



Das neue Sanierungsrecht aus empirischer Perspektive: Was sind die kritischen Erfolgsfaktoren einer Sanierung?

Was Unternehmer, Sanierer und Gerichte aus dem «Chapter 11» des U.S. Bankruptcy Code für das revidierte SchKG lernen können

LUKAS MÜLLER

Dieser Aufsatz zeigt einen Überblick wichtiger empirischer Beobachtungen zu «Chapter 11» – dem Nachlassverfahren der Vereinigten Staaten von Amerika – und wendet die relevanten ökonomischen Erkenntnisse auf das neue Sanierungsrecht der Schweiz an. Die provisorische Nachlassstundung soll nach juristischer und ökonomischer Theorie als Instrument der Informationsgewinnung fungieren, um sowohl Gerichten als auch Gläubigern die Information zu verschaffen, damit diese beurteilen können, ob die Sanierungswürdigkeit und die Sanierungsfähigkeit einer Unternehmung gegeben sind. Eine solche Beurteilung kann anhand empirischer Merkmale erfolgen, wobei die zentralen Aspekte einerseits ein genügend positiver Cash Flow, ein zügig durchgeführtes Nachlassverfahren und andererseits ein Unternehmen mit möglichst vielen Vermögenswerten und möglichst geringer Verschuldung sind. Positiv hervorzuheben ist, dass das revidierte Nachlassverfahren in gewissen Fällen dazu verwendet werden kann, um Dauerschuldverhältnisse gegen Entschädigung aufzulösen und den Cash Flow einer Unternehmung dadurch zu verbessern. Im Allgemeinen macht ein Nachlassverfahren am ehesten bei sehr grossen Unternehmen Sinn. Für sehr kleine Unternehmen ist das Nachlassverfahren in finanzieller Hinsicht oft nicht zu bewerkstelligen, zumal der komplette Neustart für kleine Unternehmen meist das effizientere Mittel als die Sanierung darstellt. Des Weiteren ist zu erwarten, dass die Einführung einer Restschuldbefreiung die Effizienz von Nachlassverfahren steigern wird, da sanierungsunwürdige Unternehmen damit weniger Anreize haben, wertvernichtende Nachlassverfahren für sich anzustreben. Stattdessen werden sie ihre Unternehmungen liquidieren. Damit enden weniger nicht sanierungswürdige Unternehmen im Nachlassverfahren.

Cet article offre un aperçu des observations empiriques importantes sur le « Chapter 11 » – la procédure concordataire américaine – et applique les connaissances économiques pertinentes au nouveau droit suisse de l'assainissement. Le sursis concordataire provisoire doit, selon la théorie juridique et économique, fonctionner comme un instrument permettant aux tribunaux et aux créanciers d'obtenir des informations, afin que ceux-ci puissent déterminer si une entreprise peut et doit être assainie. Cette appréciation peut se faire sur la base de critères empiriques, les aspects centraux étant d'une part, un cash-flow positif suffisant et une procédure concordataire rapide et d'autre part, une entreprise avec le plus d'actifs possibles et le plus faible endettement possible. Il convient d'accueillir favorablement le fait que la procédure concordataire révisée peut, dans certains cas, être utilisée pour résilier des contrats de durée contre une indemnisation et ainsi améliorer le cash-flow d'une entreprise. De manière générale, la procédure concordataire se justifie le plus pour les très grandes entreprises. Pour les entreprises de très petite taille, la procédure concordataire n'est souvent guère réalisable d'un point de vue financier, ce d'autant plus qu'un nouveau départ à zéro est souvent un instrument plus efficace que l'assainissement pour les petites entreprises. On peut en outre s'attendre à ce que l'introduction d'une libération du solde de la dette augmente l'efficacité de la procédure concordataire, car les entreprises pour qui l'assainissement ne se prête pas auront moins intérêt à convoiter une procédure concordataire qui élimine des valeurs. Au lieu de cela, elles mettront leurs entreprises en liquidation. Il y aura ainsi moins d'entreprises pour lesquelles un assainissement ne se justifie pas qui aboutiront en procédure concordataire.

Inhaltsübersicht

- I. Einleitung
- II. Theorie
 1. Screening der sanierungswürdigen Unternehmen als Aufgabe des Gerichts
 2. Ursache des Screening-Versagens und Ratschläge für die Praxis
- III. Empirie und daraus abgeleitete Empfehlungen
 1. Typische Fälle nach Chapter 11 und ihre Erfolgchancen
 2. Kritische Erfolgsfaktoren für die erfolgreiche Sanierung
 - 2.1. Cash Flow und Free Cash Flow als bedeutende Informationen
 - 2.2. Dauer des Nachlassverfahrens
 - 2.3. Unternehmensgrösse
 - 2.4. Anzahl Gläubiger, Pfandsicherung, Eigen- und Fremdkapital
 - 2.5. Sind unternehmensspezifische Vermögenswerte vorhanden?
 - 2.6. Auflösung von Dauerschuldverhältnissen
 - 2.7. Vermögensdelikte, Betrugsfälle, Schadenersatzprozesse etc.
 - 2.8. Mangelhafte oder unvollständige Dokumentation?
 3. Entrepreneur-spezifische Anreizprobleme bei Sanierungen...

4. ... und wie die Restschuldbefreiung diese Probleme mindern könnte
- IV. Wann ist das Nachlassverfahren eine sinnvolle Handlungsoption?
- V. Fazit

I. Einleitung

Am 1. Januar 2014 ist das revidierte Sanierungsrecht in Kraft getreten, welches sich an das Chapter 11-Sanierungsverfahren der Vereinigten Staaten von Amerika anlehnt¹. Aufgrund der weitgehenden Entsprechung der

LUKAS MÜLLER, Dr. oec. HSG, lic. iur., MA UZH, LL.M., Habilitand am Rechtswissenschaftlichen Institut der Universität Zürich und am Universitären Forschungsschwerpunkt «Finanzmarktregulierung».

¹ Vgl. Botschaft zur Änderung des Bundesgesetzes über Schuldbeitreibung und Konkurs (Sanierungsrecht) vom 8. September 2010, BBl 2010, 6456 ff.

beiden Rechte² ist es hilfreich, die empirischen Befunde zu Chapter 11 heranzuziehen und die daraus gewonnenen Erkenntnisse, soweit sinnvoll, auf das Schweizer Recht zu übertragen. Zu Chapter 11 gibt es eine Vielzahl wirtschaftswissenschaftlicher Studien, die sich mit der Sanierungswürdigkeit von Unternehmen befassen. Diese Studien untersuchen allerdings vor allem amerikanische Unternehmensinformationen, sodass sich wegen der Unterschiede innerhalb und ausserhalb des Sanierungsrechts³ die Erkenntnisse dieser Studien nicht in jedem Fall unmittelbar auf die Schweiz übertragen lassen⁴. Dennoch lassen sich gleichwohl gewisse ökonomische Ursache-Wirkungs-Zusammenhänge des Sanierungsrechts allgemein auch auf die Schweiz übertragen. Dies ist möglich, da sich der Fokus dieser Studien auf der Funktionsweise des Sanierungsrechts richtet und sowohl Informationen der Unternehmensfinanzierung als auch der institutionellen Rahmenbedingungen sorgfältig beleuchtet⁵. Für die

Schweiz liegen noch keine Daten zum neuen Sanierungsrecht vor, da sich der Beobachtungszeitraum als noch zu kurz erweist⁶. Zum bisherigen Recht liegt jedoch ein sehr nützlicher Bericht zur Praxis des Bezirksgerichts Zürich vor⁷.

Die Kenntnis der Empirie und der ökonomischen Zusammenhänge ist eine unerlässliche Grundvoraussetzung jeder Sanierung. Aus Sicht des Managements hilft dieses Wissen, um überzeugende Sanierungskonzepte zu erstellen. Gläubiger und Gerichte können mit diesem Know-how sowohl die Sanierungsfähigkeit als auch die Sanierungswürdigkeit von Unternehmen zuverlässig beurteilen, um über das weitere Schicksal der kriselnden Unternehmung zu befinden.

II. Theorie

Ein bedeutender Teil der wirtschaftswissenschaftlichen Forschung untersucht die Auswirkungen der Sanierungs- und Konkursgesetze auf Unternehmungen. Von Interesse ist nicht nur die Frage, was innerhalb eines Konkurs- oder Sanierungsverfahrens passiert, sondern auch, welchen Einfluss die Existenz eines Sanierungsverfahrens auf die aussergerichtlichen Restrukturierungsbemühungen eines Unternehmens hat⁸.

1. Screening der sanierungswürdigen Unternehmen als Aufgabe des Gerichts

Unternehmen in der Krise können sowohl in der Schweiz als auch in den Vereinigten Staaten, sofern aussergerichtliche Sanierungen scheitern, entweder das konkursamtliche Liquidationsverfahren (bzw. das Chapter 7)⁹ oder das

² Vgl. Botschaft (FN 1), 6456; DANIEL HUNKELER, Ist das schweizerische Nachlassvertragsrecht revisionsbedürftig?, ST 76 (2002) 357 ff.; ISAAK MEIER, Helvetischer Weg zum Chapter 11, ST 79 (2005) 688 ff.; DANIEL STAEHELIN, Überblick über die Neuerungen im Sanierungsrecht, AJP/PJA 22 (2013) 1736 ff.

³ Zur Problematik, dass Änderungen im Sanierungsrecht auch Auswirkungen auf die restlichen Rechtsbereiche haben, vgl. GEORGE G. TRIANTIS, The Interplay Between Liquidation and Reorganization in Bankruptcy: The Role of Screens, Gatekeepers, and Guillotines, Int'l Rev. L. & Econ. 16 (1996) 101 ff.

⁴ Selbst wenn man annimmt, dass die Gesetze in der Schweiz und in den Vereinigten Staaten völlig identisch seien, ist nicht auszuschliessen, dass dieselben Gesetze aufgrund anderer Faktoren nicht gleich angewendet werden. Entscheidend ist, dass diese Unterschiede auch in den Daten und Modellen erfasst sind. Von Ökonomen durchgeführte Studien untersuchen relevante Aspekte wie die Rechtstradition oder die unterschiedliche Rechtspraxis in der Regel (noch) nicht im Detail, sondern nur aggregiert; vgl. z.B. RAFAEL LA PORTA/FLORENCIO LOPEZ-DE-SILANES/ANDREI SHLEIFER, The Economic Consequences of Legal Origins, J. Econ. Lit. 46 (2008) 285 ff. Diese als bahnbrechend geltende «Law & Finance»-Studie, versucht Einflüsse der Rechtstradition (z.B. Common Law und Civil Law) und Gesetze auf die ökonomischen Ergebnisse zu erklären. Allerdings leidet diese Studie am gleichen Grundproblem wie die meisten anderen Law & Economics oder Law & Finance Publikationen auch: Ursache und Wirkung werden statistisch nicht immer exakt getrennt (sog. Endogenitätsproblem). Mit anderen Worten: Es ist in der LA PORTA/LOPEZ-DE-SILANES/SHLEIFER Studie unklar, inwiefern die Rechtstradition und die Gesetze und die ökonomischen Ergebnisse beeinflussen *et vice versa*; gl.M. KATHARINA PISTOR, Statistische Rechtsvergleichung: Eine kritische Bestandsaufnahme, ZVglRWiss 109 (2010) 356 ff. Das Endogenitätsproblem lässt sich mit zusätzlichen Kontrollvariablen, besseren Daten oder mit verlässlicheren Statistikmodellen entschärfen.

⁵ An dieser Stelle sei der Hinweis erlaubt, dass dieser Artikel Banken und Finanzunternehmen vollständig ausklammert, da für diese teilweise nicht nur wesentlich andere regulatorische Rahmenbedingungen gelten, sondern auch anderen ökonomischen

Ursache-Wirkungs-Zusammenhänge unterliegen; vgl. EDWARD R. MORRISON, Introduction, xxxv, in: Edward R. Morrison (Hrsg.), Economics of Bankruptcy, Vol. I, Cheltenham, UK/Northampton, MA 2012; DANIEL HUNKELER, Bankensanierung – insbesondere unter internationalen Aspekten, SZW 82 (2010) 481 ff. m.w.Hw.

⁶ Für die Zukunft ist zu wünschen, dass auf diesem Gebiet eine Rechtsvergleichung auf empirischer Basis durchgeführt wird, die sowohl juristischen als auch ökonomischen Ansprüchen genügt. Die empirische Rechtsvergleichung steckt indes noch in den Kinderschuhen, da in diesen Bereichen sowohl die statistischen Methoden als auch die Datensätze sehr dürftig sind; vgl. PISTOR (FN 4), 348 ff.

⁷ Vgl. MICHAEL KRAMPF/ROLF SCHULER, Die aktuelle Praxis des Konkursrichters des Bezirksgerichtes Zürich zu Überschuldungsanzeige, Konkursaufschub und Insolvenzerklärung juristischer Personen, AJP/PJA 11 (2002) 1060 ff.

⁸ Vgl. PISTOR (FN 4), 356 ff.; TRIANTIS (FN 3), 101 ff.

⁹ Vgl. 11 U.S.C. §§ 701 ff.; Art. 197 ff. SchKG.

Nachlassverfahren beantragen (bzw. das Chapter 11)¹⁰. Die Forschung unterscheidet bei diesen Analysen sanierungswürdige («gute») von nicht sanierungswürdigen («schlechten») Unternehmungen. Theoretisch kann eine gute Unternehmung das Chapter 7 und eine schlechte Unternehmung das Chapter 11 wählen¹¹. Für die ökonomische Wohlfahrt ist jedoch entscheidend, dass gute Unternehmen saniert und schlechte Unternehmen liquidiert werden – andernfalls wird Wert vernichtet. Deshalb ist aus wohlfahrtsoptimierender Sicht relevant, dass die Gerichte ein wirksames Screening aller Unternehmen vornehmen. Entsprechend sollen die Gerichte die guten Unternehmen mit diesem Verfahren herausfiltern und nur diesen das definitive Nachlassverfahren ermöglichen. Das U.S. Recht liefert indes – wie das SchKG – keine konkrete Kriterien zur Filterung der guten von den schlechten Unternehmungen. Im Gegenteil, die Gerichte der USA und der Schweiz verfügen über einen gewissen Ermessensspielraum bei der Beurteilung, ob ein beantragtes Sanierungsverfahren auch tatsächlich durchgeführt werden soll oder ob eine Alternative nützlicher ist¹².

Eine Unternehmung ist – ökonomisch betrachtet – dann sanierungswürdig, falls der Zeitwert (*present value*)¹³ ihrer Vermögenswerte im gegenwärtigen Gebrauch innerhalb einer Unternehmung grösser ist als in einer alternativen Verwendung ausserhalb; hierbei müssen auch Restrukturierungskosten berücksichtigt werden¹⁴. Anders formuliert heisst das, dass der Fortführungswert einer Unternehmung den Liquidationswert übertreffen muss. Ein Musterbeispiel für ein Unternehmen mit diesen Eigenschaften ist die Eisenbahn: Es kostet sehr viel, ein Eisenbahnunternehmen inklusive Schienennetz auf- und auszubauen. Doch wenn das Schienennetz und die Unternehmung erst einmal stehen, gibt es selten einen besseren

Verwendungszweck für die Vermögenswerte der Eisenbahn als innerhalb des Bahnbetriebes selbst¹⁵.

In der Praxis gelingt es Unternehmen, Investoren, Behörden und Gerichten indes nicht immer, den optimalen Weg einzuschlagen. Ein mahndendes Beispiel ist die misslungene Sanierung der Eastern Airlines, welche Investoren und Gläubiger massiv Geld kostete. In diesem Fall waren sich die überwiegende Mehrheit aller Gläubiger einig, dass der Flugbetrieb nicht rentabel reorganisiert werden konnte. Das Management vertrat die Ansicht, dass der Flugbetrieb nach dem Gesundheitschumpfen und Abbau zahlreicher Arbeitsplätze wieder wertschöpfend betrieben werden könnte. Gegen den Stellenabbau haben sich wiederum die streikenden Arbeitnehmer und die Gewerkschaften gewehrt. Das Gericht hat nach einigen juristischen Auseinandersetzungen auf Drängen der Gewerkschaften das Chapter 11-Verfahren relativ lange weiterlaufen lassen, um den Verlust von Arbeitsplätzen vorderhand zu vermeiden¹⁶. Während des Verfahrens hat Eastern Airlines fortlaufend Vermögensteile verkauft, wobei die Verkaufserlöse hauptsächlich zur Finanzierung der wertvernichtenden Geschäfte verwendet wurden. Die Gläubiger haben im Durchschnitt nur ca. 38% des Erlöses aus dem Verkauf der Betriebsteile erhalten, wohingegen die Gläubiger in einer konkursamtlichen Liquidation vermutlich eine bessere Rendite erzielt hätten¹⁷. Die Weiterführung des defizitären Flugbetriebs war damals aus Sicht der Gewerkschaften, des überforderten Managements und der Gerichte die (kurzfristig) beste Lösung, da kaum zuverlässige Anhaltspunkte bezüglich der ökonomischen Wertschöpfung bzw. Wertvernichtung des Flugbetriebs vorlagen. Die gut gemeinte Absicht, Arbeitsplätze zu retten, führte letztlich dazu, dass mangels einer systematischen Betriebsanalyse ein Milliardenunternehmen unterging¹⁸. Zu Beginn des Chapter 11-Verfahrens hatte Eastern Airlines einen Wert von ca. vier Milliarden U.S. Dollar; während des Verfahrens wurden schätzungsweise mehr als zwei Milliarden U.S. Dollar an Wert vernichtet. Eines der zahlreichen Probleme war der sehr negative betriebliche Cash Flow¹⁹ des Fluggeschäfts;

¹⁰ Vgl. 11 U.S.C. §§ 1101 ff.; Art. 293 ff. SchKG.

¹¹ Vgl. MORRISON (FN 5), xxii.

¹² Vgl. 11 U.S.C. §§ 1101 ff., insb. 11 U.S.C. § 1112; Art. 293a Abs. 3, Art. 296b SchKG.

¹³ Vgl. RICHARD A. BREALEY/STEWART C. MYERS/FRANKLIN ALLEN, *Corporate Finance*, 10. A., New York, NY 2011, 48 ff.

¹⁴ Vgl. MORRISON (FN 5), xxii. Die Lehre geht davon aus, dass wenn eine Unternehmung im Konkurs «stückchenweise» versteigert wird, sich in aller Regel der Wert, den die in einem laufenden Betrieb kombinierten Vermögenswerte, Arbeitskräfte, Marken und Geschäftsbeziehungen haben, verflüchtigt, vgl. JOLANTA KREN KOSTKIEWICZ, *Schuldbetreibungs- und Konkursrecht*, Zürich 2012, N 1584; KURT AMONN/FRIDOLIN WALTHER, *Grundriss des Schuldbetreibungs- und Konkursrechts*, 9. A., Bern 2013, § 53 N 4; nicht zuletzt mag auch der Erhalt von Arbeitsplätzen eine gewisse Bedeutung haben; vgl. *United States v. Whitting Pools, Inc.*, 462 U.S. 198, 203 (1983).

¹⁵ Vgl. DOUGLAS G. BAIRD/EDWARD R. MORRISON, *Serial Entrepreneurs and Small Business Bankruptcies*, *Colum. L. Rev.* 105 (2005) 2313; siehe auch nachstehend Abschnitt III.2.5.

¹⁶ Zu den divergierenden Interessen der verschiedenen Gruppierungen vgl. LAWRENCE A. WEISS/KAREN H. WRUCK, *Information Problems, Conflicts of Interest, and Asset Stripping: Chapter 11's Failure in the Case of Eastern Airlines*, *J. Fin. Econ.* 48 (1998) 68 f.

¹⁷ Vgl. WEISS/WRUCK (FN 16), 64.

¹⁸ Vgl. WEISS/WRUCK (FN 16), 65 ff.

¹⁹ Zum Begriff des operativen Cash Flows siehe nachstehend Abschnitt III.2.1.

mit jedem Tag, an dem die Eastern Airlines Flugzeuge abhoben, wurde durch den Betrieb mehr Geld ausgegeben als eingenommen²⁰. Wären die Flugzeuge nicht geflogen, so hätte dies den Gläubigern weniger Geld vernichtet als dies mit dem Aufrechterhalten des Flugbetriebs der Fall war. Somit wäre in diesem Fall die sofortige Liquidation des Geschäfts die bessere Lösung gewesen, doch die erheblichen Interessenkonflikte zwischen den verschiedenen Share- und Stakeholder verunmöglichten das Erreichen eines effizienten Verfahrensergebnisses.

Auch in anderen Fällen funktioniert die Filterung der guten von den schlechten Unternehmen nicht optimal, da selbst «erfolgreiche» Unternehmen erwartungsgemäss drei bis fünf Jahre nach ihrem Chapter 11 wieder beim Nachlassgericht landen²¹. Das bedeutet, dass Unternehmen, die nicht sanierungswürdig sind, vorübergehend gerettet werden, bis sie wenige Jahre später wieder in erhebliche finanzielle Probleme geraten. (Der umgekehrte Fall ist auch ein Filterversagen, das heisst, eine sanierungswürdige Unternehmung wird liquidiert, obschon die Sanierung die bessere Alternative gewesen wäre.)

Die Ergebnisse der hier präsentierten empirischen Studien können durch unbeobachtete Einflüsse verzerrt werden. So ist es etwa denkbar, dass sich nach dem erfolgreichen Chapter 11-Verfahren die Industriebedingungen erheblich zum Nachteil einer Unternehmung verändern und deshalb eine ursprünglich sanierungswürdige Unternehmung im weiteren Zeitverlauf nicht mehr saniert werden sollte. Dies kann sich insbesondere bei rasant verändernden Technologien zutragen, da sich die in diesen Branchen aktive Unternehmen konstant neu erfinden müssen, um auch für künftige Herausforderungen gerüstet zu sein²².

2. Ursache des Screening-Versagens und Ratschläge für die Praxis

Die Manager der guten und schlechten Unternehmen kennen ihren Betrieb in der Regel besser als Gläubiger und

Gerichte, sodass ihnen ein Informationsvorsprung gegenüber den anderen Akteuren zukommt²³. In einem solchen Fall ist es möglich, dass Manager die Informationsasymmetrie strategisch ausnutzen und gewisse Informationen verzerrt darstellen oder gar nicht kommunizieren, wodurch für Aussenstehende die Beurteilung des Unternehmenswertes und damit auch der Sanierungswürdigkeit erheblich erschwert wird²⁴.

Für die Führung von schlechten Unternehmen besteht der Anreiz, den Gläubigern und dem Gericht aufzuzeigen, dass die Unternehmung einen höheren Wert aufweist, als dies in der Realität zutrifft. Dadurch kann ein schlechtes Unternehmen länger aufrechterhalten werden, als es sich aus ökonomischer Sicht rechtfertigt. Damit einhergehend kann sich das Management über einen längeren Zeitraum Löhne auszahlen und die Unternehmung führen (was an sich schon für viele Unternehmer eine bedeutende Motivation darstellt²⁵)²⁶.

Umgekehrt haben gute Unternehmen den Anreiz, tief zu stapeln. Wenn sich die Gläubiger auf den vom Management zu tief kommunizierten Unternehmenswert verlassen und sich über einen Schuldenerlass einigen, stimmen die Gläubiger allenfalls einem grösseren Schuldenerlass zu, als dies bei fairer und wahrer Information der Fall wäre. Das bisherige Management kann sich damit mehr Unternehmenswert selbst zuteilen, da die Gläubiger auf die ihnen zustehenden Ansprüche verzichten²⁷.

Aufgrund der Informationsasymmetrie stellt sich die Frage, wie sich gute von den schlechten Unternehmen unterscheiden lassen. Problematisch ist, dass – statistisch betrachtet – eher systematische Fehlbeurteilungen («biases») auftreten, sofern (1) der Anteil der schlechten Unternehmen verhältnismässig gross und (2) der Sanierungsmehrwert der guten gegenüber den schlechten Unternehmen verhältnismässig klein ist bzw. die guten Unternehmen im Vergleich zu den schlechten nur einen relativ kleinen Effizienz- und Effektivitätsvorsprung in ihrer Betriebsorganisation aufweisen. Je kleiner diese Effizienz- und Effektivitätsunterschiede sind, desto schwie-

²⁰ Vgl. WEISS/WRUCK (FN 16), 76.

²¹ Vgl. EDITH SHWALB HOTCHKISS, Postbankruptcy Reform and Management Turnover, *Journal of Finance* 50 (1995) 3 ff.

²² Interessant sind hier Beispiele wie Netflix, das ein neues Geschäftsmodell in eine etablierte Branche eingebracht hat und die Marktführer letztlich erfolgreich in die Knie zwang; ADAM RICHARDSON, Netflix's Bold Disruptive Innovation, HBR Blog Network, 20. September 2011, <<http://blogs.hbr.org/2011/09/netflix-bold-disruptive-innovation/>>; MILES D. WHITE, The Reinvention Imperative, *Harv. Bus. Rev.* 91 (November 2013) 42; CLAYTON M. CHRISTENSEN/MICHAEL OVERDORF, Meeting The Challenge Of Disruptive Change (Cover Story), *Harv. Bus. Rev.* 78 (March 2000) 66 ff. m.w.Hw.

²³ Das ist eine der Grundannahmen der Principal-Agent-Theorie, vgl. MICHAEL C. JENSEN/WILLIAM H. MECKLING, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *J. Fin. Econ.* 3 (1976) 308 ff.

²⁴ Vgl. MICHELLE J. WHITE, Corporate Bankruptcy as a Filtering Device: Chapter 11 Reorganizations and Out-of-Court Debt Restructurings, *J.L. Econ. & Org.* 10 (1994) 268 ff.

²⁵ Vgl. MICHAEL J. BARCLAY/CLIFFORD G. HOLDERNESS, Private Benefits from Control of Public Corporations, *J. Fin. Econ.* 25 (1989) 371 ff.

²⁶ Vgl. WHITE (FN 24), 270 ff.

²⁷ Vgl. WHITE (FN 24), 272 ff.

riger ist die Differenzierung der guten von den schlechten Unternehmungen²⁸.

Solange unklar ist, ob sich eine gute oder eine schlechte Unternehmung im Nachlassverfahren befindet, lohnt es sich zunächst, die provisorische Nachlassstundung²⁹ zu durchlaufen, bis mehr Informationen vorhanden sind. Die Botschaft zum neuen Sanierungsrecht erläutert den Zweck der provisorischen Nachlassstundung wie folgt: «Während der provisorischen Stundung sollen sowohl die finanzielle Situation des Schuldners als auch die Möglichkeiten, wie im Hinblick auf eine Sanierung zu verfahren ist, geprüft werden.»³⁰ Ökonomisch betrachtet findet in der provisorischen Nachlassstundung ein Screening der Unternehmen statt, währenddessen die Informationsasymmetrie reduziert wird. Mit anderen Worten ist die provisorische Nachlassstundung ein Instrument der Informationsgewinnung³¹. Sobald für Gerichte und Sanierer klar ist, dass es sich lohnt, die Unternehmung zu retten (das heisst, es ist klar, dass eine gute Unternehmung vorliegt), können die Gläubiger auf einen Teil ihrer Forderungen verzichten (oder gegen Eigenkapital eintauschen) und dem Nachlassvertrag zustimmen. Andererseits können, sobald die notwendigen Informationen beschafft worden sind, schlechte Unternehmen mit gutem Gewissen dem Konkursgericht überwiesen werden³². Die Erfahrung zeigt, dass die U.S. Gerichte in der Regel drei bis vier Monate für diese provisorische Phase benötigen, um die nötigen Informationen zu erhalten³³. Das bedeutet, dass in dieser Zeit das «Audit» dieser Unternehmen relativ effizient funktioniert. Meist erkennen der eingesetzte Sachwalter³⁴, Gläubiger oder die Unternehmensführung während der provisorischen Stundung, ob es sich als

sinnlos erweist, den Nachlassschuldner zu retten³⁵. Demzufolge heisst das für Gerichte und Sanierer, dass sie die provisorische Nachlassstundung als Audit-Phase nutzen sollen, um die Lage zu analysieren. Gerichte sollten in diesen Fällen – abgesehen von klaren Fällen³⁶ – also auch schlechten Unternehmungen eine provisorische Nachlassstundung gewähren. In unklaren Fällen ist der Sachwalter unverzichtbar, um die Sanierungsaussichten zu prüfen³⁷. Die definitive Stundung³⁸ sollte indes nur den sanierungswürdigen Unternehmen gewährt werden, da andernfalls Wert vernichtet wird. Zudem ist nur bei sanierungswürdigen Unternehmen davon auszugehen, dass die Sanierung den gewünschten Erfolg erzielt und dass der Nachlassvertrag bestätigt wird³⁹.

Weiter hat dies für gute (und strategisch denkende) Unternehmen zur Folge, dass sie alles daran setzen müssen, dass die Sanierung aussergerichtlich gelingt, da bereits relativ viele gute wie auch schlechte Unternehmen ein provisorisches Nachlassverfahren beantragen werden und die guten von den schlechten Unternehmen nicht ohne Schwierigkeiten unterscheidbar sind⁴⁰. Die aussergerichtliche Sanierung wird umso wichtiger, je mehr schlechte Unternehmen die provisorische Nachlassstundung beantragen und je schwieriger die guten von den schlechten Unternehmen unterscheidbar sind⁴¹. Die Devise lautet deshalb: Frühzeitig die Lage analysieren, die für den Turnaround notwendigen Ressourcen sichern⁴², die betroffenen Shareholder und Stakeholder informieren sowie mittels deren Hilfe sanieren, bevor der rufschädigende Pleitegeier über der Unternehmung kreist. Entscheidend ist in jedem Fall, dass das Management möglichst überzeugend darlegt, dass die aussergerichtliche Sanierung für

²⁸ Vgl. MORRISON (FN 5), xxii.

²⁹ Vgl. Art. 293 ff. SchKG.

³⁰ Botschaft (FN 1), 6479. Für aussichtslose Fälle soll die provisorische Nachlassstundung allerdings nicht offenstehen; für sie ist der Konkurs sinnvoller; vgl. Art. 293a Abs. 3 SchKG; nachstehend Abschnitt III und insbesondere Abschnitt III.2.8.

³¹ Vgl. ROBERT M. MOORADIAN, The Effect of Bankruptcy Protection on Investment: Chapter 11 as a Screening Device, *Journal of Finance* 49 (1994) 1405.

³² Vgl. Art. 293a Abs. 3 SchKG.

³³ Vgl. EDWARD R. MORRISON, Bankruptcy Decision Making: An Empirical Study of Continuation Bias in Small-Business Bankruptcies, *J.L. & Econ.* 50 (2007) 393 ff.

³⁴ Grundsätzlich hat ein Nachlassschuldner im Chapter 11 keinen Sachwalter zur Seite. In den Fällen von 11 U.S.C. § 1104 kann dennoch ein Sachwalter eingesetzt werden; vgl. MARK S. SCARBERRY ET AL. Business Reorganization in Bankruptcy, *Cases and Materials*, 4. A., St. Paul, MN 2012, 287 ff. m.w.Hw. Im neuen Sanierungsrecht ist die Einsetzung eines Sachwalters die Grundregel und das vom Sachwalter unabhängige Weitergeschäften die Ausnahme; vgl. Art. 293b SchKG.

³⁵ Vgl. VOJISLAW MAKSIMOVIC/GORDON PHILIPPS, Asset Efficiency and Reallocation Decisions of Bankrupt Firms, *Journal of Finance* 53 (1998) 1495 ff.; MORRISON (FN 33), 399 f.

³⁶ Klar ist ein Fall, sofern die nach Art. 293 SchKG notwendigen Dokumente, etwa Bilanz, Erfolgsrechnung, Liquiditätsplanung oder der Sanierungsplan sowie die entsprechenden zukunftsbezogenen Informationen im Nachlassstundungsgesuch des Schuldners fehlen. Falls diese Unterlagen fehlen, ist aus empirischer Sicht davon auszugehen, dass die Unternehmensführung kaum mehr den Willen oder die Fähigkeiten aufbringt, die Sanierung erfolgreich abzuwickeln; vgl. insb. nachstehend Abschnitt III.2.8. Für die offensichtlich aussichtslosen Fälle ist der Konkurs die effizientere Lösung, vgl. Art. 293a Abs. 3 SchKG.

³⁷ Vgl. Art. 293b Abs. 1 SchKG.

³⁸ Vgl. Art. 294 SchKG.

³⁹ Die Aussicht auf Sanierung und das Erfordernis, dass der Nachlassvertrag bestätigt wird, sind auch im Gesetz vorgesehen: Art. 294 Abs. 1 SchKG; Botschaft (FN 1), 6483.

⁴⁰ Vgl. WHITE (FN 24), 274 ff.

⁴¹ Vgl. WHITE (FN 24), 287 ff.

⁴² Oder entsprechend frühzeitig liquidieren, vgl. z.B. Art. 736 ff. OR.

die Unternehmung wertvermehrend ist und sie sich für die Gläubiger und potenziellen Investoren als lohnenswert erweisen wird⁴³. Dank eines sorgfältig erstellten Sanierungskonzepts, welches eine Unternehmensbewertung und eine Analyse mit den gängigen Performance-Messungen beinhaltet, lässt sich dies in der Regel überzeugend bewerkstelligen⁴⁴.

III. Empirie und daraus abgeleitete Empfehlungen

Die im Ausland beobachteten Sanierungsverfahren erlauben auf empirischer Basis für die schweizerischen Unternehmen, eine erste «Triage» vorzunehmen, um eine Idee davon zu erhalten, bei welchen Unternehmenstypen sich eine Sanierung am ehesten lohnt. Damit lässt sich die in der Rechtsprechung erwähnte Chance einer erfolgreichen Sanierung zuverlässiger auslegen⁴⁵. Hierbei gilt es sich allerdings zu vergegenwärtigen, dass in der Forschung vielerlei andere, unbeobachtete Faktoren oder systematische Beurteilungsfehler («*biases*») die Aussagekraft, die ermittelten Zusammenhänge und Resultate verzerren können. In den hier präsentierten Forschungsergebnissen wurden die systematischen Fehler mit den heute üblichen statistischen Verfahren weitestgehend entschärft, so dass die Aussagen relativ zuverlässig sind. Wer die hier zitierten empirischen Studien im Detail betrachtet und gestützt auf die dort durchgeführten statistischen Analysen erwartet, dass konkret im Einzelfall gesagt werden kann, welche Unternehmung sanierungswürdig ist und welche nicht, muss hier sogleich enttäuscht werden. Die in diesen Studien verwendeten empirischen Modelle lassen lediglich eine allgemeine Erwartungshaltung zu, die bei hoher Fallzahl zu ähnlichen Resultaten führen kann; in Einzelfällen kann es jedoch zu Abweichungen von den erwarteten Prognosen kommen. Wer aufgrund all dieser Disclaimer den in diesen zitierten Studien verwendeten statistischen Methoden gegenüber sehr kritisch eingestellt ist, darf daran erinnert werden, dass vergleichbare Methoden unter anderem auch bei der Analyse von pharmazeutischen Präpa-

raten angewendet werden und Behörden gestützt auf diese empirischen Methoden über die Zulassung von Medikamenten entscheiden⁴⁶. Falls allen statistischen Widrigkeiten zum Trotz ein Sanierungsversuch unternommen wird, könnten die hier erwähnten Problemfaktoren in einem Sanierungskonzept speziell beleuchtet und im Sanierungsversuch mit Priorität angegangen werden.

1. Typische Fälle nach Chapter 11 und ihre Erfolgchancen

In den Vereinigten Staaten gibt es hauptsächlich drei verschiedene Chapter 11-Fälle: (a) Sehr grosse Unternehmen, (b) KMU und (c) «*single asset real estate*»⁴⁷ Schuldner. Die Erfahrung zeigt, dass Sanierungen nur bei der ersten Kategorie erfolgreich sind; bei KMU sind Chapter 11-Verfahren kaum je erfolgreich⁴⁸. Die allermeisten KMU, die ein Chapter 11-Verfahren begonnen haben, werden in der Regel spätestens innerhalb von sieben Monaten konkursamtlich liquidiert⁴⁹.

Der «*single asset real estate*»-Fall ist aussergewöhnlich⁵⁰. Hier geht es darum, dass eine Rendite-Liegenschaft mit einer Hypothek belastet ist und dass die Immobilie später (z.B. weil eine Immobilienblase platzt) stark an Wert verliert. Oft beantragt der Eigentümer der Immobilie Chapter 11, um die Zwangsverwertung des Grundstücks hinauszuschieben oder den Hypothekarkredit zu reduzieren. Diese Fallkonstellation ist wenig erforscht, wird aber tendenziell nicht als sanierungswürdig betrachtet⁵¹. In diesen Fällen scheint die Zwangsverwertung eher das probate Mittel zur Überwindung der Krise⁵².

⁴⁶ Vgl. JEFFREY M. WOOLDRIDGE, *Introductory Econometrics: A Modern Approach*, 4. A., Mason OH 2009, 1 ff. m.w.Hw.

⁴⁷ Das sind Unternehmen, deren Geschäftsmodell darin besteht, eine einzige Immobilie zu bewirtschaften. Für diese Fälle ist typisch, dass das Unternehmen einen grossen Kredit hat. Der Schuldner hofft in diesem Verfahren, dass die Immobilie während des Verfahrens wieder an Wert gewinnt und dass sich die Probleme über den Zeitverlauf – vor allem auf Kosten des grössten Gläubigers – «von selbst» lösen; vgl. WILLIAM D. WARREN/DANIEL J. BUSSEL/DAVID A. SKEEL, *Bankruptcy*, 9. A., New York, NY 2010, 621 f.

⁴⁸ Vgl. WARREN/BUSSEL/SKEEL (FN 47), 600.

⁴⁹ Vgl. WARREN/BUSSEL/SKEEL (FN 47), 600.

⁵⁰ Vgl. 11 U.S.C. § 101(51B). Um Missbräuche zu verhindern, gelten bei diesem Chapter 11 Fall etwas strengere Anforderungen hinsichtlich der Sanierungswürdigkeit, vgl. z.B. 11 U.S.C. § 362(d)(4).

⁵¹ Vgl. WARREN/BUSSEL/SKEEL (FN 47), 600 f.

⁵² In HANS CASPAR VON DER CRONE/ANDREAS GERSBACH/FRANZ J. KESSLER/BRIGITTE VON DER CRONE, *fusg.ch, fusionsgesetz*, <http://www.fusg.ch/#I_1_0_>, N 1615 f. und den dort erwähnten Quellen wird für Immobiliengesellschaft der Substanzwert vorgeschlagen. Der Substanzwert entspricht häufig dem Liquidationswert, wenn ein aktiver Markt für ein bestimmtes Gut besteht. In diesem Fall macht eher eine Zerschlagung Sinn.

⁴³ Vgl. MOORADIAN (FN 31), 1403 ff.

⁴⁴ Vgl. GÜNTER MÜLLER-STEWENS/CHRISTOPH LECHNER, *Strategisches Management, Wie strategische Initiativen zum Wandel führen*, 4. A., Stuttgart 2011, 591 ff.

⁴⁵ Vgl. BGE 120 II 425 = Pra 1995, Nr. 78, 441 ff.; ALEXANDER BRUNNER/FELIX H. BOLLER, in: Adrian Staehelin/Thomas Bauer/Daniel Staehelin (Hrsg.), *Basler Kommentar über Schuldbetreibung und Konkurs II*, 2. A., Basel 2010 (nachfolgend zitiert: BSK SchKG-II-VERFASSER): Art. 192 N 13.

Laut einer neueren Studie endet der Löwenanteil der «erfolgreichen» Chapter 11-Verfahren mit der Übertragung des Betriebes an eine Auffanggesellschaft⁵³. Selbst bei sehr grossen Unternehmen wie General Motors, Enron oder Polaroid wurden die wesentlichen Vermögenswerte innerhalb des Chapter 11 verkauft, wobei vom Kerngeschäft nichts Nennenswertes mehr übrig blieb⁵⁴. Somit zeigt sich, dass selbst im Land der unbegrenzten Möglichkeiten vor allem auf eine dem Nachlassvertrag mit Vermögensabtretung entsprechende Lösung zurückgegriffen wird. Die Weiterführung des Betriebes in der bisherigen juristischen Person⁵⁵ ist in den wenigsten Fällen ideal, da sie in der Regel wertvernichtend ist und die unvermeidliche Neukombination der in der Unternehmung vereinigten Ressourcen bloss hinauszögert. Dies akzentuiert sich, wenn in Sanierungsverfahren tendenziell mehr schlechte Unternehmen enden, weil guten Unternehmen im Vergleich zu den schlechten Unternehmen eher eine (weniger öffentlichkeitswirksame) aussergerichtliche Sanierung⁵⁶ gelingt⁵⁷. Von denjenigen Unternehmen, die den Betrieb nach dem Abschluss des Chapter 11 weitergeführt haben, endet wiederum ein Drittel in einem neuen Sanierungs- oder Konkursverfahren⁵⁸. So verliess beispielsweise Trans World Airlines («TWA») 1993 zum ersten Mal das Chapter 11, 1995 zum zweiten Mal und 1998 zum dritten Mal. Dieses Phänomen wird scherzhaft als «Chapter 22» und «Chapter 33» bezeichnet⁵⁹. Immerhin scheint eine Chapter 11⁶⁰ Variante, die dem ordentlichen Nachlassvertrag nach Schweizer Recht entspricht, erfolgreich zu sein, wenn es darum geht, Schadenersatzansprüche aus Asbestfällen oder *punitive damages* massiv zu reduzieren; solche Betriebe sind – abgesehen von den Rechtsrisiken – regelmässig effizient aufgestellt⁶¹.

Die meisten der Chapter 11-Verfahren sind nicht die allgemein bekannten Fälle wie Enron, General Motors,

diverse Airlines und dergleichen. Stattdessen bilden kleine und mittlere Unternehmen (KMU) den zahlenmässig häufigsten Fall⁶². Nur lediglich 6 bis 12⁶³ Prozent der KMU gelingt es, bis und mit Abschluss des Sanierungsverfahrens ihren Betrieb aufrecht zu erhalten. Die meisten sanierungswürdigen Unternehmen können ausserhalb von Chapter 11 gemeinsam mit ihren wichtigen Gläubigern und Eigentümern aussergerichtlich eine Einigung finden und zwar ohne die negative öffentliche Wahrnehmung der über der Unternehmung kreisenden Pleitegeier⁶⁴. Kleine Unternehmen scheitern meist, weil sie entweder die nötige Finanzierung für den Turnaround nicht aufreiben können oder aufgrund dessen, dass es ihnen nicht gelingt, die enormen Verfahrens- und Beraterkosten zu decken. KMU entscheiden sich in den USA aufgrund der hohen Verfahrens- und Beraterkosten des Sanierungsfahrens oft gegen die gerichtlich begleitete Sanierung und wählen freiwillig das konkursrechtliche Liquidationsverfahren⁶⁵. Sollte dieser Konkursantrag ökonomisch betrachtet zu Unrecht erfolgen, da die Unternehmung als sanierungswürdig erscheint, besteht die Möglichkeit, dass das Gericht auf Antrag eines Gläubigers oder auf Antrag des Verwaltungsrats den Konkurs aufschiebt⁶⁶. Interessierte Gläubiger könnten zu diesem Zweck präventiv eine Schutzschrift beim zuständigen Konkursgericht deponieren und darlegen, inwiefern aus ihrer Sicht eine Sanierung des Schuldners Sinn machen würde, um die Konkurseröffnung einstweilen zu verhindern⁶⁷.

⁵³ Vgl. ELIZABETH WARREN/JAY WESTBROOK, The Success of Chapter 11: A Challenge to the Critics, Mich. L. Rev. 107 (2009) 611 f.

⁵⁴ Vgl. DOUGLAS G. BAIRD/ROBERT K. RASMUSSEN, The End of Bankruptcy, Stan. L. Rev. 55 (2002) 751 f.

⁵⁵ Vgl. ISAAK MEIER, Die Weiterführung des Unternehmens nach Konkurseröffnung, BLSchK 67 (2003) 4 ff.

⁵⁶ Vgl. GARY BURNISON, Korn Ferry's CEO on Transforming the Company in Mid-Crisis, Harv. Bus. Rev. 91 (December 2013) 45 ff. Diese Unternehmung konnte sich erfolgreich aussergerichtlich sanieren, obwohl das Chapter 11 kurz bevor stand.

⁵⁷ Vgl. MOORADIAN (FN 31), 1403 ff. Siehe auch voranstehend Abschnitt II.2.

⁵⁸ Vgl. HOTCHKISS (FN 21), 3 ff.

⁵⁹ Vgl. BREALEY/MYERS/ALLEN (FN 13), 867 ff.

⁶⁰ Vgl. Art. 314 ff. SchKG; 11 U.S.C. § 1141; SCARBERRY ET AL. (FN 34), 1144 ff.

⁶¹ Vgl. BAIRD/MORRISON (FN 15), 2353 ff. Siehe auch nachstehend Abschnitt III.2.7.

⁶² Vgl. BAIRD/MORRISON (FN 15), 2310 ff.

⁶³ Der Unterschied dieser Prozentzahlen ergibt sich aus den verschiedenen Messmethoden und den erhobenen Daten. Es hat einen Einfluss auf die Datenerhebung, ob man ordentliche Nachlassverträge oder Betriebsverkäufe als «Aufrechterhaltung des Betriebs» oder als Liquidation ansieht. Falls der Betrieb verkauft und weitergeführt wird, führen manche Statistiken dies als Einstellung des Betriebes des Nachlassschuldners auf.

⁶⁴ Vgl. WHITE (FN 24), 268 ff., 287 ff.

⁶⁵ Vgl. EDWARD R. MORRISON, Bargaining around Bankruptcy: Small Business Workouts and State Law, J. Legal Stud. 38 (2009) 255, 296 ff.; EDWARD R. MORRISON, Bankruptcy's Rarity: Small Business Workouts in the United States, Eur. Company & Fin. L. Rev. 5 (2008), 173 (von den in dieser Studie beobachteten KMU haben sich ca. 20% für das Sanierungsverfahren entschieden; die restlichen Unternehmen suchten eine aussergerichtliche Reorganisation oder landeten sofort im Konkursverfahren).

⁶⁶ Vgl. Art. 725a OR. Zu den Voraussetzungen vgl. HANSPETER WÜSTNER in: Heinrich Honsell/Nedim Peter Vogt/Rolf Watter (Hrsg.), Basler Kommentar zum schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht II, 4. A., Basel 2012 (nachfolgend zitiert: BSK OR II-VERFASSER), Art. 725a N 2 ff.

⁶⁷ Vgl. Art. 270 ZPO. Dem Verfasser ist ein Fallbeispiel bekannt, bei dem der wichtigste Gläubiger eine Schutzschrift beim Gericht deponiert hat und es in der Folge zu einem Nachlassverfahren kam.

2. Kritische Erfolgsfaktoren für die erfolgreiche Sanierung

In der Realität ist es schwierig, im Einzelfall anhand objektiver (und damit überprüfbarer Kriterien) nachzuweisen, dass eine Unternehmung sanierungswürdig ist. Einerseits wird argumentiert, dass der Fortführungs- und Liquidationswert übertreffen soll⁶⁸, andererseits werden zusätzliche beobachtbare Indikatoren vorgeschlagen. Hierzu gehören etwa (1) die Angemessenheit der Kapitalausstattung des Schuldners, (2) die Ertragskraft eines Unternehmens, (3) die konjunkturellen Rahmenbedingungen, (4) die Fähigkeiten des Managements des Schuldners, (5) die Wahrscheinlichkeit, dass dasselbe Management-Team die Unternehmung weiterführt oder (6) andere Faktoren, die direkt mit der betrieblichen Umsetzbarkeit des Sanierungsplanes zusammenhängen⁶⁹. Die Analyse hängt stark von den konkreten Tatsachen ab. Basierend auf der Empirie folgt weiter hinten eine Zusammenstellung von verschiedenen messbaren Merkmalen (z.B. Anzahl Mitarbeiter, Bilanz- und Erfolgsrechnungsgrößen), die bei Sanierungsversuchen von U.S. Unternehmen untersucht wurden. Wichtig ist, dass eine möglichst aussagekräftige Kombination von Indikatoren als Entscheidungshilfen hinzugezogen werden, um die Unsicherheit über die Zukunftssituation weitgehend plausibel zu reduzieren und Entscheidungen gestützt auf einer aussagekräftigen Informationsbasis zu treffen⁷⁰.

2.1. Cash Flow und Free Cash Flow als bedeutende Informationen

Die meisten Unternehmenskrisen werden durch einen Liquiditätsengpass ausgelöst⁷¹. Gläubiger bemerken die Liquiditätskrise spätestens dann, wenn ihre Forderungen nicht mehr rechtzeitig beglichen werden. Häufig ist ein negativer betrieblicher Cash Flow eine Ursache der Liquiditätskrise⁷². Ein negativer betrieblicher Cash Flow heisst,

dass der Betrieb mehr Geld ausgibt, als er einnimmt. Damit werden langfristig Liquiditätszuschüsse aus dem Verkauf von Aktiven, aus der Aufnahme von Fremd- oder Eigenkapital notwendig⁷³. Andauernder Geldabfluss kann in Verbindung mit einer hohen Verschuldungsquote auch die Besorgnis einer Überschuldung begründen⁷⁴. Allerdings ist im Gesellschaftsrecht die Liquidität noch kein zentraler Faktor bei der Beurteilung einer Unternehmung; in Art. 725 OR wird die Liquidität gar nicht erst erwähnt⁷⁵. Die Einführung eines gesellschaftsrechtlichen Tatbestandes der Zahlungsunfähigkeit im künftigen Recht ist dringend notwendig, da Liquiditätsengpässe das akuteste Anzeichen einer Unternehmenskrise sind⁷⁶.

Das folgende Beispiel verdeutlicht die Wichtigkeit des Cash Flow: Angenommen ein Geschäft verkauft ein Produkt für 9.50 Franken pro Stück. Im Einkauf kostet dieses Produkt 10 Franken. Für jedes Produkt, das die Unternehmung verkauft, fliessen netto 0.50 Franken aus der Kasse. Diese Unternehmung verfügt somit über einen negativen betrieblichen Cash Flow. Im Falle, dass dieses Geschäft nicht saniert werden kann und kein positiver betrieblicher Cash Flow resultiert, hat dieses Geschäft keinen Wert, fortgeführt zu werden; es ist sodann dringend zu liquidieren⁷⁷. Selbst wenn das Geschäft saniert werden könnte und das Geschäft somit zukünftig einen positiven betrieblichen Cash Flow erzielen würde, heisst das noch nicht zwingend, dass die Fortführung des Unternehmens sinnvoller ist als dessen Liquidation. Angenommen, es stehen

⁶⁸ Vgl. SCARBERRY ET AL. (FN 34), 1 ff.

⁶⁹ Vgl. *In re Temple Zion*, 125 B.R. 910 (Bankr. E.D.Pa., 1991) 914 ff. m.w.Hw.

⁷⁰ Vgl. HUGH COURTNEY/DAN LOVALLO/CARMINA CLARKE, *Deciding How to Decide (Cover Story)*, Harv. Bus. Rev. 91 (November 2013) 62 ff.

⁷¹ Vgl. JÖRG MÜLLER-GANZ, *Turnaround, Restrukturierung und Sanierung von Unternehmen*, Zürich 2004, 18 ff.; LUKAS MÜLLER, *Sanierungsfusion und Rechnungslegung*, Diss. oec. St. Gallen, Zürich/St.Gallen 2008, 15 ff.; NATALIA OUTECHVA, *Corporate Financial Distress: An Empirical Analysis of Distress Risk*, Diss. oec. St. Gallen, Bamberg 2007, 19 ff. m.w.Hw.

⁷² Vgl. SCARBERRY ET AL. (FN 34), 3. Erstaunlicherweise scheint der betriebliche Cash Flow für Investoren nicht wirklich entschei-

dungsrelevant zu sein. Investoren fokussieren sich offenbar hauptsächlich auf (leicht manipulierbare) Grössen wie Gewinn und Umsatz; vgl. MAXIMILIAN MÜLLER, *Kapitalmarktreaktion auf die Publikation von Erfolgsindikatoren, Reagiert der Kapitalmarkt effizient auf die Veröffentlichung von Gewinn, Umsatz und operativem Cashflow im Rahmen des Jahresabschlusses?*, Diss. oec., Zürich/Basel/Genf 2012, 110 ff.

⁷³ Oder mit anderen Worten: Es wird ein positiver Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit notwendig.

⁷⁴ Vgl. BSK OR II-HANSPETER WÜSTINER (FN 66), Art. 725 N 32 f. (dort werden Verluste mit «cash drain» gleichgesetzt; es gilt indessen Cash Flow und Gewinne/Verluste streng auseinanderzuhalten. Gewinne/Verluste sind das Endergebnis der Erfolgsrechnung und der Cash Flow ergibt sich aus der Veränderung des Bargeldbestands bzw. der Differenz der Ein- und Ausgaben).

⁷⁵ Immerhin ist dem Gesuch für die provisorische Nachlassstundung eine Liquiditätsplanung beizufügen und die Zahlungseinstellung ist ein Grund für die Konkurseröffnung ohne vorgängige Betreuung; vgl. Art. 293 lit. a und Art. 190 Abs. 1 Ziff. 2 SchKG. Siehe allgemein zur Bedeutung des Cash Flow, vgl. PETER BÖCKLI, *Schweizer Aktienrecht*, 4. A., Zürich/Basel/Genf 2009, § 13 N 726 ff.

⁷⁶ Vgl. Art. 725a des E-OR gemäss BBl 2008, 1785; BSK OR II-HANSPETER WÜSTINER (FN 66), Art. 725 N 9a. Siehe auch die Nachweise in FN 71.

⁷⁷ Das Beispiel stammt aus SCARBERRY ET AL. (FN 34), 3 ff.

zwei Alternativen zur Wahl: (1) das sanierte Geschäft erzielt jährlich bis in alle Ewigkeit einen betrieblichen Cash Flow von 1'000 Franken oder (2) das Geschäft könnte sofort für 150'000 Franken verkauft⁷⁸ werden: In diesem Fall würde kein vernünftiger Investor das Geld im Betrieb lassen, denn das Geschäft liesse sich sofort liquidieren und die 150'000 Franken könnten auf dem Kapitalmarkt besser angelegt werden. Selbst ein risikoloser, jährlicher (bis in alle Ewigkeit anfallender) Cash Flow in Höhe von 1'000 Franken hat zur Zeit einen geringeren Barwert als die 150'000 Franken, die dem Liquidationswert entsprechen⁷⁹. Auch wenn die Gläubiger bei einer Sanierung nur 100'000 Franken Gegenwert erhalten würden (und somit 50'000 Franken Liquidationswert vernichtet würde), könnten sie aus diesem verbleibenden Geld eine Bundesobligation mit zehn Jahren Laufzeit erwerben und sie hätten von der erzielbaren Rendite problemlos – fast ohne Risiko – mindestens den betrieblichen Cash Flow des (riskanten) Unternehmens erzielt⁸⁰. Entscheidend ist in jedem Fall, dass die Fortführung des Geschäfts – unter Berücksichtigung vernünftiger Risikoeinschätzungen – einen Geldfluss erzielt, der denjenigen der Liquidation übertrifft.

Das vorhin erläuterte Beispiel ist sehr stark vereinfacht. In der Realität ist der Vergleich von Fortführungs- und Liquidationswert mit den üblichen Unternehmensbewertungsmethoden zu führen, wobei hier darauf hinzuweisen ist, dass stets verschiedene Methoden parallel angewendet werden sollten, die jedoch nicht notwendigerweise auf dasselbe Resultat kommen müssen⁸¹.

Noch nützlichere Aussagen können mit dem Free Cash Flow (FCF) gemacht werden. Der FCF besteht aus dem betrieblichen Cash Flow plus den Einnahmen aus Desinvestitionen abzüglich der Ausgaben für Investitionen. Die FCF-Kennzahl zeigt, was am Ende des Tages für die Investoren übrig bleibt⁸². Diese Kennzahl ist auch ein zentrales Element der Unternehmensanalyse,

insbesondere für die Discounted Cash Flow (DCF) Methode. Der DCF leitet den Wert einer Unternehmung basierend auf den erwarteten diskontierten FCF her⁸³. Die DCF-Methode ist ein wichtiges Analyseinstrument, um Investitionsprojekte, Vermögenswerte oder eine gesamte Unternehmung unter Berücksichtigung der erwarteten Risiken zu beurteilen⁸⁴. Je grösser der FCF wird und je geringer die Kapitalkosten (und damit auch die Risiken) sind, desto eher spricht dies für die Sanierungswürdigkeit von Unternehmen⁸⁵. Hierbei wird vorausgesetzt, dass bei der DCF-Bewertung plausible und nachvollziehbare Annahmen und Szenarien formuliert werden. Üblicherweise werden ergänzend zur DCF-Methode auch andere Bewertungsmethoden angewandt, um die Annahmen und Resultate der DCF-Methode zu plausibilisieren⁸⁶.

2.2. Dauer des Nachlassverfahrens

In einer von MORRISON durchgeführten Studie zeigt sich, dass die Verfahrensdauer bei KMU ein valider Indikator für die Beurteilung der Sanierungswürdigkeit und Sanierungsfähigkeit eines Unternehmens ist. Je länger das Verfahren dauert, desto unsicherer wird es für die Gläubiger, dass sie eine Rendite erzielen können, die über derjenigen des Konkursverfahrens liegt⁸⁷. Diese Argumentation wird im Übrigen auch in der Schweiz verwendet⁸⁸.

In den USA kann – genau wie im schweizerischen Sanierungsrecht – das Gericht das Nachlassverfahren in ein Konkursverfahren umwandeln⁸⁹. Die Erfahrung zeigt, dass die meisten Chapter 11-Verfahren maximal drei bis vier Monate dauern, bis die Investoren (oder das Gericht) zuverlässig beurteilen können, ob eine Unternehmung noch zu retten ist oder ob die konkursamtliche Liquidation sinnvoller ist⁹⁰. Immerhin ist darauf hinzuweisen, dass je grösser eine Unternehmung ist, desto komplexer und länger auch das Verfahren wird⁹¹. Entsprechend ist zu

⁷⁸ Bzw. die konkursamtliche Liquidation würde diesen Erlös ergeben.

⁷⁹ Angenommen, der risikolose Zinssatz – das ist ungefähr der aktuelle Zinssatz einer Bundesobligation – betrage 1%, dann entspricht der ewige Barwert dieser Anlage 1'000 Franken/0.01 = 100'000 Franken. Falls das Risiko und damit der Zinssatz grösser werden, verringert sich der Barwert. Vgl. RUDOLF VOLKART, *Corporate Finance: Grundlagen von Finanzierung und Investition*, 5. A., Zürich 2011, 316 ff. m.w.Hw. zur Berechnung und Herleitung des Barwerts.

⁸⁰ Vgl. SCARBERRY ET AL. (FN 34), 3 ff.

⁸¹ Vgl. SCARBERRY ET AL. (FN 34), 43 ff.; MÜLLER-STEWENS/LECHNER (FN 44), 614 ff.; VOLKART (FN 79), 131 ff. m.w.Hw.

⁸² Vgl. LUKAS HANDSCHIN, *Rechnungslegung im Gesellschaftsrecht*, Basel 2013, N 444.

⁸³ Vgl. HANDSCHIN (FN 82), N 444 ff. m.w.Hw.

⁸⁴ Vgl. VOLKART (FN 79), 154 ff. m.w.Hw.

⁸⁵ Vgl. TIM OPLER/SHERIDAN TITMAN, *The Determinants of Leveraged Buyout Activity: Free Cash Flow vs. Financial Distress Costs*, *Journal of Finance* 48 (1993) 1991 ff.

⁸⁶ Vgl. HANS CASPAR VON DER CRONE/GERSBACH/KESSLER/BRIGITTE VON DER CRONE (FN 52), N 1611 ff. m.w.Hw.

⁸⁷ Vgl. MORRISON (FN 33), 399 f.

⁸⁸ Vgl. Bundesgerichtsurteil vom 11. April 2000, 5P.466/1999; BSK OR II-HANSPETER WÜSTINER (FN 66), Art. 725a N 7.

⁸⁹ Vgl. 11 U.S.C. § 1112(a) bzw. Art. 293a Abs. 3, Art. 296b SchKG.

⁹⁰ Vgl. MORRISON (FN 33), 399 f.

⁹¹ Vgl. ARTURO BRIS/IVO WELCH/NING ZHU, *The Costs of Bankruptcy: Chapter 7 Liquidation versus Chapter 11 Reorganization*, *Journal of Finance* 61 (2006) 1274 ff.

erwarten, dass bei sehr grossen Unternehmen diese Beurteilungsphase tendenziell etwas länger als drei bis vier Monate dauert⁹².

2.3. Unternehmensgrösse

Die Empirie zeigt: Je grösser eine Unternehmung ist, umso eher ist eine erfolgreiche Sanierung zu erwarten. In der von BRIS/WELCH/ZHU durchgeführten Studie ist ein Unternehmen, das ein Sanierungsverfahren erfolgreich absolviert, im Durchschnitt 40-mal grösser als eine konkursamtlich zu liquidierende Unternehmung⁹³. Eine Schwäche dieser Studie ist indes, dass sie nicht konkret aufzeigt, ab wann für eine Unternehmung die erforderliche kritische Grösse erreicht ist, damit eine Sanierung überhaupt erst Sinn macht.

Für KMU gibt es kaum überzeugende Belege dafür, dass die Sanierung von mittleren oder gar kleinen Unternehmen Sinn macht. Im Gegenteil, eine äusserst sorgfältig durchgeführte Studie zeigt, dass in der untersuchten Stichprobe lediglich 38% der KMU ein gerichtliches Sanierungsverfahren ohne Liquidation und Einstellung des Betriebes überstehen. Von diesen Unternehmen, die eine gerichtliche Sanierung überstanden haben, gerieten innert eines Jahres zwei Drittel in Konkurs oder stellten aus anderen Gründen die Betriebstätigkeit ein⁹⁴. Dies erstaunt nicht, wenn man sich vor Augen führt, dass in der Schweiz nach fünf Jahren ungefähr die Hälfte der neu gegründeten Unternehmen den Betrieb wieder einstellen⁹⁵. Immerhin scheint bei einigen wenigen KMU das Nachlassverfahren Sinn zu machen, sofern der Ursprung der Unternehmenskrise in einer zu raschen Expansion liegt und infolgedessen relativ viele ungenutzte (bzw. nichtbetriebsnotwendige) Vermögenswerte zu einem guten Preis verkauft werden können, um die Sanierung zu finanzieren⁹⁶.

2.4. Anzahl Gläubiger, Pfandsicherung, Eigen- und Fremdkapital

Die empirische Forschung zeigt: Je grösser das Verhältnis von Fremd- zu Eigenkapital ist, desto unwahrscheinlicher ist die erfolgreiche Sanierung des Unternehmens⁹⁷. Im-

merhin scheint in jedem Fall die Zuführung von genügend neuem Eigenkapital für die Sanierungswürdigkeit und Sanierungsfähigkeit eines Unternehmens zu sprechen, da die Eigenkapitalgeber tendenziell am besten darüber informiert sind, in welchem Zustand sich eine Unternehmung befindet⁹⁸. Die Sanierung wird zudem eher gelingen, solange die Unternehmung noch über genügend Eigenkapital verfügt, weshalb es sich empfiehlt, in einem möglichst frühen Zeitpunkt zu sanieren und neues Eigenkapital zu beschaffen⁹⁹.

Empirisch lässt sich folgendes beobachten: Sofern sich das Fremdkapital auf eine Vielzahl von Schuldner aufteilt (und der wichtigste Schuldner zugleich eine Bank ist), deren Forderungen nicht pfandrechtl. gesichert sind, enden erwartungsgemäss die meisten Verfahren in einer Liquidation. Unternehmen, die sanierungswürdig sind, werden eher aussergerichtlich saniert¹⁰⁰. Hierfür könnten zwei Gründe verantwortlich sein: Erstens nehmen Gläubiger das Screening relativ effizient vor, was bedeutet, dass sie gute von schlechten Unternehmen erfolgreich unterscheiden können. Das liegt vermutlich daran, dass Banken und andere pfandgesicherte Gläubiger relativ zuverlässig beurteilen können, ob ein Betrieb sanierungswürdig ist, da sie bei ihrer Kreditvergabe oft eine sorgfältige Bonitätsprüfung durchführen, laufend die Bonität prüfen und – falls notwendig – frühzeitig zu Sanierungen drängen. Zweitens impliziert dieses Ergebnis die Schwierigkeiten des kollektiven Handelns der involvierten Parteien. Je mehr ungesicherte Gläubiger mit der Unternehmung verhandeln müssen, umso schwieriger ist es, eine sinnvolle Lösung für die Probleme der Unternehmung zu finden. Die Forderungen der pfandgesicherten Gläubiger müssen ohnehin gedeckt sein und die Zinsen für diese Forderungen laufen auch im Nachlassverfahren weiter¹⁰¹.

Aus Sicht der Empirie scheint ein hoher Anteil an pfandgesichertem Fremdkapital gegenüber den ungesicherten Forderungen die Wahrscheinlichkeit für die Genehmigung eines definitiven Sanierungsverfahrens (und wohl auch der erfolgreichen aussergerichtlichen Sanie-

⁹² Allerdings dauert die provisorische Nachlassstundung in der Schweiz höchstens vier Monate, vgl. Art. 293a Abs. 2 SchKG.

⁹³ Vgl. BRIS/WELCH/ZHU (FN 91), 1263 ff.

⁹⁴ Vgl. MORRISON (FN 33), 393 f.

⁹⁵ Vgl. Bundesamt für Statistik, Überlebensraten neuer Unternehmen 2003–2007, <<http://www.bfs.admin.ch/bfs/portal/de/index/themen/06/02/blank/data.Document.20939.xls>>.

⁹⁶ Vgl. MORRISON (FN 33), 399.

⁹⁷ Vgl. BRIS/WELCH/ZHU (FN 91), 1257 ff.

⁹⁸ Vgl. ROBERT GERTNER/DAVID SCHERFSTEIN, A Theory of Workouts and the Effects of Reorganization Law, *Journal of Finance* 46 (1991) 1196 f.; MORRISON (FN 33), 390.

⁹⁹ Das Nachlassverfahren setzt keinen besonderen Insolvenzgrund voraus; vgl. BSK SchKG II-ALEXANDER VOLLMAR (FN 45), Art. 293 N 20.

¹⁰⁰ Siehe das Beispiel KORN/FERRY, voranstehend FN 56; BRIS/WELCH/ZHU (FN 91), 1261 ff.

¹⁰¹ Vgl. Art. 293c Abs. 1 i.V.m. Art. 297 Abs. 1 und Abs. 7 sowie Art. 306 Abs. 1 Ziff. 2 SchKG.

zung) zu erhöhen¹⁰². Warum dies so ist, lässt sich anhand der Empirie nicht schlüssig beurteilen. Immerhin müssen gesicherte Forderungen in einem Sanierungsverfahren ohnehin sichergestellt werden und bei der aussergerichtlichen Sanierung sind deren Forderungen gedeckt. Damit einhergehend reduziert sich das Problem des kollektiven Handelns, d.h. die Sanierung wird vermutlich eher zu einem positiven Resultat führen, wenn alle am gleichen Strang ziehen und insbesondere pfandgesicherte Gläubiger auf betriebliche und juristische Störmanöver beim Schuldner verzichten.

Umgekehrt spricht es ganz klar für die Sanierungswürdigkeit, wenn Investoren der Unternehmung neues Kapital zuführen möchten oder bereitwillig auf bisherige Beiträge verzichten und die Sanierung mittragen. Diese Vermutung wird durch die schweizerische Praxis bestätigt: Nach MÜLLER-GANZ ist eine Unternehmung klarerweise sanierungswürdig, wenn das Sanierungskonzept von allen beteiligten Personen (z.B. Verwaltungsrat, Aktionäre, Mitarbeiter, Lieferanten und insbesondere neuen Investoren) mitgetragen wird. Demnach scheinen Unternehmen nicht sanierungswürdig zu sein, wenn die Beteiligten nur «halbherzig» mitmachen¹⁰³. Sofern sich Investoren aktiv zur Wehr setzen, kann dies ein sehr deutliches Indiz gegen die betriebliche Umsetzbarkeit der Sanierung sein¹⁰⁴.

Obwohl Eigenkapitalgeber auch an der Eigenkapitalrentabilität interessiert sind, so ist diese Kennzahl für sich alleine kein verlässliches Kriterium zur Beurteilung von Sanierungsplänen¹⁰⁵. Dies liegt daran, dass die Rentabilität grundsätzlich auf zwei Wegen verbessert werden kann: Einerseits mittels einer Erhöhung des Gewinns und andererseits mittels einer Reduzierung des Kapitaleinsatzes. Falls das Eigenkapital verringert wird, so erhöhen sich geradezu die Risiken, da Verluste vom (reduzierten) Eigenkapital (und allenfalls vom Fremdkapital) getragen werden müssen.

2.5. Sind unternehmensspezifische Vermögenswerte vorhanden?

Die Erfahrung zeigt, dass sich die Rettung einer Unternehmung regelmässig nur lohnt, wenn genügend unternehmensspezifische Vermögenswerte vorhanden sind. Diese Vermögenswerte weisen innerhalb eines bestimmten Unternehmens einen höheren Wert auf, als wenn sie

ausserhalb des Betriebes (von einer anderen Unternehmung) verwendet werden¹⁰⁶. Unternehmensspezifisch sind etwa Spielerlizenzen eines Fussball- oder Eishockey-Clubs, speziell für eine Automobilsportart angefertigte Rennautos oder auch die für den Betrieb einer Eisenbahn notwendigen Bahngleise und die Eisenbahn selbst. Spielerlizenzen sind ausserhalb einer Unternehmung regelmässig wertlos; von der Liquidation profitieren lediglich gute Spieler, nicht jedoch die Investoren des Clubs selbst, da die Spieler im Konkurs nicht zwangsverwertet werden, sondern jederzeit problemlos eine neue Stelle antreten können. Auch Formel-1-Autos lassen sich nur mit erheblichem Aufwand in einem anderen Unternehmen einsetzen, zumal diese Autos kaum für den gewöhnlichen Strassenverkehr zugelassen sind, sich die Renn-Reglemente regelmässig verändern und somit eine periodische Neuentwicklung der Autos erforderlich ist¹⁰⁷.

Es ist anspruchsvoll, die Unternehmensspezifität von Vermögenswerten in der Praxis empirisch zu messen. Immerhin lässt sich diese mit einfachen Annahmen dennoch einigermaßen zuverlässig erfassen. Denkbar ist etwa, Vermögenswerte nach der Liquidität einzuteilen. Bargeld ist demnach am wenigsten unternehmensspezifisch und Immobilien sind am spezifischsten. Wenn ein Unternehmen verhältnismässig viele Investitionen in Anlagevermögen getätigt hat und eine andere Unternehmung diese Gegenstände nicht ohne nennenswerte Umbauten respektive Neuinvestitionen nutzen kann, lohnt es sich vermutlich eher, die bisherige Unternehmung weiterzuführen¹⁰⁸.

Bei KMU sind indes in den wenigsten Fällen unternehmensspezifische Vermögenswerte vorhanden, denn diese haben typischerweise, abgesehen von den Fähigkeiten des Entrepreneurs, selten Vermögenswerte, die innerhalb der juristischen Hülle des KMU mehr Wert haben als ausserhalb¹⁰⁹. In den meisten Fällen hat ein KMU regelmässig nur eine unternehmensspezifische Ressource: den Unternehmer bzw. Hauptaktionär selbst. Dieser kann theoretisch seine Fähigkeiten mit der Konkurseröffnung sofort wieder woanders einsetzen, da Humankapital dem Gläubigerzugriff entzogen ist¹¹⁰. Typischerweise ist der

¹⁰² Vgl. BRIS/WELCH/ZHU (FN 91), 1260 ff.

¹⁰³ Vgl. MÜLLER-GANZ (FN 71), 61.

¹⁰⁴ Vgl. BAIRD/MORRISON (FN 15), 2358 ff.

¹⁰⁵ Vgl. BÖCKLI (FN 75), § 13 N 759; BSK OR II-HANSPETER WÜSTNER (FN 66), Art. 725a N 6 ff.

¹⁰⁶ Vgl. BAIRD/RASMUSSEN (FN 54), 768 f. Siehe auch voranstehend Abschnitt II.1 bei FN 13.

¹⁰⁷ In defizitären Industrien – z.B. Betrieb eines Formel-1-Rennstalls – ist zu fragen, ob der Betrieb nicht eher ein teures Hobby ist.

¹⁰⁸ Vgl. BAIRD/MORRISON (FN 15), 2345 ff.

¹⁰⁹ Vgl. BAIRD/MORRISON (FN 15), 2360.

¹¹⁰ Vgl. BAIRD/MORRISON (FN 15), 2331 f. Bei den *punitive damages* handelt es sich – vereinfacht gesagt – um hohe Strafschadenersatzzahlungen, die zusätzlich zum Schadenersatz fällig werden; vgl. FELIX DASSER, *Punitive damages: Vom «fremden Fötzel» zum «Miteidgenoss»?*, SJZ 96 (2000) 101 ff.

Mehrheitseigentümer eines KMU auch der Geschäftsführer, sodass es in diesen Fällen meist vorteilhafter ist, die Unternehmung konkursamtlich zu liquidieren, die Vermögenswerte in der Liquidation herauszukaufen und das Unternehmen in einer anderen juristischen Person neu zu gründen¹¹¹.

2.6. Auflösung von Dauerschuldverhältnissen

Das neue Sanierungsrecht erlaubt es – ähnlich wie das U.S. Recht –, Dauerschuldverhältnisse gegen Entschädigung ausserordentlich aufzulösen¹¹². Dies macht für diejenigen Fälle Sinn, in denen der betrieblichen Cash Flow erheblich durch finanziell unvorteilhafte Vertragsverhältnisse (z.B. Miet- und Leasing-Verträge) belastet wird. Falls solche Vertragsverhältnisse die Krisenursache darstellen und durch eine Restrukturierung wieder ein genügender betrieblicher Cash Flow erzielt werden kann, spricht dies für die Sanierungswürdigkeit eines Unternehmens. Entsprechend ist auch die Kündigung eines Dauerschuldverhältnisses im Nachlassverfahren für die erfolgreiche Sanierung von grosser Bedeutung, denn ohne die Kündigung solcher auf den betrieblichen Cash Flow nachteilig wirkender Verträge dürfte der Sanierungszweck regelmässig vereitelt werden¹¹³. In jedem Fall ist deshalb zu prüfen, worin die Alternative zum zu kündigenden Dauerschuldverhältnis besteht oder ob überhaupt wieder ein Vertragsverhältnis notwendig ist. Falls vom ehemaligen Vertragspartner nach der Kündigung wieder ein (oder sogar dasselbe) Vertragsverhältnis angestrebt wird, ist zuerst zu prüfen, ob der neue Vertrag überhaupt günstiger wird. Art. 297a SchKG lässt die Kündigung dieser Dauerschuldverhältnisse nur zu, wenn der Sanierungszweck nicht vereitelt würde. Aus betriebswirtschaftlicher Sicht sollte diese Beurteilung – zusätzlich zu anderen betrieblichen und finanziellen Einflussgrössen – auf dem Cash Flow basieren, da dieser nicht ohne Weiteres

manipulierbar ist (es sei denn, Zahlungen würden absichtlich verzögert oder verfrüht ausgeführt). Sofern der Cash Flow nicht tangiert wird oder betriebliche Prozesse durch die Kündigung des Dauerschuldverhältnisses nicht verbessert werden können, handelt es sich um nach Art. 297a SchKG unzulässige Fälle der Kündigung.

2.7. Vermögensdelikte, Betrugsfälle, Schadenersatzprozesse etc.

Veruntreuungen, Betrugsfälle oder andere Gesetzesverletzungen und Schadenersatzprozesse (z.B. Asbestfälle oder *punitive damages*), die vor einer Sanierung zu einem grossen Liquiditätsabfluss führen, sind typische Sanierungsfälle¹¹⁴. Wenn etwa die Krise dadurch entstanden ist, weil der Finanzchef die liquiden Mittel in Eigenregie an der Börse verspekuliert hatte und die Unternehmung vorher ständig einen positiven betrieblichen Cash Flow generierte, kann man von einem Einmaleffekt ausgehen, der nach der Sanierung nicht wieder auftreten wird. Abgesehen von den durch die Veruntreuung ausgelösten Problemen dürfte der Betrieb in den meisten Fällen relativ effizient funktionieren; andernfalls wären nicht genügend Gelder für die Veruntreuung vorhanden gewesen. Ziel ist in diesem Fall, überzeugend zu vermitteln, dass es nur um die Lösung eines temporären Liquiditätsengpasses geht¹¹⁵. Die allenfalls notwendige Überbrückungsfinanzierung könnte in einem Nachlassverfahren entsprechend gestundet oder erlassen werden, sofern sich Unternehmen und Gläubiger nicht schon aussergerichtlich auf eine Lösung geeinigt haben. Das Sanierungskonzept müsste wohl auch aufzeigen, wie das interne Kontrollsystem optimiert werden kann¹¹⁶. Probleme könnten hier sein, dass etwa das Vier-Augenprinzip und die Unterschriftenregelungen nicht konsequent befolgt werden, oder es ist unklar, welchen Personen der Zugang zum Internet-Banking offensteht. Zumindest sind solche Themen im Fall des veruntreuenden Finanzchefs zu untersuchen und entsprechend zu lösen.

Diese (einmaligen) Fälle sind ein zuverlässiger Indikator dafür, dass nur eine temporäre finanzielle Krise vorliegt und dass – sofern die anderen Indikatoren in

¹¹¹ Vgl. BAIRD/MORRISON (FN 15), 2331 f.; MARKUS VISCHER, Unternehmenserwerb aus dem Konkurs, SZW 74 (2002) 151 ff.

¹¹² Vgl. Art. 297a SchKG; Botschaft (FN 1), 6488 f.; FRANCO LORANDI, Vorgeslagene Änderungen zum Sanierungsrecht, BISchK 75 (2011) 98, 102 ff.; FABRICE ROBERT-TISSOT, Les effets du concordat sur les obligations – Analyse en particulier des effets du concordat sur les contrats, Diss. Freiburg i.Üe., Genf/Zürich 2010, Rn. 811 ff.; FABRICE ROBERT-TISSOT, The Effects of a Reorganization on (Executory) Contracts: a Comparative Law and Policy Study [United States, France, Germany and Switzerland], International Insolvency Law Review 3 (2012) 234 ff. m.w.Hw.; 11 U.S.C. § 365; BAIRD/MORRISON (FN 15), 2334 f.; SCARBERRY ET AL. (FN 34), 335 ff.

¹¹³ Vgl. Art. 297a SchKG; OLIVER HARI/HUBERT GMÜNDER, Das neue Sanierungsrecht, GesKR 8 (2013) 573 f.

¹¹⁴ Vgl. BAIRD/MORRISON (FN 15), 2360.

¹¹⁵ Vgl. BAIRD/MORRISON (FN 15), 2360.

¹¹⁶ Vgl. LUKAS MÜLLER, Das interne Kontrollsystem beim KMU – Rechtliche und betriebswirtschaftliche Aspekte bei kleinen und mittleren Aktiengesellschaften, 317 ff., in: Patrik R. Peyer/Bertrand Schott/Gaudenz Zindel (Hrsg.): Wirtschaftsrecht in Bewegung, Festgabe zum 65. Geburtstag von Peter Forstmoser, Zürich 2008, m.w.Hw.

Ordnung sind – nichts gegen eine aussergerichtliche Sanierung oder ein Nachlassverfahren spricht¹¹⁷.

2.8. Mangelhafte oder unvollständige Dokumentation?

Für die Einleitung des Nachlassverfahrens ist ein Gesuch inklusive Beilagen erforderlich¹¹⁸. In der Praxis scheint dies – zumindest nach bisherigem SchKG und nach Chapter 11 – für viele Unternehmen ein unüberwindbares Problem zu sein. Oftmals sind Gesuche für ein Nachlassverfahren (und auch Überschuldungsanzeigen) formell mangelhaft, da keine Bilanzen zu Fortführungs- und Liquidationswerten mehr erstellt, geschweige denn geprüft und eingereicht werden¹¹⁹.

Das Nachlassgericht prüft das eingereichte Gesuch mitsamt den Beilagen im summarischen Verfahren, bewilligt grundsätzlich unverzüglich die provisorische Stundung und trifft von Amtes wegen weitere Massnahmen, damit Gläubiger (oder Aktionäre etc.¹²⁰) des zu sanierenden Unternehmens nicht noch einen grösseren Schaden erleiden¹²¹. Falls offensichtlich keine Aussicht auf Sanierung oder Bestätigung eines Nachlassvertrages besteht, hat das Nachlassgericht von Amtes wegen den Konkurs zu eröffnen¹²². Das Nachlassgericht sollte den Konkurs eröffnen, sofern das Sanierungskonzept auf den ersten Blick nicht überzeugend ausgestaltet ist¹²³. Das ist insbesondere dann der Fall, wenn im Sanierungskonzept keine Ursachenanalyse vorgenommen wird, keine Soll-Ist-Analyse¹²⁴ durchgeführt wird und auch keine Sanierungsziele definiert werden. Enthält der Sanierungsplan¹²⁵

keine Problemlösungsansätze, so ist zweifelhaft, ob die Sanierung überhaupt ernsthaft beabsichtigt, geschweige denn gelingen wird. Deshalb ist in diesen und ähnlich gravierenden Fällen die sofortige Konkursöffnung nach Art. 293a Abs. 3 SchKG angezeigt.

Falls die Dokumentation aufgrund eines Versehens unvollständig ist, könnten nachsichtige Gerichte allenfalls eine kurze Nachfrist von zwei oder drei Tagen setzen, um das Gesuch zu verbessern. Eine solche Nachfrist sollte allerdings nur für verbesserliche Fehler, wie etwa fehlende Unterschriften oder fehlende Vollmachten gewährt werden¹²⁶. Falls nach Ablauf einer kurz bemessenen Nachfrist noch immer kein vollständiges Nachlassgesuch nachgeliefert wird, so ist die Konkursöffnung aus empirischer Sicht die bessere Lösung¹²⁷. Gegen die hier vertretene Ansicht spricht, dass in diesem Verfahren die (eingeschränkte) Untersuchungsmaxime gilt, da bei Nachlass- und Konkursachen ein öffentliches Interesse besteht¹²⁸. Der Nachlassrichter wird allenfalls die Parteien auffordern müssen, weitere Unterlagen (Bilanzen etc.) nachzureichen, sofern er für die Beurteilung der Sanierungs-Chancen (respektive der offensichtlichen Aussichtslosigkeit der Sanierung) weitere Informationen benötigt. Weitere Unterlagen sind nicht notwendig, sofern sich bereits aus den anfänglich eingereichten Akten klar ergibt, dass offensichtlich keine Aussicht auf Sanierung besteht. Dies gilt auch, sofern der Nachlassschuldner selbst auf Aufforderung des Gerichts hin nicht mitwirkt und fehlende Unterlagen nicht nachliefert. Sofern der Nachlassschuldner anwaltlich vertreten ist, spricht aus Sicht der Empirie nicht einmal die eingeschränkte Untersuchungsmaxime dagegen, relativ schnell den Konkurs zu eröffnen, da der sorgfältig arbeitende Anwalt dafür zu sorgen hat, dass die entsprechenden Unterlagen vollständig eingereicht werden. Wenn nicht einmal der Anwalt des Nachlassschuldners diese Unterlagen organisieren kann, gelingt dies wohl erst recht nicht dem Gericht. In diesem Fall ist die Sanierung ohnehin offensichtlich aussichtslos, zumal diese Dokumente für eine sorgfältige Unternehmensführung unverzichtbar sind. Die hier vertretene Ansicht darf allerdings nicht so ausgelegt werden, dass Klienten, die einen schlechten Anwalt haben, für die Ver-

¹¹⁷ Vgl. BAIRD/MORRISON (FN 15), 2361.

¹¹⁸ Vgl. Art. 293 SchKG.

¹¹⁹ Vgl. KRAMPF/SCHULER (FN 7), 1064 ff. Mehr als zehn Jahre nach Erscheinen des KRAMPF/SCHULER-Artikels scheint diese Problematik immer noch zu bestehen; zumindest legt dies eine informelle, nicht repräsentative Umfrage bei einigen Gerichtsschreibern von Bezirksgerichten im Kanton Zürich nahe.

¹²⁰ Das Gesuch kann auch eingereicht werden, bevor eine Unternehmung überschuldet ist. Demzufolge können auch Eigenkapitalgeber bei zögerlichem Handeln zu Schaden kommen.

¹²¹ Vgl. Art. 293a SchKG, Art. 251 lit. a ZPO, Botschaft (FN 1), 6480.

¹²² Vgl. Art. 293a Abs. 3 SchKG.

¹²³ Vgl. Art. 293a Abs. 3 SchKG. Problematisch mag allenfalls sein, dass manche Richter nicht die notwendigen betriebswirtschaftlichen Kenntnisse haben, vgl. KRAMPF/SCHULER (FN 7), 1064.

¹²⁴ Vgl. LUKAS HANDSCHIN, Die Pflichten und die Verantwortlichkeit des Verwaltungsrats im Sanierungsfall, ZBJV 136 (2000) 434 ff.; RALF EWERT/ALFRED WAGENHOFER, Interne Unternehmensrechnung, 7. A., Berlin/Heidelberg 2008, 316; ADOLF G. COENENBERG/THOMAS M. FISCHER/THOMAS GÜNTHER, Kostenrechnung und Kostenanalyse, 8. A., Stuttgart 2012, 32 ff.

¹²⁵ Vgl. Art. 293 lit. a SchKG.

¹²⁶ Analog Art. 132 Abs. 1 und Abs. 2 ZPO.

¹²⁷ Vgl. Art. 293a Abs. 3 SchKG.

¹²⁸ Vgl. Art. 255 lit. a ZPO; AMONN/WALTHER (FN 14), § 54 N 10. Hier ist nur eine eingeschränkte Untersuchungsmaxime gegeben, es besteht somit eine gewisse Mitwirkungspflicht der Parteien; vgl. KREN KOSTKIEWICZ (FN 14), N 1605; ADRIAN STAEHELIN/DANIEL STAEHELIN/PASCAL GROLIMUND, Zivilprozessrecht: Unter Einbezug des Anwaltsrechts und des internationalen Privatrechts, 2. A., Zürich 2013, § 10 N 25 ff. m.w.Hw.

säumnisse ihres Anwalts leiden müssen. Das Gericht sollte abklären, ob die für das Nachlassverfahren relevanten Dokumente wegen dem Anwalt oder wegen dem Klienten nicht geliefert werden können. Falls der Nachlassschuldner die Dokumente nicht aufbereiten möchte oder könnte, spricht dies sehr deutlich für die Eröffnung eines Konkurses, da diese Dokumente auch ausserhalb der Krise für die Unternehmensführung unabdingbar sind.

Die Beilagen für das Gesuch um eine provisorische Nachlassstundung umfassen und stützen sich in der Regel auf Dokumente und Businessplan-Überlegungen, die Unternehmer ohnehin bereits in der Schublade griffbereit haben müssten¹²⁹. Falls beim Gesuch Bilanz, Erfolgsrechnung, Liquiditätsplanung¹³⁰ und ein Sanierungsplan nicht eingereicht werden können, rechtfertigt dies, gestützt auf die Empirie, die sofortige Konkurseröffnung. Die Erfahrung in den USA zeigt, dass formell mangelhafte Chapter 11-Gesuche – es handelt sich um ein Multiplechoice-Dokument¹³¹, das einige wenige Beilagen wie etwa Bilanz und Erfolgsrechnung verlangt – praktisch nie vervollständigt werden. Im Gegenteil, diese Unternehmen sind regelmässig, schon lange bevor das Chapter 11-Verfahren beginnt, mit ihrer betrieblichen Tätigkeit überfordert oder gar nicht mehr vollumfänglich aktiv. Diese Unternehmen spielen mit dem Chapter 11-Verfahren lediglich auf Zeit, um die kranke Unternehmung noch etwas länger am Leben zu erhalten, weil deren Unternehmer entweder an ihrer Unternehmung festhalten wollen oder aber sie wollen versuchen, von den Gläubigern in letzter Minute noch Zugeständnisse abzuverlangen¹³². Hinzu kommt, dass Unternehmer, die unfähig sind, die Bilanz und Erfolgsrechnung zu erstellen, oft gar nicht beurteilen können, warum ihre

Unternehmung in die Krise geraten ist, weshalb es ihnen auch nicht gelingt, sinnvolle Sanierungskonzepte zu formulieren¹³³.

Falls Dritte ein Nachlassstundungsgesuch stellen (oder sogar finanzieren möchten), ist dies ein sehr starkes Indiz für die Sanierungswürdigkeit. In diesem Fall sollte also die nötige Zeit gewährt werden, die für das Nachlassverfahren notwendige Dokumentation vom Nachlassschuldner zu beschaffen, zumal Letzterer ohnehin die nötigen Informationen edieren muss.

3. Entrepreneur-spezifische Anreizprobleme bei Sanierungen ...

Kleinere Unternehmen sind oft viel stärker vom Humankapital des Gründers geprägt als sehr grosse Unternehmen. Des Weiteren haben KMU oft auch keine wesentlichen Aktiva¹³⁴. Die Erfahrung zeigt denn auch, dass Unternehmer nur in relativ seltenen Fällen Chapter 11 verwenden, um den Fortführungswert ihres Betriebes zu erhalten. Der typische Entrepreneur versucht persönliche Verluste zu minimieren und ein gescheitertes Geschäft so schnell wie möglich zu schliessen, um sodann ein neues Geschäft zu eröffnen¹³⁵. Die meisten Unternehmer fällen den Grundsatzentscheid, ob eine Unternehmung weiterzuführen oder zu schliessen ist, rational, denn für den Entrepreneur stehen andere Ziele im Vordergrund, als ein Leben lang eine bestimmte Unternehmung zu leiten. Über die gesamte Karriere betrachtet, gründen und schliessen Entrepreneure ihre Unternehmen ungefähr gleich häufig, wie unselbständig erwerbende Arbeitnehmer ihre Stelle wechseln¹³⁶. Ungefähr die Hälfte der KMU scheitern ohnehin innerhalb der ersten fünf Jahre¹³⁷. Beim Untermertum gehört also das Wechseln der eigenen Unternehmung zum normalen Karriereweg.

Der Entscheidungsprozess, ob eine Unternehmung weitergeführt oder liquidiert bzw. verkauft werden soll, wird vom Sanierungsrecht mitbeeinflusst. Das Nachlass-

¹²⁹ Vgl. z.B. Art. 716a Abs. 1 Ziff. 1, 3 und 7 OR.

¹³⁰ Eine Geldflussrechnung ist für das Gesuch um provisorische Nachlassstundung nicht notwendig. Allerdings ist es empfehlenswert, die Geldflussrechnung trotzdem beizufügen, da sie ein sehr wertvolles Analyse-Instrument ist, vgl. CONRAD MEYER, *Finanzielles Rechnungswesen*, 2. A., Zürich 2012, 136 ff. Die Liquiditätsplanung hat, um die Aussagekraft zu steigern, idealerweise die Form einer Geldflussrechnung, vgl. HANDSCHIN (FN 82), N 464 ff.

¹³¹ Vgl. U.S. COURTS, Voluntary Petition, B 1, <<http://www.uscourts.gov/FormsAndFees/Forms/BankruptcyForms.aspx>>.

¹³² Vgl. BAIRD/MORRISON (FN 15), 2358. Den Zusammenbruch der Unternehmung hinauszuzögern, könnte allerdings eine Pflichtverletzung darstellen und zu Verantwortlichkeitsansprüchen führen, vgl. Urteil des Bundesgerichts, 19. Juni 2001, 4C.366/2000, E. 4b); URS BERTSCHINGER, *Führung und Verantwortung in der Aktiengesellschaft, Aktuelle Fragen und Perspektiven für die Mitglieder des Verwaltungsrates und der Geschäftsleitung*, in: Thierry Luterbacher (Hrsg.), *Verantwortlichkeits-, Zivilprozess- und Versicherungsrecht, Aktuelle Aspekte 2011*, Zürich/St. Gallen 2012, 31 ff.

¹³³ Vgl. WARREN/WESTBROOK (FN 53), 619.

¹³⁴ Sehr grosse und über die Jahrzehnte gewachsene Unternehmen, die vom Gründer dominiert wurden, wie etwa Walt Disney oder Apple, sind eher die Ausnahme; bei diesen Konzernen sind in erheblichem Umfang noch andere Vermögenswerte vorhanden.

¹³⁵ Dieses Phänomen wird oft auch «*serial entrepreneurship*» genannt; vgl. MIKE WRIGHT/KEN ROBBIE/CHRISTINE ENNEW, *Serial Entrepreneurs*, *British Journal of Management*, 8 (1997) 251 ff.

¹³⁶ Vgl. BAIRD/MORRISON (FN 15), 2329 f.; KENNETH BURDETT, *A Theory of Employee Job Search and Quit Rates*, *American Economic Review* 68 (1978) 212 ff.

¹³⁷ Vgl. BAIRD/MORRISON (FN 15), 2329; Bundesamt für Statistik (FN 95), passim.

verfahren verschafft Unternehmen eine Verschnaufpause, da der Zinsenlauf für ungesicherte Forderungen still steht¹³⁸. Doch gerade dieser Schutz vor den Gläubigern kann dazu führen, dass die rationale Sicht auf die Dinge durch die auf den Entrepreneur wirkenden Anreize verzerrt wird. Das ist insbesondere dann der Fall, wenn die Unternehmer privat gehaltene Immobilien für Bankkredite zugunsten ihres KMU verpfänden¹³⁹. Unternehmer verwenden in diesen Fällen Chapter 11, um die Darlehensforderung der Bank – und damit auch das persönliche finanzielle Risiko – zu verringern oder neu zu verhandeln. Den gleichen Effekt haben Bürgschaftsverträge für an die Unternehmung gewährte Darlehen¹⁴⁰. Je stärker der Unternehmer mit seinem Privatvermögen im Unternehmen mithaftet, desto grösser ist der anreizverzerrende Einfluss des Sanierungsverfahrens.

Mit der provisorischen Nachlassstundung steht der Zinsenlauf für ungesicherte Forderungen still¹⁴¹. Dadurch verbessert sich der Cash Flow der Unternehmung. Die durch die provisorische Nachlassstundung freigesetzten liquiden Mittel und die Möglichkeit, die persönlichen finanziellen Risiken neu zu verhandeln bzw. einen Erlass oder zumindest eine Stundung zu erhalten, machen das Nachlassverfahren zu einem attraktiven Werkzeug für Unternehmer kleinerer Gesellschaften, um noch etwas länger in einem gescheiterten Geschäft zu verweilen und darauf zu hoffen, dass sich die Krise einfach aussitzen lässt. Gäbe es das Nachlassverfahren nicht, dann wären diese Unternehmer früher gezwungen, ein neues Geschäft zu eröffnen.

4. ... und wie die Restschuldbefreiung diese Probleme mindern könnte

Für KMU-Unternehmer ist es oft das Beste, neu zu starten, da die einzige bedeutende Ressource ihr eigenes Humankapital ist und regelmässig kaum unternehmensspezifische Vermögenswerte in der Unternehmung vorhanden sind¹⁴². Wie schon erwähnt: Oft bürgen Unternehmer für Kredite ihrer Unternehmung oder errichten auf ihrem Haus ein Grundpfand, um den Kredit der Unternehmung

gegenüber ihrer Bank zu sichern¹⁴³. Die Gefahr, dass nach dem Unternehmenskonkurs in einem nachfolgenden Verfahren gegen den Unternehmer Verlustsscheine entstehen könnten, erhöht die mentale Hürde, den Konkurs der Unternehmung zu beantragen, solange dies faktisch noch vermeidbar ist. Denn sobald der Schuldner wieder zu neuem Vermögen kommt, könnten die Verlustsscheine gegen ihn verwendet werden, um diese mit dem Verwertungserlös aus dem neuen Vermögen zu tilgen.

Der frühzeitige Neustart ermöglicht es hingegen den Unternehmern, ihre Fähigkeiten effizienter und effektiver in einem neuen, etwas effizienteren Geschäft einzusetzen und von ihren bisherigen Erfahrungen zu profitieren. Hierfür gibt es einen anschaulichen Vergleich¹⁴⁴: Der weltberühmte Star-Cellist Yo-Yo Ma begann seine Karriere als dreijähriger Violinespieler. Er war als Violinist eher durchschnittlich. Als Yo-Yo Ma sechs Jahre alt war, drückte ihm jemand ein Cello in die Hand und er fand sofort grossen Gefallen an diesem Instrument. Er konnte dadurch nicht nur sein angeborenes Talent mit dem Cello kultivieren, er startete sodann auch eine Weltkarriere. Es ist fraglich, ob Yo-Yo Ma auch als Violinist eine solche Karriere gemacht hätte, aber zumindest war es nützlich, ihm früh die Möglichkeit zu geben, verschiedene Karrierewege zu testen, solange er dazu noch die Zeit und die Mittel hatte¹⁴⁵. Auch bei gescheiterten Unternehmern kann der richtige Weg darin bestehen, dass man ihnen so früh wie möglich die Gelegenheit gibt, auf einem anderen Weg neu zu starten. Allerdings fehlt bislang dem schweizerischen (und dem U.S.) Sanierungsrecht diese Optik, da der Fokus nicht beim Entrepreneur liegt, sondern beim Unternehmen¹⁴⁶. Ein effizientes Wirtschaftsrecht muss sich zum Ziel setzen, das Humankapital der Unternehmer zu optimieren, da diese sodann ihre Unternehmung optimal bewirtschaften, Arbeitsplätze schaffen und gute Produkte herstellen oder verkaufen können. Es geht letztlich darum, dass der Entrepreneur seine Fähigkeiten optimal an der richtigen Stelle einsetzt. Dieses Ziel kann besser erreicht werden, indem die persönlichen finanziellen Risiken der Unternehmer auf ein vernünftiges Mass reduziert werden und dadurch ein Neustart erleichtert wird. Deshalb ist auch die Einführung der Restschuldbefreiung

¹³⁸ Vgl. TRIANTIS (FN 3), 110.

¹³⁹ Vgl. Art. 793 ff. ZGB.

¹⁴⁰ Vgl. BAIRD/MORRISON (FN 15), 2355 ff. Zum Verhältnis von Bürge und Gläubiger aus rechtlicher Sicht vgl. PASCAL MÜLLER, Der Schutz des Bürgen im schweizerischen Privatrecht, Diss., Zürich 2010, 143 ff. m.w.Hw.

¹⁴¹ Vgl. Art. 293c Abs. 1 i.v.m. Art. 297 SchKG.

¹⁴² Vgl. BAIRD/MORRISON (FN 15), 2331 f.

¹⁴³ Vgl. voranstehend Abschnitt III.3.

¹⁴⁴ Vgl. RICHARD THALER, Address: «Finding Your Cello», 15. Juni 2003, The University of Chicago Record, The 473rd Convocation, <<http://record.uchicago.edu/sites/reports.uchicago.edu/files/uploads/pdfs/38-1.pdf>>, 7.

¹⁴⁵ Vgl. THALER (FN 144) 7.

¹⁴⁶ Vgl. BAIRD/MORRISON (FN 15), 2344 f., 2366 ff.

für Privatpersonen – wie sie auch schon für die Schweiz vorgeschlagen wurde¹⁴⁷ – für Entrepreneure sinnvoll¹⁴⁸.

Ein negativer Aspekt der Restschuldbefreiung könnte im Missbrauchsrisiko liegen. So könnte ein Schuldner die Restschuldbefreiung ungerechtfertigterweise dazu verwenden, private Schulden auf gerichtlichem Weg loszuwerden¹⁴⁹. Dieselbe Problematik besteht grundsätzlich auch beim Nachlassverfahren¹⁵⁰. Um dieses Risiko zu senken, ist die effiziente Ausgestaltung des Sanierungs- und des Restschuldbefreiungsrechts unabdingbar. Entscheidend ist, dass das Screening der guten von den schlechten Entrepreneuren effizient abgewickelt wird¹⁵¹.

Die Einführung einer Restschuldbefreiung hätte auch Vorteile. So könnten gescheiterte Entrepreneure, sobald sie ihre Schulden loswerden, bereits in einem viel früheren Stadium wieder ein neues Unternehmen aufbauen. Andernfalls ist stets der Anreiz vorhanden, die neuen Vermögenswerte vor den Gläubigern und den Steuerbehörden zu verstecken¹⁵². Damit dies nicht passiert und die Schuldner wieder am Rechtssystem teilnehmen können (und für ihre Vermögenswerte Steuern bezahlen), ist die Restschuldbefreiung nützlich. Ohne Restschuldbefreiung besteht die Gefahr, dass sich gescheiterte Unternehmer viel zu lange ohne Aussicht auf Erfolg ihr Unternehmen durch ein Nachlassverfahren «durchwursteln»¹⁵³. Mit der Restschuldbefreiung würden diese Unternehmer gar kein Nachlassverfahren, sondern den effizienteren Konkurs für ihre Unternehmung anstreben.

Des Weiteren entsteht das Problem, dass bei neuen Unternehmungen des Entrepreneurs wohl Ehepartner oder Verwandte für ihn als juristische (jedoch nicht wirtschaftlich berechnete) Eigentümer «einspringen» müs-

sen, damit der ehemals konkursite Schuldner nicht zu neuem Vermögen kommt. Andernfalls könnten ihm die Gläubiger neu erzieltes Vermögen wieder wegnehmen, um die Konkursverlustscheine zu tilgen¹⁵⁴. Mit der Einführung einer Restschuldbefreiung kann der Entrepreneur zu einem früheren Zeitpunkt versuchen, genau wie Yo-Yo Ma, sein Cello zu finden und er wäre wieder Teil des Rechtssystems, anstatt dass er gezwungen ist, in einer Schattenwirtschaft seine Geschäfte abzuwickeln.

IV. Wann ist das Nachlassverfahren eine sinnvolle Handlungsoption?

Das Management muss, ökonomisch betrachtet, die für den Unternehmenswert maximierende Handlungsalternative für künftige Investitionsprojekte wählen¹⁵⁵. Das gilt auch in der Situation der Unternehmenskrise. Dazu gehört die Frage, ob der Fortführungswert eines Unternehmens den Liquidationswert übersteigt. Wenn das Management festgestellt hat, dass die Fortführung des Unternehmens vorteilhafter als die Liquidation ist, muss es die entsprechenden Sanierungsschritte einleiten. In Frage kommen gerichtliche oder aussergerichtliche Liquidationen oder Sanierungen. Wichtig ist, dass ein umfassendes Sanierungspaket geschnürt wird, da in den wenigsten Fällen eine einzelne Massnahme ausreicht, um zum Ziel zu gelangen¹⁵⁶.

Falls der Sanierungsversuch angestrebt wird, müssen Vermögenswerte verkauft oder Eigen- und Fremdkapital neu strukturiert werden. Eine wichtige Beurteilungsgrösse ist, wie schon erwähnt, der Cash Flow¹⁵⁷. Entscheidend ist, dass sich dieser auf absehbare Frist wieder genügend positiv entwickelt. Die notwendige Überbrückungsfinanzierung kann mittels einer Kapitalaufnahme oder durch den Verkauf von Anlagevermögen bewerkstelligt werden. In den USA nutzen Unternehmen Chapter 11, um Vermögenswerte frei von jeglichen Risiken zu verkaufen¹⁵⁸. Diese Art der Veräusserung des Betriebes scheint in den USA relativ effizient zu funktionieren¹⁵⁹. Auch in der Schweiz kann innerhalb des revidierten Nachlassverfahrens Anla-

¹⁴⁷ Vgl. ISAAK MEIER/CLAUDIA WYSS, Aktuelle Probleme der Zwangsvollstreckung aus Sicht des schweizerischen und türkischen Rechts, *BISchK* 74 (2010) 33 f.; ISAAK MEIER, Lohnpfändung – Optimales Existenzminimum und Neuanfang? – Eine rechtliche und ökonomische Analyse der Einzelzwangsvollstreckung gegen Privatpersonen in der Schweiz mit Erarbeitung von Reformvorschlägen, *Zeitschrift für Sozialhilfe* 96 (1999) 36 ff.; ISAAK MEIER/PETER ZWEIFEL/CHRISTOPH ZABOROWSKI/INGRID JENT-SØRENSEN, Lohnpfändung – Optimales Existenzminimum und Neuanfang, Zürich 1999, 307 ff.

¹⁴⁸ Vgl. WIE FAN/MICHELLE J. WHITE, Personal Bankruptcy and the Level of Entrepreneurial Activity, *J.L. & Econ* 46 (2003) 543 ff.

¹⁴⁹ Vgl. BENEDIKT MEIER, Restschuldbefreiung, *ZStV*, Bd. 169, Diss., Zürich 2012, 115 ff.

¹⁵⁰ Vgl. Abschnitt II.

¹⁵¹ Vgl. Abschnitt II. Einige Ideen liefern z.B. MEIER (FN 149), 287 ff. m.w.Hw.

¹⁵² Vgl. KENNETH AYOTTE, Bankruptcy and Entrepreneurship: The Value of a Fresh Start, *J.L. Econ. & Org.* 23 (2007) 161 ff.

¹⁵³ Vgl. die Nachweise voranstehend in FN 132.

¹⁵⁴ Vgl. AMONN/WALTHER (FN 14), § 48 N 22 ff.

¹⁵⁵ Vgl. BREALEY/MYERS/ALLEN (FN 13), 48 ff.

¹⁵⁶ Vgl. ARTHUR MEIER-HAYOZ/PETER FORSTMOSER, *Schweizerisches Gesellschaftsrecht*, 11. A., Bern 2012, § 16 N 90.

¹⁵⁷ Vgl. voranstehend Abschnitt III.2.1.

¹⁵⁸ In der Praxis verkaufen sie die Vermögenswerte oft an eine Aufgangsgesellschaft, an welcher die wichtigsten Kreditoren der bisherigen Unternehmung mitbeteiligt sind.

¹⁵⁹ Vgl. BAIRD/MORRISON (FN 15), 2350 ff.

gevermögen verkauft werden, ohne dass eine paulianische Anfechtung droht¹⁶⁰. Nach revidiertem SchKG ist die Anfechtung des Verkaufs von Anlagevermögen ausgeschlossen, sofern das Gericht oder der Gläubigerausschuss den Verkauf genehmigt hat¹⁶¹. Damit soll die Rechtssicherheit erhöht werden, weil der Käufer das Risiko einer paulianischen Anfechtung ausschliessen kann¹⁶². Dies könnte zu besseren Verkaufserlösen führen, da das Anfechtungsrisiko nicht mehr den Verkaufspreis belastet. Sofern kaum Käufer für die Vermögenswerte der zu sanierenden Unternehmung vorhanden sind, ist der Liquidationswert der zu verkaufenden Güter vermutlich sehr klein. Falls ein aktiver Markt fehlt, respektive ein solcher illiquide ist, führt die Sanierung in gewissen Fällen zu einem besseren Erlös als bei einer konkursamtlichen Verwertung¹⁶³. Sinnvoll mag auch der Weg des Sanierungsverfahrens sein, wenn damit der geordnete Rückzug aus dem Geschäft angestrebt wird. In diesem Fall soll idealerweise im Nachlassgesuch aufgezeigt werden, dass für die zu veräussernden Güter bereits potenzielle Käufer da sind, welche einen vernünftigen Preis für die Vermögenswerte oder den Betrieb anbieten. Zu denken ist hier in erster Linie an Aktionäre, Mitarbeiter, Lieferanten, Kunden oder Konkurrenten des finanziell angeschlagenen Unternehmens. In einem solchen Fall kann das Verwertungsergebnis aus dem Nachlassverfahren mit Vermögensabtretung denjenigen des Konkursverfahrens übertreffen¹⁶⁴. Allerdings lässt sich die Behauptung, dass das Verwertungsergebnis im Nachlassverfahren im Allgemeinen besser als im Konkursverfahren ist, empirisch nicht pauschal bestätigen. Stattdessen scheint das Verwertungsergebnis eher mit der konjunkturellen Entwicklung zu korrelieren¹⁶⁵. Da Unternehmungen in Rezessionsphasen tendenziell eher Bankrott gehen (und Sanierungen in Boom-Phasen eher gelingen), scheint der Verwertungserlös in der Rezession geringer zu sein als in Hochkonjunkturphasen.

Wenn in der Hochkonjunktur die direkten Konkurrenten die Vermögenswerte aus der Konkursmasse herauskaufen wollen, um die eigene betriebliche Leistungskapazität zu erhöhen, ist der Verwertungserlös in jedem Fall besser¹⁶⁶.

Ein Vorteil des Nachlassverfahrens ist, dass bereits eine provisorische Nachlassstundung die akute Liquiditätskrise (bzw. den vorübergehenden Liquiditätsengpass) entschärfen kann. In der chronischen Liquiditätskrise – es wird laufend ein negativer betrieblicher Cash Flow erzielt – sind dringend auch weitergehende operative Veränderungen des Betriebes notwendig (z.B. effizientere Produktionsmethoden, günstigerer Einkauf, konsequentes Debitoreninkasso). Der Vorteil des Nachlassverfahrens kann allerdings in den meisten Fällen nur dann effektiv genutzt werden, wenn dies in Verbindung mit einer umfassenden Neuorganisation des Betriebes einhergeht.

Das Nachlassverfahren erhöht im Vergleich zur aussergerichtlichen Sanierung die Verhandlungsmacht des Nachlassschuldners gegenüber Kreditoren, da nicht alle Gläubiger dem Nachlassvertrag zustimmen müssen¹⁶⁷. Damit wird das Nachlassverfahren zu einem attraktiven Instrument für eine Unternehmung, die sich mit grossen Schadenersatzansprüchen konfrontiert sieht. Diese Schadenersatzansprüche stellen einmalige Ereignisse dar, welche einen negativen Effekt auf den Cash Flow haben. Auch zu grosse und zu teure Überbrückungskredite zur Abfederung von einmaligen Liquiditätsabflüssen aus Veruntreuungen oder Ähnlichem können mit dem Nachlassverfahren neu verhandelt werden. Solche Sondereffekte stellen einen guten Anwendungsbereich für das revidierte Nachlassverfahren dar. Sanierungswürdige Unternehmen könnten in diesen Fällen das Nachlassverfahren benutzen, um ihre Finanzen wieder in Ordnung zu bringen¹⁶⁸.

Im Nachlassverfahren können allenfalls auch nachteilige Dauerschuldverhältnisse *de jure* auf einfacherem Weg ausserordentlichen gekündigt werden oder aber – dank dieser Kündigungsmöglichkeit¹⁶⁹ – *de facto* neu verhandelt werden¹⁷⁰. Dies hat allenfalls *ceteris paribus* einen Effekt auf den Cash Flow und die Rentabilität. In gewissen Fällen kann auch die Fremdkapitalbeschaffung rechtlich (jedoch nicht unbedingt aus betriebswirtschaftlicher Sicht, da die Verschuldung oft recht gross ist) durch das Nachlassverfahren erleichtert werden, weil diese Mittel als Masseverbindlichkeit den anderen Gläubigern vor-

¹⁶⁰ Vgl. Art. 285 Abs. 3 SchKG. Bei Umlaufvermögen ist das Risiko einer paulianischen Anfechtung geringer als bei Anlagevermögen, da Umlaufvermögen (Debitorenguthaben, Lagerbestände, Wertchriften o.ä.) *per definitionem* leichter liquidierbar ist und damit eher Marktpreise für diese Güter bestehen; HANDSCHIN (FN 82), N 603 ff.

¹⁶¹ Vgl. Art. 285 Abs. 3 SchKG.

¹⁶² Vgl. Botschaft (FN 1), 6457.

¹⁶³ Vgl. AMONN/WALTHER (FN 14), § 50 N 3; KREN KOSTKIEWICZ (FN 14), N 1584 ff.; LUCIAN ARYE BEBCHUK, A New Approach to Corporate Reorganizations, Harv. L. Rev. 101 (1988) 776.

¹⁶⁴ Vgl. AMONN/WALTHER (FN 14), § 53 N 3.

¹⁶⁵ Vgl. TODD C. PULVINO, Do Asset Fire Sales Exist? An Empirical Investigation of Commercial Aircraft Transactions, Journal of Finance 53 (1998) 953 ff.

¹⁶⁶ Vgl. PULVINO (FN 165), 972 ff.

¹⁶⁷ Vgl. Art. 305 SchKG.

¹⁶⁸ Vgl. BAIRD/MORRISON (FN 15), 2352 ff.

¹⁶⁹ Vgl. Art. 297a SchKG.

¹⁷⁰ Vgl. Art. 297a SchKG.

gehen¹⁷¹. Dies erleichtert die Fremdkapitalbeschaffung, sofern Gläubiger und Schuldner erwarten, dass das neue Investment eine Unternehmenswertsteigerung mit sich bringt¹⁷². Zentral dabei ist, dass der Nachlassschuldner Investoren davon überzeugen kann, dass künftige Investitionen in die Unternehmung wertvermehrend sind.

V. Fazit

Die provisorische Nachlassstundung ist ein Instrument der Informationsgewinnung und soll dazu dienen, gute von schlechten Unternehmungen zu unterscheiden. Solange unklar ist, ob der Nachlassschuldner sanierungswürdig ist, ist im Zweifel die provisorische Nachlassstundung zu durchlaufen und auf eine Konkursöffnung einstweilen zu verzichten. Guten Unternehmungen soll das definitive Nachlassverfahren genehmigt werden, wohingegen über schlechte Unternehmungen der Konkurs zu eröffnen ist.

Eine Sanierung scheint aussichtsreich, wenn möglichst viele der in dieser Studie identifizierten Erfolgsfaktoren gegeben sind¹⁷³. Für Dauerschuldverhältnisse bietet das Nachlassverfahren in manchen Fällen ein effizientes Instrument, um den künftigen Cash Flow zu verbessern. Schliesslich ist zu erwarten, dass im Falle einer Einführung einer Restschuldbefreiung analog dem amerikanischen Chapter 13 auch die Nachlassverfahren effizienter abgewickelt werden könnten, da für Unternehmer der Konkurs nicht mehr derart einschneidende und anreizverzerrende Folgen hätte.

¹⁷¹ Vgl. Art. 306 Abs. 1 Ziff. 2 SchKG.

¹⁷² Vgl. GERTNER/SCHERFSTEIN (FN 98), 1197 ff.

¹⁷³ Vgl. voranstehend Abschnitt III.2.4 und Abschnitt III.2.5.