiedenen Stadien Strategie-, Erfolgs-, Liquiditätskrise und Insolvenz wird ebenfalls schwer darstellbar sein; es ist eine starke Konzentration hinsichtlich der Endstadien und insbesondere Insolvenzfällen zu erwarten, da zumindest diese aufgrund von Publizitätspflichten öffentlich bekannt sind.

Zukünftige Herausforderungen für Wissenschaft und Praxis sind neben diesen gerade im Bereich Anwendungsforschung bestehenden Limitationen die stetig ansteigende Komplexität der Krisensituationen und Unsicherheit hinsichtlich zukünftiger Entwicklungen, deren Ursachen wie fortschreitender technologischer Wandel, geopolitische Ereignisse und soziale Veränderungen in Abschnitt 1.1 eingehend erläutert sind. Diese Herausforderungen unterstreichen allerdings letztlich die Relevanz des Themas.

**V. Literaturverzeichnis**

*Andersch, Tammo / Fassbender, Pantaleon / Krüger, Wilfried (2007):* CRO – Quo vadis? Der „Chief Restructuring Officer“ (CRO) im deutschen Restrukturierungsmarkt. Eine empirische Untersuchung, hrsg. v. KPMG, [http://www.org-portal.org/fileadmin/media/legacy/studie\\_-\\_cro\\_quo\\_vadis.pdf](http://www.org-portal.org/fileadmin/media/legacy/studie_-_cro_quo_vadis.pdf), abgerufen am: 22.11.2016, S. 1-25.

*Baetge, Jörg (2002):* Die Früherkennung von Unternehmenskrisen anhand von Abschlusskennzahlen, in: DB, Heft 44 (55) 2002, S. 2281-2287.

*Baetge, Jörg / Stellbrink, Jörn (2005):* Früherkennung von Unternehmenskrisen, in: ZfC, Heft 4-5 (17) 2005, S. 213 – 222.

*Ballwieser, Wolfgang (1990):* Unternehmensbewertung und Komplexitätsreduktion, 3. Aufl., Wiesbaden, 1990.

*Ballwieser, Wolfgang (1998):* Unternehmensbewertung mit Discounted Cash Flow-Verfahren, in: WPg, Heft 3 (51) 1998, S. 81-92.

*Ballwieser, Wolfgang (2015):* Verbindungen von Ertragswert- und Discounted-Cashflow-Verfahren, in: Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, hrsg. v. Peemöller, Volker H., 6. Aufl., Nürnberg, 2015, 480-490.

*Ballwieser, Wolfgang / Friedrich, Tobias (2015):* Peers, Marktisikoprämie und Insolvenzrisiko: Einige Anmerkungen zu drei Problemen der Unternehmensbewertung, in: CF, Heft 12 (6) 2015, S. 449-457.

*Ballwieser, Wolfgang / Hachmeister, Dirk (2013):* Unternehmensbewertung – Prozess, Methoden und Probleme, 4. Aufl., Stuttgart, 2013.

- Bankenverband (2014):* Allgemeine Geschäftsbedingungen - Grundregeln für die Beziehung zwischen Kunde und Bank, hrsg. v. Bankenverband, [https://bankenverband.de/media/file/AGB-Banken\\_40.000\\_Fassung\\_07\\_14.pdf](https://bankenverband.de/media/file/AGB-Banken_40.000_Fassung_07_14.pdf), abgerufen am: 22.11.2016, S. 1-4.
- Barthel, Alexander / Böhne, Alexandra / Metzler, Arno / von der Hage, Albrecht (2010):* Kreditverträge, hrsg. v. Bankenverband, <https://bankenverband.de/publikationen/kreditvertraege/>, abgerufen am: 22.11.2016, S. 1-31.
- Bawden, David / Robinson, Lyn (2008):* The dark side of information: overload, anxiety and other paradoxes and pathologies, in: Journal of Information Science, volume 2 (35) 2008, S. 180-191.
- Beck, Matthias (2009):* Sanierung und Krisenstadium, in: WPg, Heft 5 (62) 2009, S. 264-272.
- Behringer, Stefan (1999):* Unsicherheit und Unternehmensbewertung, in: DStR, Heft 17 (37) 1999, S. 731-736.
- Beumer, Jochen (2014):* Studie zur Bewertungspraxis bei aktienrechtlichen Gutachten 2010-2013, <http://www.i-advise.de/de/wp-content/uploads/2014/01/Studie-aktienrechtliche-Bewertung.pdf>, abgerufen am: 22.11.2016, S. 1-25.
- Böckem, Hanne (2016):* Accounting-News - Aktuelles zur Rechnungslegung nach HGB und IFRS, hrsg. v. KPMG, Heft Juli/August 2016, <https://home.kpmg.com/de/de/home/themen/2016/07/accounting-news-juli-august-2016.html>, abgerufen am: 22.11.2016, S. 1-16.
- Bössow, Oliver (2012):* Kundenzufriedenheit in der Krise? Eine kritische Reflexion des Status Quo, in: planung & analyse – Zeitschrift für Marktforschung und Marketing, Heft 2 (39) 2012, S. 53-67.

- Born, Karl (2003):* Unternehmensanalyse und Unternehmensbewertung, 2. Aufl., Stuttgart, 2003.
- Bower, Joseph L. / Christensen, Clayton M. (1995):* Disruptive Technologies. Catching the Wave, in: Harvard Business Review, volume 69 (73) 1995, S. 19-45.
- Brüinkmans, Christian (2012):* Die Strukturierung von Sanierungsfinanzierungen in Unternehmenskrise und Insolvenz, in: CFL, Heft 08 (03) 2012, S. 375-384.
- Buck-Heeb, Petra (2016):* Die Plausibilitätsprüfung bei Vorliegen eines Rechtsrats – zur Enthftung von Vorstand, Geschäftsführer und Aufsichtsrat, in: BB, Heft 23 (71) 2016, S. 1347-1355.
- Buffet, Warren (1999):* Homespun Wisdom from the 'Oracle of Omaha', Cover Story of Businessweek (magazine July 5 1999, [http://www.businessweek.com/1999/99\\_27/b3636006.htm](http://www.businessweek.com/1999/99_27/b3636006.htm), abgerufen am: 22.11.2016.
- Buffet, Warren (2008):* Berkshire Hathaway – Chairman's Letter to the shareholders, <http://www.berkshirehathaway.com/letters/2008ltr.pdf>, abgerufen am: 22.11.2016, S. 1-22.
- Buhleier, Claus / Krowas, Nina (2010):* Persönliche Pflicht zur Prüfung des Jahresabschlusses durch den Aufsichtsrat, in: DB, Heft 21 (63) 2010, S. 1165-1170.
- Burger, Anton / Buchhart, Anton (2002):* Zur Berücksichtigung von Risiko in der strategischen Unternehmensführung, in: DB, Heft 12 (55) 2002, S. 593-599.
- Buth, Andrea K. / Hermanns, Michael (2010):* Anforderungen an die Erstellung von Sanierungskonzepten nach dem neuen IDW S 6, in: DStR, Heft 6 (48) 2010, S. 288-292.

*Castedello, Marc (2012):* Die Unternehmensbewertung, in: WP Handbuch, Band II, hrsg. v. IDW, 14. Aufl., Düsseldorf, 2014, S. 1-214.

*Dausen, Florian / Bruder, Frank (2010):* Distressed M&A – Unternehmenskauf in der Krise und Insolvenz, in: CFL, Heft 04 (01) 2010, S. 234-237.

*Döring, Claus (2016):* Anleger fragen – Aufsichtsräte antworten, in: Börsenzeitung v. 06.07.2016, S. 9.

*Dörner, Dietrich / Oser, Peter (1995):* Erfüllen Aufsichtsrat und Abschlussprüfer ihre Aufgaben?, in: DB, Heft 22 (48) 1995, S. 1085-1093.

*Drukarczyk, Jochen / Schüler, Andreas (2016):* Unternehmensbewertung, 7. Aufl., München, 2016.

*Edmunds, Angela / Morris, Anne (2000):* The problem of information overload in business organisations: a review of the literature, in: International Journal of Information Management, volume 1 (20) 2000, S. 17-28.

*Ehlers, Harald (2015):* Haftungsrisiken für Mitarbeiter im Rechnungswesen - Pflichten zur Vermeidung von Unternehmenskrisen, in: BBK, Heft 7 (62) 2015, S. 330-339.

*Ellis, Phil (2013):* Company Culture is the Key to Resilience, hrsg.v. Towers Watson, <http://blog.willis.com/2013/08/company-culture-is-the-key-to-resilience/>, abgerufen am: 22.11.2016, S. 1-3.

*Emmrich, Volkhard / Heer, Werner (2015a):* CRO in der Unternehmenssanierung – Konzepte und Gestaltungsmöglichkeiten zum Einsatz von CROs, hrsg. v. Management Link GmbH, [http://www.management-link.de/files/ML\\_CRO.pdf](http://www.management-link.de/files/ML_CRO.pdf), abgerufen 22.11.2016, S. 1-36.



- Emmrich, Volkhard / Heer, Werner (2015b):* Die Gesellschafter in der Unternehmenssanierung – Richtige Begleitung in kritischen Entscheidungen durch einen Sanierungsbeirat, hrsg. v. Management Link GmbH, [http://www.management-link.de/files/ML\\_Gesellschafter.pdf](http://www.management-link.de/files/ML_Gesellschafter.pdf), abgerufen am: 22.11.2016, S. 1-24.
- Falckenberg, Max (2014):* Unternehmensrestrukturierung in Deutschland – Empirische Ergebnisse, in: Restrukturierung, Sanierung, Insolvenz, hrsg. v. Buth, Andrea K. / Hermanns, Michael, 4. Aufl., München, 2014, S. 1-15.
- Faulhaber, Peter / Landwehr, Norbert / Grabow, Hans-Joachim (2009):* Turnaround-Management in der Praxis: Umbruchphasen nutzen – neue Stärken entwickeln, 4. Aufl., Frankfurt a.M. / New York, 2009.
- Feldbauer-Durstmüller, Birgit (2003):* Sanierungsmanagement - Die Bewältigung von Unternehmenskrisen durch Unternehmenssanierung, in: zfo, Heft 3 (72) 2003, S. 128-132.
- Feldbauer-Durstmüller, Birgit / Mayr, Stefan (2010):* Sanierungsmanagement in KMU, in: ZfC, Heft 3 (22) 2010, S. 154-159.
- Finsterer, Hans (1999):* Sanierungsmehrwert als Instrument des Sanierungscontrolling, in: DB, Heft 50 (52) 1999, S. 2525-2529.
- Fischer, Gero (2016):* Fortbestehensprognose und Sanierung, in: NZI, Heft 15-16 (19) 2016, S. 665-674.
- Fleig, Jürgen (2013):* Krisenkommunikation – In der Krise offen, ehrlich und glaubwürdig sein, <http://www.business-wissen.de/artikel/krisenkommunikation-in-der-krise-offen-ehrlich-und-glaubwuerdig-sein/>, abgerufen am: 22.11.2016, S. 1-5.

- Fleischer, Holger (2015):* § 92 Vorstandspflichten bei Verlust, Überschuldung oder Zahlungsunfähigkeit, in: Kommentar zum Aktiengesetz: AktG, Band 1, hrsg. v. Spindler, Gerald / Stilz, Eberhard, 3. Aufl., München, 2015, S. 1048-1069.
- Frieß, Rüdiger (2004):* Die Sanierungsentscheidung im Insolvenzfall – eine Frage der Unternehmensbewertung?, in: DStR, Heft 15 (42) 2004, S. 654-661.
- Fröhlich, Andreas / Bächstädt, Christian Nicolas (2014):* Mergers & Acquisitions bei Krisenunternehmen (Distressed M&A), in: Restrukturierung, Sanierung, Insolvenz, hrsg. v. Buth, Andrea K. / Hermanns, Michael, 4. Aufl., München, 2014, S. 453-487.
- Geißler, Holger (2010):* Markenimage – PR Desaster belasten Marken langfristig, hrsg. v. Wirtschaftswoche, 25. Mai 2010, <http://www.wiwo.de/unternehmen/markenimage-pr-desaster-belasten-marken-langfristig/5648280.html>, abgerufen am: 22.11.2016.
- Gerberich, Claus W. (1996):* Kennzahlengestütztes Controlling zur aktiven Steuerung des Unternehmens, in: DStR, Heft 6 (34) 1996, S. 235-239.
- Gleißner, Werner (2000):* Aufbau einer Balanced Scorecard in der Unternehmenspraxis, in: BC, Heft 6 (24) 2000, S. 129-134.
- Gleißner, Werner (2015):* Preis ist nicht Wert und Bewertung nicht Preisschätzung – verdeutlicht an der Kritik am Total Beta, in: CF, Heft 5 (6) 2015, S. 167-175.
- Goette, Wulf (2016a):* Zur Frage welche Anforderungen an die Geschäftsleitung und ihre Berater bei der Fertigung einer Fortführungsprognose zu stellen sind (Teil 1), in: DStR, Heft 29 (54) 2016, S. 1684-1693.
- Goette, Wulf (2016b):* Zur Frage welche Anforderungen an die Geschäftsleitung und ihre Berater bei der Fertigung einer Fortführungsprognose zu stellen sind (Teil 2), in: DStR, Heft 30 (54) 2016, S. 1752-1761.

- Groß, Paul (1991):* Grundsatzfragen der Unternehmenssanierung, in: DStR, Heft 47 (29) 1991, S. 1572-1576.
- Groß, Paul (2003):* Erkennen und Bewältigen von Unternehmensschieflagen, in: WPg, Sonderheft 1 (56) 2003, S. S128-S141.
- Groß, Paul (2004):* Die Wahrung, Einschätzung und Beurteilung des Going Concern in den Pflichten- und Verantwortungsrahmen von Unternehmensführung und Abschlussprüfung (Teil 1), in: WPg, Heft 23 (57) 2004, S. 1357-1374.
- Groß, Paul / Amen, Matthias (2003):* Rechtspflicht zur Unternehmensplanung? Ein Diskussionsvorschlag zur Konkretisierung der Planungspflicht und von Mindestanforderungen an eine ordnungsmäßige Unternehmensplanung, in: WPg, Heft 21 (56) 2003, S.1161-1180.
- Großfeld, Bernhard / Stöver, Rüdiger / Tönnies, Achim (2005):* Neue Unternehmensbewertung, in: BB, Sonderbeilage zu Heft 30 (60) 2005, S. S1-S13.
- Grottel, Bernd / Röhm-Kottmann, Mariella (2016):* § 324 Prüfungsausschuss, in: Beck'scher Bilanz-Kommentar, hrsg v. Grottel, Bernd / Schmidt, Stefan / Schubert, Wolfgang J. / Winkeljohann, Norbert, 10. Aufl., München, 2016, S. 2320-2334.
- Gutierrez, Michael / Dörr, Andrea / Ackermann, Klaus (2010):* Anforderungen an Sanierungskonzepte und die Möglichkeit der Sicherung von Verlustvorträgen im Beteiligungsfall, in: ZfC, Heft 3 (22) 2010, S. 167-177.
- Günther, Thomas / Hübl, Gudrun / Niepel, Mirko (2000):* Insolvenzprognose anhand unterjähriger Daten, in: DStR, Heft 8 (38) 2000, S. 346-352.

*Haase, Margarete (2015):* Der Prüfungsausschuss im Spannungsfeld von Finanzexperte, Finanzvorstand, Wirtschaftsprüfer und Aufsichtsrat, in: Der Prüfungsausschuss der Aktiengesellschaft – Praxisleitfaden für Finanzexperten und Aufsichtsräte, hrsg. v. Plendl, Martin / Kompenhans, Heiner / Buhleier, Claus, 2. Aufl., Stuttgart, 2015, S. 236-240.

*Habersack, Mathias (2014):* § 116 Sorgfaltspflicht und Verantwortlichkeit der Aufsichtsratsmitglieder, in: Münchener Kommentar zum Aktiengesetz: AktG, Band 2, 4. Aufl., München, 2014, S. 1454-1504.

*Hachmeister, Dirk / Ruthardt, Frederik / Mager, Christopher (2014):* Unendlichkeit als Problem der Unternehmensbewertung – eine empirische Analyse von Bewertungsgutachten, in: DB, Heft 22 (67) 2014, S. 1209-1214.

*Hagest, Joachim / Kellinghusen, Georg (1977):* Zur Problematik der Prognoseprüfung und der Entwicklung von Grundsätzen ordnungsmäßiger Prognosebildung, in: WPg, Heft 15 (30) 1977, S. 405-415.

*Haller, Axel / Schnabel, Johann / Koch, Manuela (2014):* Behandlung nichtfinanzieller Leistungsindikatoren in der Unternehmensberichterstattung nichtkapitalmarktorientierter Konzerne, in: DB, Heft 45 (67) 2014, S. 2541-2546.

*Hannen, Ina (2012):* Financial Covenant Management, Controlling und Compliance, in: DB, Heft 40 (65) 2012, S. 2233-2240.

*Hasselbach, Kai (2012):* Überwachungs- und Beratungspflichten des Aufsichtsrats in der Krise, in: NZG, Heft 2 (15) 2012, S. 41-48.

*Hasselbach, Kai / Seibel, Markus (2012):* Ad-hoc-Ausschüsse des Aufsichtsrats - Corporate-Governance-Instrument zur Wahrnehmung von Aufsichtsratsaufgaben in Sondersituationen, in: AG, Heft 4 (56) 2012, S. 114-123.

- Häuser, Franz (2011):* § 85 Sanierungsdarlehen. in: Bankrechts-Handbuch, Band 2, hrsg. v. Schimansky, Herbert / Bunte, Hermann-Josef / Lwowski, Hans Jürgen, 4. Aufl., München, 2011, S. 2316-2387.
- Hawranek, Birgit / Öppinger, Carina (2014):* Wertrelevanz rechnungswesenbasierter Erfolgskennzahlen, in: KoR, Heft 2 (14) 2014, S. 95-102.
- Heckschen, Heribert / Litta, Mario (2012):* Unternehmenskauf in der Insolvenz – Distressed M&A, in: Insolvenzrecht in der Gestaltungspraxis, hrsg. v. Reul, Adof / Heckschen, Heribert / Wienberg, Rüdiger, 1. Aufl., München, 2012, S. 1-77.
- Henning, Peter (2015):* Sitzungen ohne Vorstand, in: BOARD, Heft 5 (5) 2015, S. 211-212.
- Henselmann, Klaus (2000):* Der Restwert in der Unternehmensbewertung – eine Kleinigkeit?, in: FB, Heft 03 (02) 2000, S. 151-157.
- Hermanns, Michael (2014):* Beurteilung von Sanierungskonzepten nach dem IDW S6, in: Restrukturierung, Sanierung, Insolvenz, hrsg. v. Buth, Andrea K. / Hermanns, Michael, 4. Aufl., München, 2014, S. 82-138.
- Hess, Harald (2013a):* Die Handlungsregeln und die Informationspolitik in der Krise, in: Sanierungshandbuch, hrsg. v. Hess, Harald, 6. Auflage, Köln, 2013, S. 438-444.
- Hess, Harald (2013b):* Der Bankverbindung in der Krise, insb. der Sanierungskredit, in: Sanierungshandbuch, hrsg. v. Hess, Harald, 6. Auflage, Köln, 2013, S. 445-466.
- Hess, Harald (2013c):* Der Sicherheitenpool, in: Sanierungshandbuch, hrsg. v. Hess, Harald, 6. Auflage, Köln, 2013, S. 502-508.

- Hess, Harald (2013d):* Unternehmenskauf, in: Sanierungshandbuch, hrsg. v. Hess, Harald, 6. Auflage, Köln, 2013, S. 509-560.
- Hess, Harald / Groß, Paul (2013):* Begriffe, Krisenvermeidung, Krisenmanagement, in: Sanierungshandbuch, hrsg. v. Hess, Harald, 6. Auflage, Köln, 2013, S. 1-47.
- Hess, Harald / Reeh, Dietmar (2013):* Kreditsanierung, in: Sanierungshandbuch, hrsg. v. Hess, Harald, 6. Auflage, Köln, 2013, S. 467 – 501.
- Hillmer, Hans-Jürgen (2013):* Unternehmenssteuerung in unsicheren Zeiten, in: KoR, Heft 12 (13) 2013, S. 620-624.
- Hillmer, Hans-Jürgen (2014):* Betriebswirtschaft in Krisenzeiten: Besondere Herausforderungen für kapitalmarktorientierte Unternehmen, in: KoR, Heft 10 (14) 2014, S. 513-517.
- Hillmer, Hans-Jürgen (2016):* Digitalisierung, Vernetzung und disruptive Geschäftsmodelle, in: KoR, Heft 12 (16) 2016, S. 585-590.
- Hinz, Michael / Büttner, Anja (2015):* Unternehmensbewertung in der Krise, in: BOARD, Heft 4 (5) 2015, S. 145-148.
- Hoffmann-Becking, Michael (2015):* § 32 Ausschüsse des Aufsichtsrats, in: Münchner Handbuch des Gesellschaftsrechts, Band 4 Aktiengesellschaft, 4. Aufl., München, 2015, S. 640-657.
- Hoffmann, Thomas / Braun, Andrea / Kremers, Klaus / Himmel, Daniel / Klein, Johannes/ Becker, Michael / Weinekötter, Lea (2015):* InsO-Studie 2015 – Ist die deutsche Insolvenzordnung nach 3 Jahren ESUG international wettbewerbsfähig?, hrsg. v. McKinsey & Company / Noerr, Berlin 2015, [https://www.mckinsey.de/sites/mck\\_files/files/2015\\_inso\\_studie\\_ger.pdf](https://www.mckinsey.de/sites/mck_files/files/2015_inso_studie_ger.pdf), abgerufen am: 22.11.2016, S. 1-20.

*Hojak, Florian (2016):* Erfolgreichere Krisenbewältigung durch das Restrukturierungscontrolling, in: ZfC, Heft 6 (28) 2016, S. 350-357.

*Holzer, Johannes (2005):* Krisenerkennung bei insolvenzgefährdeten Unternehmen aus Sicht der gerichtlichen Praxis, in: NZI, Heft 6 (8) 2005, S. 308-316.

*Huber, Herwart (2015):* Unternehmenskrise und die besonderen Anforderungen der Rechtsprechung für eine Kreditgewährung, in: NZI, Heft 11 (18) 2015, S. 447-452.

*Ihlau, Susann / Duscha, Hendrik / Köllen, René (2015):* Länderrisiken in der Planungsrechnung und ihre Auswirkungen auf die Unternehmensbewertung, in: BB, Heft 22 (70) 2015, S. 1323-1328.

*Jacob, Patrik Sven / Nienstedt, Daniela (2015):* Stakeholder im Bereich Personal – Einführung und Grundlagen, in: Stakeholder Management in der Restrukturierung - Perspektiven und Handlungsfelder in der Praxis, hrsg. v. Baur, Michael / Kantowsky, Jan / Schulte, Axel, 2. Aufl., Wiesbaden, 2015, S. 227-232.

*Jaroschinsky, Alexander / Werner, Henning (2015):* Studie zum deutschen Restrukturierungsmarkt – Marktentwicklung, Beauftragung und Positionierung Restrukturierungsgesellschaften, hrsg.v. IfUS – Institut für Unternehmenssanierung und -entwicklung / SRH Hochschule Heidelberg, Heidelberg, [http://www.ifus-institut.de/fileadmin/pdf/Studie\\_zum\\_Deutschen\\_Restrukturierungsmarkt\\_2015\\_.pdf](http://www.ifus-institut.de/fileadmin/pdf/Studie_zum_Deutschen_Restrukturierungsmarkt_2015_.pdf), abgerufen am: 22.11.2016, S. 1-34.

*Jaroschinsky, Alexander / Werner, Henning (2016):* Beauftragung von Restrukturierungsgesellschaften, in: WPg, Heft 11 (69) 2016, S. 631-636.

*Kamp, Timo / Wagner, Andreas (2013):* Die Bedeutung der Geschäftsmodellanpassungen für eine erfolgreiche Sanierung, in: CFB, Heft 6 (4) 2013, S. 323-332.

*Kantowsky, Jan / Schulte, Axel (2012):* Ein Manager für den Neuanfang – Stakeholder-Management als Schlüsselfunktion des Chief Restructuring Officers (CRO), in: AlixPartnersViewpoint, Heft Juni/Juli 2012, [http://www.alixpartners.de/de/portals/AlixDE/Publikationen/2012\\_06\\_08\\_A\\_LIX\\_GermanViewpt\\_JUNI\\_2012.pdf](http://www.alixpartners.de/de/portals/AlixDE/Publikationen/2012_06_08_A_LIX_GermanViewpt_JUNI_2012.pdf), abgerufen am: 22.11.2016, S. 1-6.

*Kantowsky, Jan / Schulte, Axel (2015):* Die Rolle des Chief Restructuring Officers (CRO), in: Stakeholder Management in der Restrukturierung - Perspektiven und Handlungsfelder in der Praxis, hrsg. v. Baur, Michael / Kantowsky, Jan / Schulte, Axel, 2. Aufl., Wiesbaden, 2015, S. 441-461.

*Kemper, Ralf (2014):* Restrukturierungs-/Sanierungsmöglichkeiten aus der Sicht der finanzierenden Bank, in: Restrukturierung, Sanierung, Insolvenz, hrsg. v. Buth, Andrea K. / Hermanns, Michael, 4. Aufl., München, 2014, S. 71-103.

*Kirschner, Lars (2008):* Die Sonderprüfung der Geschäftsführung in der Praxis – Konkrete Regeln für die Anwendung der §§ 142-146 AktG, Düsseldorf, 2008.

*Kißler, Martin (2016):* Die Rolle des Controlling für die Informationsversorgung des Aufsichtsrats, in: ZfC, Heft 7 (28) 2016, S. 403-409.

*Kittmann, Ulrich. (2015):* Die Bedeutung von Finanzkennzahlen aus Bankensicht, in: ZfC, Heft 1 (27) 2015, S. 26-31.

*Klein, Roland / von Rotenhan, Ulrich (2015):* Kommunikation in der Krise, in: Stakeholder Management in der Restrukturierung - Perspektiven und Handlungsfelder in der Praxis, hrsg. v. Baur, Michael / Kantowsky, Jan / Schulte, Axel, 2. Aufl., Wiesbaden, 2015, S. 423-437.



*Knechtel, Christian / Menzler, Thomas / Strack, Volker / Bork, Martin / Schmidt, Frank / Mackenstedt, Andreas / Weber, Thomas / Ganssaug, Karsten / Brückner, Ralph / Picard, Nadja / Lohmann, Till R. (2009): Post Merger Integration Study 2009, hrsg. v. PWC, [http://www.pwc.de/de/deals/assets/pmi\\_study2009de.pdf](http://www.pwc.de/de/deals/assets/pmi_study2009de.pdf), abgerufen am: 22.11.2016, S. 1-29.*

*Knoll, Leonard (2016a): Unternehmensbewertung: Bis zur Ewigkeit dauert's länger!, in: DB, Heft 10 (69) 2016, S. 544-548.*

*Knoll, Leonard (2016b): Continuing Value in Disunion: Steady State or Value Neutrality?, in: CF, Heft 1-2 (7) 2016, S. 33-34.*

*Koch, Jens (2016a): § 92 Vorstandspflichten bei Verlust, Überschuldung oder Zahlungsunfähigkeit, in: Aktiengesetz: AktG, hrsg. v. Hüffer, Uwe / Koch, Jens, 12. Aufl., München, 2016, S. 591-609.*

*Koch, Jens (2016b): § 93 Sorgfaltspflicht und Verantwortlichkeit der Vorstandsmitglieder, in: Aktiengesetz: AktG, hrsg. v. Hüffer, Uwe / Koch, Jens, 12. Aufl., München, 2016, S. 610-655.*

*Köhler, Annette G. / Ruhnke, Klaus / Schmidt, Martin (2011): Nutzen der Abschlussprüfung für die Aufsichtsräte, in: DB, Heft 14 (64) 2011, S. 773-778.*

*König, Carsten / Wendeborn, Robert (2015): Unternehmensrestrukturierung aus Sicht der Eigenkapitalgeber – Einführung und Grundlagen, in: Stakeholder Management in der Restrukturierung - Perspektiven und Handlungsfelder in der Praxis, hrsg. v. Baur, Michael / Kantowsky, Jan / Schulte, Axel, 2. Aufl., Wiesbaden, 2015, S. 5-6.*

- Kompenhans, Heiner / Schenk, Christoph B. / Buhleier, Claus (2016):* EMEA 360° Boardroom Survey – Prioritäten und Schwerpunkte der Aufsichts- und Verwaltungsräte, hrsg.v. Deloitte, Frankfurt a.M. 2016, <http://www2.deloitte.com/de/de/pages/governance-risk-and-compliance/articles/emea-360-grad-boardroom-survey.html>, abgerufen am: 22.11.2016, S. 1-56.
- Kraus, Karl-Josef (2014):* Sanierungskonzept und Umsetzungsmanagement einer nachhaltigen Unternehmenssanierung, in: Restrukturierung, Sanierung, Insolvenz, hrsg. v. Buth, Andrea K. / Hermanns, Michael, 4. Aufl., München, 2014, S. 1-37.
- Krepold, Hans-Michael (2016):* 14. Kapitel Kündigung des Darlehensvertrags (§§ 489,490 BGB), in: Bankrechts-Kommentar, hrsg. v. Langenbacher, Katja / Bliesener, Dirk H. / Spindler, Gerald, 2. Aufl., Frankfurt a.M., 2016, S. 745-801.
- Krolak, Thomas / Morzfeld, Kurt / Remmen, Jan-Dominik (2009):* Financial Covenants als Instrument der Krisenfrüherkennung und der normierten Krisenbewältigung, in: DB, Heft 27 (62) 2009, S. 1417-1422.
- Krüger, Wilfried (2009):* Umsetzung des Sanierungskonzepts, in: WPg, Heft 5 (62) 2009, S. 312-319.
- Kruschwitz, Lutz (2015):* Wissenschaft und Praxis in der Unternehmensbewertung: Wie weit liegen die Bewertungstheorie und –praxis auseinander?, in: CF, Heft 7 (6) 2015, S. 443-448.
- Krystek, Ulrich / Klein, Johannes (2010a):* Erstellung von Sanierungskonzepten (Teil 1): Leitfaden zur zukünftigen Ausgestaltung von Sanierungskonzepten, in: DB, Heft 33 (63) 2010, S. 1769-1775.

- Krystek, Ulrich / Klein, Johannes (2010b)*: Erstellung von Sanierungskonzepten (Teil 2): Kritische Würdigung bestehender Standards, speziell IDW S6, in: DB, Heft 34 (63) 2010, S. 1837-1844.
- Krystek, Ulrich / Lentz, Mischa (2013)*: Erfolgreiche Insolvenzsanieung – Eine Untersuchung der Determinanten erfolgreicher Sanierungen insolventer Unternehmen auf Basis von Experteninterviews, in: DB, Heft 15 (66) 2013, S. 768-773.
- Küting, Karlheinz (1991a)*: Jahresabschlußanalyse als Kennzahlenrechnung (Teil 1), in: DStR, Heft 36 (29) 1991, S. 1324-1329.
- Küting, Karlheinz (1991b)*: Jahresabschlußanalyse als Kennzahlenrechnung (Teil 2), in: DStR, Heft 37 (29) 1991, S. 1358-1362.
- Küting, Karlheinz (2005)*: Erkennung von Unternehmenskrisen anhand der Bilanzanalyse, in: ZfC, Heft 4-5 (17) 2005, S. 223 – 232.
- Küting, Karlheinz / Rösinger, Andrea / Mojadadr, Mana (2010)*: Notwendigkeit eines Cash- und Liquiditätsmanagements, in: DB, Heft 12 (63) 2010, S. 625-631.
- Küting, Peter / Weber, Claus-Peter (2015)*: Die Bilanzanalyse, 11. Aufl., Stuttgart, 2015.
- Kuss, Ehrenfried (2009)*: Rechtliche Aspekte der Sanierung für die Unternehmensleitung und den Sanierungsberater, in: WPg, Heft 5 (62) 2009, S. 326-339.
- Kußmaul, Heinz (1999)*: Informationen des betrieblichen Rechnungswesens für das Management, in: DStR, Heft 38 (37) 1999, S. 1579-1588.

- Laux, Helmut (2005):* Unternehmensrechnung, Anreiz und Kontrolle - Die Messung, Zurechnung und Steuerung des Erfolges als Grundprobleme der Betriebswirtschaftslehre, 3. Aufl., Berlin / Heidelberg, 2005.
- Laux, Helmut (2006):* Wertorientierte Unternehmenssteuerung und Kapitalmarkt – Fundierung finanzwirtschaftlicher Entscheidungskriterien und (Anreize für) deren Umsetzung, 2. Aufl., Berlin / Heidelberg, 2006.
- Laux, Helmut / Liermann, Felix (2005):* Grundlagen der Organisation – Die Steuerung von Entscheidungen als Grundproblem der Betriebswirtschaftslehre, 6. Aufl., Berlin / Heidelberg, 2005.
- Lenzen, Wolfram (2010):* CRO – Chief Restructuring Officer – Umsetzungskompetenz in Krisensituationen, in: Buchalik Brömmekamp Newsletter, Heft 17, [https://www.buchalik-broemmekamp.de/fileadmin/user\\_upload/Newsletter\\_PDFs/Einzelseiten/2010\\_NL17\\_CRO.pdf](https://www.buchalik-broemmekamp.de/fileadmin/user_upload/Newsletter_PDFs/Einzelseiten/2010_NL17_CRO.pdf), abgerufen am: 22.11.2016, S. 7-9.
- Leuner, Rolf (2015):* Bewertung ertragsschwacher Unternehmen (Sanierung), in: Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, hrsg. v. Peemöller, Volker H., 6. Aufl., Nürnberg, 2015, S. 916-939.
- Liese, Jens (2016):* § 7. Unternehmensführung und Gesellschaftsrecht, in: Corporate Compliance - Handbuch der Haftungsvermeidung im Unternehmen, hrsg. v. Hauschka, Christoph E. / Moosmayer, Klaus / Lösler, Thomas, 3. Aufl., München, 2016, S. 137-236.
- Lintemeier, Klaus (2013):* Unternehmenskrisen und Stakeholder-Beziehungen, in: Handbuch Krisenmanagement, hrsg. V. Thießen, Ansgar, 1. Aufl., Wiesbaden, 2013, S. 53-67.

*Lleshay, Denisa / Muschallik, Marco / Wu, Chenzi (2016):* Aktuelle Kapitalmarktkommunikation und neue Anforderungen an das Zusammenspiel von Aufsichtsrat, Vorstand und Wirtschaftsprüfer – Bericht über die Schmalenbach-Tagung 2016 in Köln, in: KoR, Heft 7-8 (16) 2016, S. 366-377.

*Lorson, Peter C. / Geltinger, Andreas / Horn, Christian / Schünemann, Anika (2012):* Berücksichtigung der Fungibilität bei Unternehmensbewertungen nach IDW S 1 – Eine empirische Analyse, in: DStR, Heft 32 (50) 2012, S. 1621-1627.

*Loy, Thomas (2015):* Szenarioanalyse und Jahresabschlusssimulation im Controlling zur proaktiven Vermeidung von Unternehmenskrisen, in: DB, Heft 50 (68) 2015, S. 2885-2892.

*Lücke, Wolfgang (1955):* Investitionsrechnung auf der Basis von Ausgaben oder Kosten? In: Zeitschrift für handelswissenschaftliche Forschung/N.F., Heft 3 (7) 1955, S. 310–324.

*Mäder, Olaf B. (2008):* Erfolgsfaktoren für ein unternehmensspezifisches Aufsichtsrats-Cockpit – Prozessorientiertes Vorgehen und Informationsordnung, in: ZfC, Heft 7 (10) 2008, S. 357-365.

*Meck, Georg / Weiguny, Bettina (2015):* Disruption, Baby, Disruption!, in: FAZ, 27. Dezember 2015, <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/wirtschaftswissen/das-wirtschaftswort-des-jahres-disruption-baby-disruption-13985491.html>, abgerufen am: 22.11.2016.

*Meinert, Carsten (2011):* Neuere Entwicklungen in der Unternehmensbewertung (Teil II), in: DB, Heft 44 (64) 2011, S. 2455-2460.

*Meitner, Matthias / Streitferdt, Felix (2016):* Zahlungsstrombezogene Insolvenzrisiken und ihre Abbildung in der Unternehmensbewertung, in: CF, Heft 3 (7) 2016, S. 68-79.

- Meyer, Lutz / Reker, Jürgen (2016):* Industrie 4.0 im Mittelstand, hrsg v. Deloitte, Frankfurt a.M., 2016, <http://www2.deloitte.com/de/de/pages/presse/content/studie-2016-industrie-40-im-mittelstand.html> , abgerufen am: 22.11.2016, S. 1-30.
- Meyer, Mathieu / Mattheus, Daniela (2016):* Das Abschlussprüfungsreformgesetz (AReG) – Neuerungen für Prüfungsausschüsse, in: DB, Heft 12 (69) 2016, S. 695-699.
- Moldenhauer, Ralf / Schönfelder, Jochen / Wens, Tobias (2016):* Unternehmens(re)finanzierungs- und Restrukturierungstrends in Deutschland, in: CF, Heft 6 (7) 2016, S. 182-189.
- Moxter, Alfred (1975):* Aussagegrenzen von Bilanzen, in: WISU, Heft 6 (4) 1975, S. 325-329.
- Moxter, Alfred (1983):* Grundsätze ordnungsgemäßer Unternehmensbewertung, 2. Aufl., Wiesbaden, 1983.
- Müller, Rainer (1985):* Corporate Crisis Management, in: Long Range Planning, Heft 5 (18) 1985, S. 38-48.
- Müller, Rainer (1986):* Krisenmanagement in der Unternehmung – Vorgehen, Massnahmen und Organisation, 2. Aufl., Frankfurt a.M., 1986.
- Nickert, Cornelius (2012):* Unternehmensbewertung in der Insolvenz, in: Bewertungspraktiker, Heft 03 (07) 2012, S. 82-90.
- Niehus, Rudolf J. (2004):* Auswirkungen einer externen Pflichtrotation des Abschlussprüfers, in: DB, Heft 17 (57) 2004, S. 885-890.

- Nimwegen, Sebastian / Sanne, Stefan (2012):* Ganzheitliches Sanierungscontrolling als Voraussetzung für nachhaltige Unternehmenssanierung, in: DB, Heft 33 (65) 2012, S. 1821-1824.
- o.V. (2009):* Otto kauft Quelle-Adressen, hrsg. v. Der Handel – Wirtschaftsmagazin für Handelsunternehmer, 9. November 2009, <http://www.derhandel.de/news/unternehmen/pages/show.php?id=1690>, abgerufen am: 22.11.2016.
- o.V. (2015a):* Restrukturierungsstudie 2015 - Expertenbefragung, hrsg. v. Roland Berger, 23. September 2015, München, [https://www.rolandberger.com/publications/publication\\_pdf/roland\\_berger\\_restrukturierungsstudie\\_2015\\_20150923.pdf](https://www.rolandberger.com/publications/publication_pdf/roland_berger_restrukturierungsstudie_2015_20150923.pdf), abgerufen am: 22.11.2016, S. 1-12.
- o.V. (2015b):* Insolvenzen in Deutschland, Jahr 2015, hrsg.v. Creditreform, Presseinformation vom 08.12.2015, [http://www.creditreform.de/fileadmin/user\\_upload/crafo/download\\_de/news\\_terminen/wirtschaftsforschung/insolvenzen-deutschland/Pressemitteilung\\_Insolvenzen\\_in\\_Deutschland\\_Jahr\\_2015\\_neu.pdf](http://www.creditreform.de/fileadmin/user_upload/crafo/download_de/news_terminen/wirtschaftsforschung/insolvenzen-deutschland/Pressemitteilung_Insolvenzen_in_Deutschland_Jahr_2015_neu.pdf), abgerufen am: 22.11.2016.
- o.V. (2015c):* Industrie 4.0: Digitalisierung der Wirtschaft, hrsg.v. BmWi, Pressemeldung vom April 2015, <https://www.bmwi.de/DE/Themen/Industrie/industrie-4-0.html>, abgerufen am: 22.11.2016.

- o.V. (2016a)*: 4% weniger Unternehmensinsolvenzen im Jahr 2015, hrsg. v. Statistisches Bundesamt, Pressemitteilung Nr. 093 vom 11.03.2016 [https://www.destatis.de/DE/PresseService/Presse/Pressemitteilungen/2016/03/PD16\\_093\\_52411.html](https://www.destatis.de/DE/PresseService/Presse/Pressemitteilungen/2016/03/PD16_093_52411.html), abgerufen am: 22.11.2016.
- o.V. (2016b)*: Insolvenzen in Europa 2015/2016, hrsg.v. Creditreform, Presseinformation vom 10.05.2016, [http://www.creditreform.de/fileadmin/user\\_upload/crefo/download\\_de/news\\_termine/wirtschaftsforschung/insolvenzen-europa/Pressemitteilung\\_Unternehmensinsolvenzen\\_in\\_Europa\\_Jahr\\_2015-16.pdf](http://www.creditreform.de/fileadmin/user_upload/crefo/download_de/news_termine/wirtschaftsforschung/insolvenzen-europa/Pressemitteilung_Unternehmensinsolvenzen_in_Europa_Jahr_2015-16.pdf), abgerufen am: 22.11.2016.
- o.V. (2016c)*: Insolvenzen in Deutschland, 1. Halbjahr 2016, hrsg.v. Creditreform, Presseinformation vom 29.06.2016, [http://www.creditreform.de/fileadmin/user\\_upload/crefo/download\\_de/news\\_termine/wirtschaftsforschung/insolvenzen-deutschland/Pressemitteilung\\_Insolvenzen\\_in\\_Deutschland\\_1.\\_Halbjahr\\_2016.pdf](http://www.creditreform.de/fileadmin/user_upload/crefo/download_de/news_termine/wirtschaftsforschung/insolvenzen-deutschland/Pressemitteilung_Insolvenzen_in_Deutschland_1._Halbjahr_2016.pdf), abgerufen am: 22.11.2016.
- o.V. (2016d)*: Leitsätze für den Dialog zwischen Investor und Aufsichtsrat, hrsg.v. Deutsches Aktieninstitut (DAI), Pressemeldung vom 06.07.2016, [https://www.dai.de/files/dai\\_usercontent/dokumente/pressemitteilungen/01\\_LeitsatzefürdenDialogzwischenInvestorundAufsichtsrat\\_20160705\\_FINAL\(2\).pdf](https://www.dai.de/files/dai_usercontent/dokumente/pressemitteilungen/01_LeitsatzefürdenDialogzwischenInvestorundAufsichtsrat_20160705_FINAL(2).pdf), abgerufen am: 22.11.2016, S. 1-6.
- o.V. (2016e)*: DAI: Leitsätze zum Dialog zwischen Investor und Aufsichtsrat veröffentlicht, hrsg.v. Deutsches Aktieninstitut (DAI), Pressemeldung vom 26.07.2016, <http://www.boerse.de/nachrichten/DAI-Leitsaetze-zum-Dialog-zwischen-Investor-und-Aufsichtsrat-veroeffentlicht/7685802>, abgerufen am: 22.11.2016.



*o.V (2016f)*: Gründer Zeiten 13 - Krisenmanagement, hrsg. v. Bundesministerium für Wirtschaft und Energie, Berlin, 2016, [https://www.existenzgruender.de/SharedDocs/Downloads/DE/GruenderZeiten/GruenderZeiten-13.pdf?\\_\\_blob=publicationFile](https://www.existenzgruender.de/SharedDocs/Downloads/DE/GruenderZeiten/GruenderZeiten-13.pdf?__blob=publicationFile), abgerufen am: 22.11.2016, S. 1-12.

*Pack, Marcus / Meschede, Marc / Ahlers, Jan (2014)*: Sicherstellung der Informationsqualität von Spitzenkennzahlen zur Vermeidung unternehmerischer Fehlentscheidungen – ein unternehmensweiter Ansatz, in: ZfC, Heft 10 (26) 2014, S. 568-573.

*Pampel, Jochen R. / Krolak, Thomas (2016)*: §15 Risikomanagement durch Controlling, in: Corporate Compliance – Handbuch der Haftungsvermeidung im Unternehmen, hrsg.v. Hauschka, Christoph E. / Moosmayer, Klaus / Lösler, Thomas, 3. Aufl., München, 2016, S. 383-401.

*Peemöller, Volker H. / Bömelburg, Peter (1993)*: Unternehmensbewertung ertragsschwacher Unternehmen, in: DStR, Heft 28 (31) 1993, S. 1036-1043.

*Pepels, Werner (2010)*: Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, 4. Aufl., Stuttgart, 2010.

*Petersen, Karl / Zwirner, Christian / Boecker, Corinna (2016)*: Das AReG wurde verabschiedet – Umsetzung der prüfungsbezogenen EU-Vorgaben – ein Überblick über zentrale Neuerungen im HGB, in: DStR, 17 (54) 2016, S. 984-989.

*Pinkwart, Andreas / Kolb, Susanne / Heinemann, Daniel (2005)*: Unternehmen aus der Krise führen – Die Turnaround-Balanced Scorecard als ganzheitliches Konzept zur Wiederherstellung des Unternehmenserfolgs von kleinen und mittleren Unternehmen, 1. Aufl., Stuttgart, 2005.

*Pfitzer, Norbert (2014)*: Sanierungsprüfung, in: WP Handbuch, Band II, hrsg. v. IDW, 14. Aufl., Düsseldorf, 2014, S. 741-937.

- Plendl, Martin / Kompenhans, Heiner / Buhleier, Claus (2015):* Der Prüfungsausschuss bei Unternehmenskrisen, in: Der Prüfungsausschuss der Aktiengesellschaft – Praxisleitfaden für Finanzexperten und Aufsichtsräte, hrsg. v. Plendl, Martin / Kompenhans, Heiner / Buhleier, Claus, 2. Aufl., Stuttgart, 2015, S. 180-184.
- Quick, Reiner (2016):* Das Abschlussprüfungsreformgesetz (AReG) – Kritische Würdigung zentraler Neuregelungen, in: DB, Heft 21 (69) 2016, S. 1205-1213.
- Reichmann, Thomas (2001):* Controlling mit Kennzahlen und Managementberichten, 6. Aufl., München, 2001.
- Reiner, Klaus (2009):* Sanierungskonzepte aus der Sicht der Kreditinstitute, in: WPg, Heft 5 (62) 2009, S. 320-325.
- Rieg, Robert (2011):* Vom Umgang mit Risiken in der Unternehmensführung, im Rechnungswesen und Controlling, in: BC; Heft 8 (35) 2011, S. 337-339.
- Riggert, Rainer (2015):* Lieferanten, in: Stakeholder Management in der Restrukturierung - Perspektiven und Handlungsfelder in der Praxis, hrsg. v. Baur, Michael / Kantowsky, Jan / Schulte, Axel, 2. Aufl., Wiesbaden, 2015, S. 134-146.
- Ringenspacher, Eva (2015):* Banken, in: Stakeholder Management in der Restrukturierung - Perspektiven und Handlungsfelder in der Praxis, hrsg. v. Baur, Michael / Kantowsky, Jan / Schulte, Axel, 2. Aufl., Wiesbaden, 2015, S. 68-96.
- Rötzel, Peter Gordon (2014):* Informationslast im internen Berichtswesen, in: ZfC, Heft 10 (26) 2014, S. 566-567.

- Rzepka, Maximilian / Hille, Christoph / Schieszl, Sven (2016):* Die Bewertung von Start-up-Unternehmen - Aktuelle Entwicklungen, Bewertungstrends und angewendete Bewertungsmethoden, in: CF, Heft 9 (7) 2016, S. 311-320.
- Sasse, Alexander / Hauser, Markus / Stein, Hans-Jürgen (2010):* Bedeutsame Controllingaufgaben bei der Erstellung und Umsetzung von Sanierungskonzepten in der Unternehmenskrise, in: ZfC, Heft 3 (22) 2010, S. 160-166.
- Sassen, Remmer (2012):* Integration des Controlling in das Corporate Governance-System einer Aktiengesellschaft, in: ZfC, Heft 6 (24) 2012, S. 323-329.
- Schaaf, Wilhelm (1993):* Sanierung als unternehmerischer Turnaround, in: Turnaround-Management – Finanzielle und strategische Werkzeuge der Restrukturierung, hrsg. v. Coenenberg, Adolf G. / Fischer, Thomas M., 2. Aufl., Stuttgart, 1993, S. 73-97.
- Scheffler, Eberhard (1993):* Bilanzen als Prognose- und Steuerungsinstrument, in: DStR, Heft 42 (31) 1993, S. 1569-1574.
- Scheffler, Eberhard (2014):* Rolle des Aufsichtsrats bei der Vermeidung und Überwindung von Unternehmenskrisen, in: BB, Heft 47 (69) 2014, S. 2859-2864.
- Schildbach, Thomas (2009):* Fair-Value-Bilanzierung und Unternehmensbewertung, in: BFuP, Heft 4 (61) 2009, S. 371-387.
- Schmid, Victor (2013):* Krisenmanagement beginnt im Aufsichtsrat, hrsg. V. Thießen, Ansgar, 1. Aufl., Wiesbaden, 2013, S. 269-289.
- Scholz, Christian (2009):* Strategische Stimmigkeit im Sanierungskonzept, in: WPg, Heft 5 (62) 2009, S. 305-311.

- Schrenker, Claudia (2011):* Planungsrechnung und Planungsgüte in der Unternehmensbewertung aufgrund aktienrechtlicher Strukturmaßnahmen – Eine empirische Analyse, in: CFB, Heft 8 (2) 2011, S. 484-495.
- Schüler, Andreas (2015):* Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung – eine Bestandsaufnahme und Einordnung, in: DB, Heft 40 (68) 2015, S. 305-311.
- Seibt, Christoph H. (2016):* Corporate Resilience Management: Rechtsrahmen für Geschäftsleiterhandeln, in: DB, Heft 34 (69) 2016, S. 1978-1984.
- Seidenschwarz, Werner (2010):* Intelligentes Restrukturieren – Schnell, schlank und messbar Wertströme auf den Kunden ausrichten, in: ZfC, Heft 3 (22) 2010, S. 146-153.
- Seidler, Holger (2015):* Fortbestandsgefährdung und Entwicklungsbeeinträchtigung von Unternehmen – Informationspflichten des Abschlussprüfers unter Berücksichtigung des neuen IDW S 11, in: BB, Heft 24 (70) 2015, S. 1451-1455.
- Spindler, Gerald (2015a):* § 107 Innere Ordnung des Aufsichtsrats, in: Kommentar zum Aktiengesetz: AktG, Band 1, hrsg. v. Spindler, Gerald / Stilz, Eberhard, 3. Aufl., München, 2015, S. 1631-1693.
- Spindler, Gerald (2015b):* § 116 Sorgfaltspflicht und Verantwortlichkeit der Aufsichtsratsmitglieder, in: Kommentar zum Aktiengesetz: AktG, Band 1, hrsg. v. Spindler, Gerald / Stilz, Eberhard, 3. Aufl., München, 2015, S. 1853-1937.
- Steffan, Bernhard (2009):* Sicherung des Unternehmensbestands als erste Stufe der Sanierung, in: WPg, Heft 5 (62) 2009, S. 273-282.

- Steffan, Bernhard / Anders, Henrik (2010):* Sanierungscontrolling als Erfolgsfaktor für die Umsetzung des Sanierungskonzepts, in: *BFuP*, Heft 3 (62) 2010, S. 291-307.
- Sure, Matthias (2015):* Working Capital-Steuerung mit integrierten Kennzahlen, in: *ZfC*, Heft 1 (27) 2015, S. 7-12.
- Sutter-Rüdissler, Michèle F. (2015):* Sitzungsmanagement im Aufsichtsrat – Keine Zeit verlieren, um Zeit zu gewinnen, in: *BOARD*, Heft 4 (5) 2015, S. 162-164.
- Tamari, Meir (1966):* Finanzwirtschaftliche Kennzahlen als Mittel zur Vorhersage von Insolvenzen, in: *Management International Review*, Heft 6 (4) 1966, S. 29-34.
- Theiselmann, Rüdiger (2010):* Leitfaden für Manager am Kapitalmarkt – Teil 2, in: *CFL*, Heft 03 (01) 2010, S. 197-204.
- Theisen, Manuel R. / Probst, Arno (2016):* Die Rolle des Aufsichtsrats in der Krise – Ergebnisse einer aktuellen Panel-Untersuchung der Aufsichtsratspraxis, in: *DB*, Heft 1 (69) 2016, S. 1-8.
- Thommen, Jean-Paul / Achleitner, Ann-Kristin / Gilbert, Dirk Ulrich / Hachmeister, Dirk, Gernot / Kaiser (2016):* Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, 8. Aufl., Wiesbaden, 2016.
- Tyroller, Michael / Nienstedt, Daniela (2015):* Unternehmensrestrukturierung aus Sicht der Fremdkapitalgeber – Einführung und Grundlagen, in: *Stakeholder Management in der Restrukturierung - Perspektiven und Handlungsfelder in der Praxis*, hrsg. v. Baur, Michael / Kantowsky, Jan / Schulte, Axel, 2. Aufl., Wiesbaden, 2015, S. 65-67.

- Ulatowski, Marko (2015):* Kreditversicherer, in: Stakeholder Management in der Restrukturierung - Perspektiven und Handlungsfelder in der Praxis, hrsg. v. Baur, Michael / Kantowsky, Jan / Schulte, Axel, 2. Aufl., Wiesbaden, 2015, S. 162-176.
- Uthoff, Carsten (2015):* Finanzkommunikation zu Wirtschaftsauskunfteien in der Restrukturierung, in: Stakeholder Management in der Restrukturierung - Perspektiven und Handlungsfelder in der Praxis, hrsg. v. Baur, Michael / Kantowsky, Jan / Schulte, Axel, 2. Aufl., Wiesbaden, 2015, S. 350-366.
- Vlasselaer, Michel / Castelein, Francois / Vassaux, Nicolas (2015):* Post-Merger Integration, hrsg. v. Roland Berger, [https://www.rolandberger.com/publications/publication\\_pdf/roland\\_berger\\_tab\\_post\\_merger\\_integration\\_20150720.pdf](https://www.rolandberger.com/publications/publication_pdf/roland_berger_tab_post_merger_integration_20150720.pdf), abgerufen am: 22.11.2016, S. 1-8.
- Vogt, Walter (2015):* Der Prüfungsausschuss aus Sicht eines Arbeitnehmersvertreters, in: Der Prüfungsausschuss der Aktiengesellschaft – Praxisleitfaden für Finanzexperten und Aufsichtsräte, hrsg. v. Plendl, Martin / Kompenhans, Heiner / Buhleier, Claus, 2. Aufl., Stuttgart, 2015, S. 241-253.
- Wagner, Franz W. (2016a):* Der Liquidationswert als Untergrenze betriebswirtschaftlicher Unternehmensbewertung?, in: WPg, Heft 15 (69) 2016, S. 862-869.
- Wagner, Franz W. (2016b):* Der Liquidationswert bei rechtsgeprägten Anlässen in der Unternehmensbewertung, in: WPg, Heft 19 (69) 2016, S. 1090-1094.

- Waismn, Shai Y / Lucas, John W (2012):* The role and retention of the chief restructuring officer, in: The Americas Restructuring and Insolvency Guide 2008/2009, [http://www.americasrestructuring.com/08\\_SF/p200-205%20The%20role%20and%20retention.pdf](http://www.americasrestructuring.com/08_SF/p200-205%20The%20role%20and%20retention.pdf), abgerufen am: 22.11.2016, S. 200-205.
- Wangler, Clemens (2005):* Fehlerquellen in der Unternehmensbewertung, in: DB, Heft 9 (58) 2005, S. 245-249.
- Walker, Andreas (1999):* Die Shareholder Value Analyse als Instrument zur Unterstützung von Unternehmenssanierung, in: DStR, Heft 40 (37) 1999, S. 1670-1676.
- Walter, Jürgen (2015):* Betriebsräte als Partner in der Restrukturierung, in: Stakeholder Management in der Restrukturierung - Perspektiven und Handlungsfelder in der Praxis, hrsg. v. Baur, Michael / Kantowsky, Jan / Schulte, Axel, 2. Aufl., Wiesbaden, 2015, S. 233-244.
- Weber, Jürgen (2009a):* Finanzkrise führt zu Veränderungen im Controlling, in: DB, Heft 1 (62) 2009, S. 2.
- Weber, Jürgen (2009b):* Erfahrungen mit wertorientierter Steuerung, in: DB, Heft 07 (62) 2009, S. 297-303.
- Weidmann, Rolf (2015):* Der Lieferant in der Krise, in: Stakeholder Management in der Restrukturierung - Perspektiven und Handlungsfelder in der Praxis, hrsg. v. Baur, Michael / Kantowsky, Jan / Schulte, Axel, 2. Aufl., Wiesbaden, 2015, S. 147-161.
- Weißberger, Barbara E. / Göbel, Sebastian / Kleine, Christian (2011):* Wertorientierte Steuerung in der Krise?, in: ZfC, Heft 1 (23) 2011, S. 4-10.

*Wentzler, Jochen (2009):* Integrierte Sanierungsplanung, in: WPg, Heft 5 (62) 2009, S. 291-298.

*Wilden, Patrick (2014):* Praxisorientierte Verfahren zur Früherkennung von Unternehmenskrisen und Insolvenzgefahren, in: Restrukturierung, Sanierung, Insolvenz, hrsg. v. Buth, Andrea K. / Hermanns, Michael, 4. Aufl., München, 2014, S. 16-70.

*Witte, Nina Natalie (2016a):* Eingriffe von Finanzierern in die Unternehmenssteuerung im Krisenfall – Sinnvolle Krisenbewältigung oder Wertvernichtung?, in: KSI, Heft 5 (12) 2016, S. 197-203.

*Witte, Nina Natalie (2016b):* Unternehmenssteuerung im Krisenfall - Wandel der Stakeholder-Rollen in stürmischen Zeiten, in: ZCG, Heft 5 (11) 2016, S. 197-201.

*Witte, Nina Natalie (2016c):* Unternehmensbewertung in der Unternehmenskrise: Möglichkeiten zur Berücksichtigung der erhöhten Unsicherheit, in: CF, Heft 10 (7) 2016, S. 372-378.

*Witte, Nina Natalie (2016d):* Die Überwachungsaufgabe des Aufsichtsrats in der Unternehmenskrise, in: WPg, Heft 22 (69) 2016, S. 1246-1253.

*Witte, Nina Natalie (2016e):* Kennzahlenbasierte Unternehmenssteuerung: Lösungsansätze zum effektiven Einsatz in der Unternehmenskrise, in: DB, 46 (69) 2016, S. 2673-2680.

*Wöhe, Günter / Döring, Ulrich / Brösel, Gerrit (2016):* Einführung in die Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, 26. Aufl., München, 2016.

*Wüstemann, Jens (2014):* BB Rechtsprechungsreport Unternehmensbewertung 2013/2014, in: BB, Heft 29 (69) 2014, S. 1707-1712.



- Wüstemann, Jens / Brauchle, Thomas (2015):* BB Rechtsprechungsreport Unternehmensbewertung 2014/2015, in: BB, Heft 29 (70) 2015, S. 1643-1648.
- Zimmermann, Jochen / Kilian, Jan-Philipp / Tideman, Sebastian A. (2015):* Bilanzierungskonzepte und die Rolle von Covenants, in: ZfC, Heft 1 (27) 2015, S. 13-18.
- Zirener, Jörg / Hautkappe, Andreas (2015):* Unternehmensrestrukturierung aus Sicht der Eigenkapitalgeber, in: Stakeholder Management in der Restrukturierung - Perspektiven und Handlungsfelder in der Praxis, hrsg. v. Baur, Michael / Kantowsky, Jan / Schulte, Axel, 2. Aufl., Wiesbaden, 2015, S. 7-61.
- Zülch, Henning / Kretzmann, Christian (2013):* Prospektive Covenant-Kennzahlen: Logische Konsequenz eines vermehrt harmonisierten Rechnungswesens?, in: DB, Heft 33 (66) 2013, S. 1977-1979.
- Zülch, Henning / Holzamer, Matthias / Kretzmann, Christian W. / Böhm, Josefine (2014):* Financial Covenants aus Banken- und Unternehmenssicht, in: DB, Heft 38 (67) 2014, S. 2117-2122.
- Zülch, Henning / Holzamer, Matthias / Kretzmann, Christian W. / Böhm, Josefine (2015):* Covenant(s) quo vadis – Ein Gläubigerschutzinstrument am Scheideweg?, in: DB, Heft 13 (68) 2015, S. 689-695.
- Zuleger, Ralf / Wegmann, Frank (2010):* Bankenverhalten/Bankengeschäfte im Vorfeld der Kundeninsolvenz, in: Praxis der Insolvenz – Ein Handbuch für die Beteiligten und ihre Berater, hrsg. v. Beck, Siegfried / Depré, Peter, 2. Aufl., München, 2010, S. 1-18.

*Zwirner, Christian / Busch, Julia / Boecker, Corinna (2016):* Aktueller Fokus von Aufsichtsräten bei der Rechnungslegung – Worauf ist zu achten?, in: DK, Heft 6 (14) 2016, S. 287-293.

### **Verzeichnis der Gesetzesquellen und sonstigen Richtlinien**

*Abschlussprüfungsreformgesetz (AReG):* Gesetz zur Umsetzung der prüfungsbezogenen Regelungen der Richtlinie 2014/56/EU sowie zur Ausführung der entsprechenden Vorgaben der Verordnung (EU) Nr. 537/2014 im Hinblick auf die Abschlussprüfung bei Unternehmen von öffentlichem Interesse vom 17. Mai 2016, Bundesgesetzblatt Jahrgang 2016, Teil I Nr. 23, S. 1142-1157.

*MaRisk:* Rundschreiben 10/2012 (BaFin) - Mindestanforderungen an das Risikomanagement – MaRisk, Anlage 1: Erläuterung zu den MaRisk in der Fassung vom 14.12.2012,  
[https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Rundschreiben/rs\\_1210\\_marisk\\_ba.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Rundschreiben/rs_1210_marisk_ba.html), abgerufen am: 22.11.2016, S. 1-64.

*DCGK:* Deutscher Corporate Governance Kodex, i.d.F. v. 5. Mai 2015, Bekanntmachung des „Deutschen Corporate Governance Kodex“ (in der Fassung vom 5. Mai 2015) vom 12. Juni 2015 durch das Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz im Bundesanzeiger, S. 1-12.

**Verzeichnis der IDW Standards**

*IDW PS 270*: IDW Prüfungsstandard: Die Beurteilung der Fortführung der Unternehmenstätigkeit im Rahmen der Abschlussprüfung (IDW PS 270), in: WPg Supplement 4/2010, S. 1-14.

*IDW S 1 i.d.F. 2008*: IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 i.d.F. 2008), in: WPg Supplement 3/2008, S. 68-89.

*IDW S 6*: IDW Standard: Anforderungen an die Erstellung von Sanierungskonzepten (IDW S 6), in: WPg Supplement 4/2012, S. 130-151.

*IDW RS HFA 10*: IDW Stellungnahme zur Rechnungslegung: Anwendung der Grundsätze des IDW S 1 bei der Bewertung von Beteiligungen und sonstigen Unternehmensanteilen für die Zwecke des handelsrechtlichen Jahresabschluss (IDW RS HFA 10), in: WPg 23/2005, S. 1303-1322.

**Rechtsprechungsverzeichnis**

*BGH Beschluss vom 14.07.2007 - II ZR 202/07*, in: ZIP, Heft 36 (29) 2008, S. 1675-1676.

*BGH Beschluss vom 01.03.2010 - II ZB 1/10*, in: ZIP, Heft 9 (31) 2010, S. 446-447.

*BGH Urteil vom 15.11.1982 – II ZR 27/82*, in: ZIP, Heft 1 (04) 1983, S. 55-56.

*BGH Urteil vom 06.07.1990 - 2 StR 549/89*, in: DB, Heft 37 (43) 1990, S. 1859-1865.

*BGH Urteil vom 15.10.1996 - VI ZR 319/95*, in: DB, Heft 49 (49) 1996, S. 2483-2484.

*BGH Urteil vom 09.01.2001 - VI ZR 407/99*; in: DB, Heft 10 (54) 2001, S. 528-529.

*BGH Urteil vom 01.12.2008 – II ZR 102/07*, in: DB, Heft 3 (62) 2009, S. 106-109.

*BGH Urteil vom 20.09.2011 – II ZR 234/09*, in: DB, Heft 44 (64) 2011, S. 2484-2488.

*BGH Urteil vom 27.10.2015 – II ZR 296/14*, in: DB, Heft 7 (69) 2016, S. 403-408.

*Beschluss des OLG Düsseldorf, Beschluss vom 09.12.2009 – I-6 W 45/09*, in: ZIP, Heft 1 (31) 2010, S. 28-33.

*OLG Stuttgart, Urteil vom 29.02.2012 – 20 U 3/11*, in: ZIP, Heft 13 (33) 2012, S. 625-635.

*OLG Stuttgart, Urteil vom 19.06.2012 – 20 W 1/12*, in: DB, Heft 41 (65) 2012, S. 2332-2336.

**VI. Lebenslauf****Nina Natalie Witte**Persönliche Daten

Geboren	23. November 1981
Familienstand	verheiratet, zwei Kinder

Ausbildung

1988-1992	Grundschule Heimbachtal-Trechtingshausen
1992-2001	Hildegardisschule Bingen am Rhein (Gymnasium)
Juni 2001	Abitur
2001-2005	Studium der Wirtschaftswissenschaften Johannes Gutenberg-Universität, Mainz
Januar 2005	Abschluss als Diplom-Kauffrau
März 2008	Examen zur Steuerberaterin
Mai 2009	Examen zur Wirtschaftsprüferin
2015-2017	Promotion an der Johannes Gutenberg-Universität, Mainz / Lehrstuhl für Controlling
Juli 2017	Abschluss als Dr. rer. pol.

Praktische Tätigkeit

2005-2011	Senior Managerin sowie Prokuristin bei Deloitte GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Düsseldorf / Frankfurt am Main
2011-2012	Senior Managerin sowie Prokuristin bei Deloitte Touche Tohmatsu Limited, Princeton / New Jersey / USA
Seit 2012	Bereichsleiterin Finanzen sowie Prokuristin WIV Wein International AG, Burg Layen

**Rümmelsheim, den 18. Juli 2017**

**Erstgutachter:** Prof. Dr. Louis Velthuis  
**Zweitgutachter:** Prof. Dr. Christopher Koch  
**Tag der mündlichen Prüfung:** 18. Juli 2017