

Universität Hohenheim
Institut für Betriebswirtschaftslehre
Lehrstuhl für Bankwirtschaft und
Finanzdienstleistungen
Prof. Dr. Hans-Peter Burghof

The seal of the University of Hohenheim is a large, faint watermark in the background. It is circular and contains the text 'UNIVERSITÄT HOHENHEIM' around the top edge and '1818' at the bottom. In the center, there is a detailed illustration of a grand, multi-story building with many windows and a central entrance.

Seminar zur Bankwirtschaft im SS 2010

Corporate Restructuring

Costs of Bankruptcy

Eingereicht am 17.05.2010

Inhaltsverzeichnis

1. Einleitung	3
2. Hintergrund	4
3. Mögliche Kategorisierung von Insolvenzkosten.....	5
3.1 Kosteneinteilung nach Entstehungszeitpunkt	5
3.2 Kosteneinteilung nach Branch (2002).....	7
4. Direkte Insolvenzkosten.....	9
4.1 Bestimmungsgrößen direkter Insolvenzkosten	12
5. Indirekte Insolvenzkosten	14
5.1 Bestimmungsgrößen indirekter Insolvenzkosten	17
6. Gesamtkosten des Insolvenzverfahrens	18
7. Fazit.....	19
8. Literaturverzeichnis	21

1. Einleitung

Allein im Jahre 2009 mussten in den EU-15 Staaten inklusive Norwegen und der Schweiz, 185.000 Unternehmen Insolvenz anmelden. Das sind rund 22 % mehr als noch im Jahre 2008. In den USA mussten 2009 mit 60.600 Unternehmen gar 39,2 % mehr Insolvenz anmelden, als noch im Jahr zuvor.¹ Diese Zahlen machen deutlich, dass Insolvenzen kein seltenes Ereignis sind und gerade in wirtschaftlich schlechten Zeiten wie diesen, sehr häufig vorkommen. Dies soll als Anlass genommen werden, um Insolvenzverfahren genauer zu betrachten. Der Schwerpunkt der Betrachtung soll dabei auf die dadurch entstehenden Kosten gelegt werden. Dabei soll zunächst untersucht werden, welche verschiedenen Kostenarten bei einer Insolvenz entstehen und wodurch diese verursacht werden. Dabei soll unter anderem auch auf die Auswirkungen unterschiedlicher Verfahrensarten, wie zum Beispiel Chapter 11 und Chapter 7 Insolvenzen, eingegangen werden. All dies soll vor dem Hintergrund der Frage betrachtet werden, ob Insolvenzkosten überhaupt eine relevante Größe sind. Bei der Sichtung der existierenden Literatur ist festzustellen, dass eine Reihe von Studien und wissenschaftlichen Arbeiten zu diesem Thema existieren. Aber es ist auch festzustellen, dass diese, was die Relevanz von Insolvenzkosten anbelangt, bisher zu keinem eindeutigen Konsens gekommen sind. Einige Studien kommen zum Ergebnis das Insolvenzkosten eine gar zu vernachlässigende Größe sind. Andere wiederum kommen zum Entschluss, dass durch das Insolvenzverfahren eine Vielzahl von ganz erheblichen Kosten entstehen kann. Im Rahmen dieser Seminararbeit soll daher geklärt werden, welche Aussage tatsächlich zutrifft, oder ob überhaupt keine allgemein gültige, branchenübergreifende Aussage getroffen werden kann.

1. vgl.: Creditreform (2010): Insolvenzen in Europa 2009/10

2. Hintergrund

Hintergrund der Analyse der Insolvenzkosten in dieser Arbeit ist die Bedeutung der Insolvenzkosten für die optimale Kapitalstruktur. Die Theorie der optimalen Kapitalstruktur geht zurück auf die Arbeit von Modigliani und Miller (1958). Diese haben als Erste untersucht, ob die Möglichkeit einer Insolvenz unter Umständen Auswirkungen auf die optimale Kapitalstruktur von Unternehmen haben könnte. Deren These besagt, dass der Marktwert eines Unternehmens unabhängig von der Kapitalstruktur und somit vom Verschuldungsgrad des Unternehmens ist.² Somit würde kein optimaler Verschuldungsgrad existieren. Dabei muss allerdings die Annahme eines vollkommenen Kapitalmarkts erfüllt sein und es dürfen weder asymmetrische Informationen oder Steuern noch Insolvenzkosten existieren. In der Realität ist allerdings mindestens eine dieser Annahmen verletzt. Daher existieren heute weitere Theorien, die die Existenz einer optimalen Kapitalstruktur bestätigen. So erklärt beispielsweise der so genannte Leverage Effekt wie sich der Verschuldungsgrad auf den Wert eines Unternehmens auswirkt. Ist der Fremdkapitalzins niedriger als die Gesamtkapitalrentabilität, so kann die Eigenkapitalrentabilität erhöht werden indem zusätzliches Fremdkapital aufgenommen wird. In diesem Fall spricht man von einem positiven Leverage Effekt.³ Ein wichtiger Faktor, der für die mögliche Existenz einer optimalen Kapitalstruktur verantwortlich ist, ist die Tatsache, dass in der Praxis Fremdkapitalzinsen steuerlich abzugsfähig sind und ein so genanntes Tax Shield entsteht. Das Tax Shield ist die Summe der Steuervorteile, die einem Unternehmen durch Fremdfinanzierung entstehen, da die Fremdkapitalzinsen die Bemessungsgrundlage mindern. Die Schlussfolgerung daraus ist also, dass ein Unternehmen umso weniger Steuern zahlen muss, je höher es verschuldet ist. Dieser Steuervorteil erhöht folglich den Unternehmenswert.⁴

Genau hier spielt aber die Existenz von Insolvenzkosten eine entscheidende Rolle. Denn mit steigendem Verschuldungsgrad steigt auch die Wahrscheinlichkeit einer Insolvenz des Unternehmens. Sind die Insolvenzkosten in der Realität relativ niedrig und unbedeutend, so wäre die Theorie der optimalen Kapitalstruktur irrelevant und ein möglichst hoher Verschuldungsgrad erstrebenswert. Sind Insolvenzkosten in der Realität aber eine signifikante Größe, so gibt es einen Punkt an dem die erwarteten Insolvenzkosten die Vorteile durch einen hohen Verschuldungsgrad übersteigen und die Existenz eines optimalen Verschuldungsgrads dadurch bestätigt werden würde.

² vgl.: Schäfer, Henry (2002): Unternehmensfinanzierung: Grundzüge in Theorie und Management, S.111.

³ vgl.:Stiefl, Jürgen (2005): Finanzmanagement, S. 119.

⁴ vgl.: Lodowicks, Arnd (2007): Riskantes Fremdkapital in der Unternehmensbewertung. Bewertung von Insolvenzkosten auf Basis der DCF Theorie, S. 28-29.

3. Mögliche Kategorisierung von Insolvenzkosten

Nachdem im vorangegangenen Abschnitt der Hintergrund dieser Seminararbeit dargelegt wurde, soll hier nun auf die verschiedenen Möglichkeiten eingegangen werden, die in der bisherigen Literatur angewandt wurden, um die bei einem Insolvenzverfahren entstehenden Kosten zu gliedern.

3.1 Kosteneinteilung nach Entstehungszeitpunkt

Eine erste Möglichkeit Insolvenzkosten zu kategorisieren besteht darin, diese nach ihrem Entstehungszeitpunkt zu unterteilen. Diese Art der Kategorisierung wird von White (1992) angewandt. Sie zeigt zudem, im Gegensatz zu vielen anderen Studien, nicht die reinen Kosten für das insolvente Unternehmen, sondern die dadurch entstehenden gesamtwirtschaftlichen Effekte einer Insolvenz auf. Demnach entstehen Kosten:

- (1) Bevor bekannt ist, dass das Unternehmen finanzielle Schwierigkeiten hat.
- (2) Wenn bekannt ist, dass das Unternehmen finanzielle Schwierigkeiten hat, aber noch nicht Insolvenz angemeldet hat.
- (3) Nachdem Insolvenz angemeldet wurde.⁵

Grundlage der so genannten Ex-ante Insolvenzkosten (1) ist die Theorie, dass Manager erfolgreicher Unternehmen eine bessere Entlohnung erhalten sollten, als Manager von Unternehmen mit finanziellen Schwierigkeiten. In diesem Fall sollten die Manager gar dahingehend bestraft werden, dass sie ersetzt werden. Allerdings ist nicht beobachtbar, ob das Unternehmen aufgrund des Einsatzes und der Fähigkeiten des Managers in finanziellen Schwierigkeiten steckt, oder ob Faktoren außerhalb des Einflusses des Managers dafür verantwortlich sind. Da Manager ein regelmäßiges Einkommen bevorzugen, sind sie bereit in erfolgreichen Zeiten auf einen Teil der Entlohnung zu verzichten, um im Gegenzug im Falle einer Insolvenz, milder behandelt zu werden. Allerdings wird es dann zu einem Rückgang des Unternehmenswerts kommen. Da sie im Insolvenzfall nicht automatisch ersetzt werden, wird der Einsatz der Manager zurückgehen. Der hier

⁵ vgl.: White, Michelle J. (1992): Corporate Bankruptcy: A U.S.-European Comparison, S. 13.

entstehende Effekt wird als „Punishment Effect“ bezeichnet. Dieser setzt sich aus dem Verlust an Unternehmenswert durch geringeren Einsatz der Manager, multipliziert mit der Anzahl der Firmen in der Volkswirtschaft, zusammen.

Befindet sich das Unternehmen dagegen schon in finanziellen Schwierigkeiten (2) entstehen nach White (1992) zwei Effekte. Zum einen der „Gambling Effect“ und zum anderen der „Delay Effect“. Der „Gambling Effect“ beruht auf der Annahme, dass Manager von Unternehmen in finanziellen Schwierigkeiten den Anreiz haben, sehr riskante Investitionen zu tätigen, um eine drohende Insolvenz doch noch abzuwenden. Gelingt die Investition nicht, so sind die Manager und auch die Eigenkapitalgeber zumindest nicht schlechter gestellt als ohne die Investition. Ist die Investition dagegen erfolgreich, so kann die Insolvenz eventuell abgewendet oder zumindest hinausgezögert werden.

Der „Delay Effect“ dagegen beruht auf der Annahme, dass Manager von Firmen in finanziellen Schwierigkeiten einen Anreiz besitzen, die Insolvenzanmeldung hinauszuzögern. Dies ist erst recht der Fall, wenn sie im Rahmen des Insolvenzverfahrens automatisch ersetzt werden. Problematisch ist jedoch hier, dass Kosten entstehen wenn die Insolvenz hinausgezögert wird und das Unternehmen ökonomisch ineffizient ist.⁶

Hat das Unternehmen erst einmal Insolvenz angemeldet (3) gibt es sowohl die Möglichkeit das Unternehmen zu liquidieren, als auch das Unternehmen zu reorganisieren und somit weiterzuführen. Ein ökonomisch ineffizientes Unternehmen sollte liquidiert werden, wohingegen ein effizientes Unternehmen reorganisiert und weitergeführt werden sollte. Da es allerdings schwer festzustellen ist, ob ein insolventes Unternehmen wirtschaftlich effizient oder ineffizient ist, entstehen die Kosten nach White (1992) durch zwei mögliche Fehler. Zum einen entstehen dadurch Kosten, dass Firmen die wirtschaftlich ineffizient sind, nicht als solche identifiziert werden und somit anstatt liquidiert, reorganisiert werden. Zum anderen besteht aber auch die Möglichkeit, dass wirtschaftlich effiziente Firmen nicht erkannt werden und fälschlicherweise liquidiert werden. Im ersten Fall entstehen also dadurch Kosten, dass das Unternehmen länger besteht als es eigentlich sinnvoll gewesen wäre und somit Ressourcen weniger effizient eingesetzt werden, als es eigentlich möglich wäre. Hinzu kommt, dass umso attraktiver der Reorganisationsprozess für Manager ist, desto mehr Unternehmen werden fälschlicherweise fortgeführt. Manager werden verstärkt versuchen anderen glaubhaft zu machen, dass es sich bei ihren Unternehmen um ein wirtschaftlich effizientes Unternehmen handelt.

⁶ vgl.: White, Michelle J. (1992): Corporate Bankruptcy: A U.S.-European Comparison, S. 14-17.

Im zweiten Fall dagegen gibt es zwei verschiedene Ansichtsweisen. Zum einen kann argumentiert werden, dass ein wirtschaftlich effizientes Unternehmen kurz nach der Liquidation von einem neuen Eigentümer wieder eröffnet und fortgeführt wird. Andererseits ist es auch möglich, dass sobald Insolvenz angemeldet wird, Gläubiger Anspruch an wichtigen Assets geltend machen und somit verhindern, dass das Unternehmen als effizientes Unternehmen veräußert werden kann.⁷

3.2 Kosteneinteilung nach Branch (2002)

Eine andere Art der Kosteneinteilung unternimmt Branch (2002). Hier werden mögliche Insolvenzkosten anhand der Verursacher in vier Kategorien eingeteilt:

- (1) Reale Kosten, die direkt durch das insolvente Unternehmen ausgelöst werden.
- (2) Reale Kosten, die durch Gläubiger ausgelöst werden.
- (3) Verluste des Unternehmens, die durch Zuwächse anderer Unternehmen kompensiert werden.
- (4) Reale Kosten, die durch Dritte verursacht werden.

Dabei werden, wie auch in anderen Studien, die Insolvenzkosten am Marktwert des Unternehmens gemessen, kurz bevor dieses insolvent geht. Kosten der Kategorie 4 wurden von Branch (2002) nicht beachtet, da sie für die Bestimmung der optimalen Kapitalstruktur nicht relevant sind. Allerdings muss gesagt werden, dass auch diese Kosten relevant wären um festzustellen, welche Gesamtkosten dem Unternehmen in der Insolvenz entstehen. In folgender Formel ist der Zusammenhang der Kosten mit dem Unternehmenswert dargestellt:

$$1.) \quad PDV = LCD + CDD + GVR^8$$

⁷ vgl.: White, Michelle J. (1992): Corporate Bankruptcy: A U.S.-European Comparison, S. 19-21.

⁸ vgl.: Branch, Ben (2002): The costs of bankruptcy. A review, S.40.

Dabei steht *PDV* für den Wert des Unternehmens bevor dieses in die finanzielle Notlage geraten ist, *LCD* für den Verlust, der das Unternehmen zur Insolvenz zwingt, *CDD* für die Kosten, die dem Unternehmen durch die Insolvenz entstehen und *GVR* für den Bruttowert, den die Gläubiger bekommen. Der Unternehmenswert vor der Insolvenz ist also die Summe aus dem Verlust, der das Unternehmen zur Insolvenz zwingt, den Kosten aus der Insolvenz und den Zahlungen, die die Gläubiger erhalten. Dieser Wert kann wiederum nochmals in die Kosten, die den Gläubigern entstehen um die Zahlung zu erhalten (*CRC*) und in den Nettowert, den sie letztendlich erhalten (*NVR*), unterteilt werden.

$$2.) \quad GVR = NVR + CRC$$

Nach Branch (2002) bestehen wiederum die Kosten, die den Gläubigern entstehen um mit der Insolvenz umzugehen (*TDC*) aus der Summe der Kosten, die dem Unternehmen durch die Insolvenz entstehen (*CDD*) und den direkten Kosten, die den Gläubigern entstehen um mit der Insolvenz umzugehen (*CRC*):

$$3.) \quad TDC = CDD + CRC$$

Substituiert man nun die Gleichungen 2.) und 3.) in Gleichung 1.) so erhält man:

$$4.) \quad PDV = LCD + TDC + NVR$$

Der Unternehmenswert vor dem Insolvenzverfahren besteht also aus der Summe der Kosten, die den Gläubigern und dem Unternehmen entstehen um die Insolvenz zu bewältigen (*TDC*), durch die Insolvenz verursachenden Verlust (*LCD*) und dem Nettowert, den die Gläubiger erhalten (*NVR*).⁹

⁹ vgl.: Branch, Ben (2002): The costs of bankruptcy. A review, S. 40-41.

4. Direkte Insolvenzskosten

Nachdem im vorangegangenen Kapitel zwei mögliche Arten der Insolvenzkostenunterteilung dargelegt wurden, soll in den folgenden Kapiteln die am häufigsten angewandte Methode verwendet werden. Bei der Untersuchung der durch ein Insolvenzverfahren entstehenden relevanten Kosten, lassen sich diese am leichtesten in zwei verschiedene Kostenarten aufteilen. Dies sind zum einen direkte Insolvenzkosten und zum anderen indirekte Insolvenzkosten. Neben anderen möglichen Kategorisierungsarten wurden in der bestehenden Literatur Insolvenzkosten zum Großteil in direkte und indirekte Kosten aufgeteilt. Beispiele hierfür sind Altman (1984), Bris et al. (2006), Branch (2002) oder Warner (1977).

Dabei entstehen direkte Insolvenzkosten unter anderem dadurch, dass bei einem Insolvenzverfahren Personalkosten entstehen, die sonst nicht entstanden wären. So werden beispielsweise Rechtsanwälte, Unternehmensberater, Investmentbanker, Auktionatoren, Gutachter oder Buchhalter benötigt, um bei der Abwicklung der Insolvenz behilflich zu sein. Zwar werden einige dieser Personen auch in wirtschaftlich guten Zeiten benötigt, aber die Anzahl derer nimmt bei einer Insolvenz stark zu.¹⁰ Nach Branch (2002) betrugen bei der Insolvenz der Bank of New England in den Jahren 1991 bis 1995, die Personalkosten für oben erwähnte Experten ganze 17,7 Millionen US-Dollar. Außerdem entstehen mit dem Insolvenzantrag Gebühren, Gerichtskosten und in der Regel auch Kosten für einen Insolvenzverwalter. Dieser hat beispielsweise Anspruch auf Erstattung seiner Auslagen und eine angemessene Vergütung. In Deutschland ist die Vergütung wie folgt geregelt: Der Insolvenzverwalter erhält:

1. von den ersten 25.000 Euro der Insolvenzmasse 40 %,
2. vom Mehrbetrag bis zu 50.000 Euro 25 %,
3. vom Mehrbetrag bis zu 250.000 Euro 7 %,
4. vom Mehrbetrag bis zu 500.000 Euro 3 %,
5. vom Mehrbetrag bis zu 25 Mio. Euro 2 %,
6. vom Mehrbetrag bis zu 50 Mio. Euro 1 %,
7. vom darüber hinausgehenden Betrag 0,5 %.¹¹

¹⁰ vgl.: Branch, Ben (2002): The costs of bankruptcy. A review, S. 42.

¹¹ vgl.: IHK Region Stuttgart (2010): Kosten des Insolvenzverfahrens.

Betrachtet man die Tatsache, dass nicht wenige Unternehmensinsolvenzen beim Umfang der Insolvenzmasse in die Kategorien 4.-7. fallen, so ist klar, dass allein der Insolvenzverwalter hohe Kosten verursacht. Daher nehmen Kosten für zusätzliche Spezialisten, wie die oben genannten, in der Regel den Hauptanteil an den direkten Insolvenzkosten ein. Die Höhe der Gebühren und Gerichtskosten, die innerhalb des Verfahrens entstehen, können bei kleineren Unternehmen, gemessen an der Insolvenzmasse einen merklichen Anteil einnehmen. In der Regel jedoch dürften sie aber, verglichen mit den Personalkosten, gerade bei großen Unternehmen, relativ gering sein. Zwar ist sicher, dass die direkten Insolvenzkosten dazu führen, dass der Unternehmenswert nach dem Insolvenzverfahren niedriger ist als davor, in welchem Ausmaß dies aber der Fall ist und ob es sich überhaupt um marginale Kosten handelt, ist bisher noch fraglich. Problematisch dabei ist, dass die bisher existierende Literatur sich zwar durchaus mit dem Thema der Insolvenzkosten beschäftigt hat und gesagt werden kann, dass Insolvenzkosten zumindest theoretisch durchaus relevant sind, ein fundierter empirischer Beweis existiert bisher hierfür noch nicht.

Eine der Studien, die versucht hat der Frage der Insolvenzkosten empirisch nachzugehen, ist die Studie von Warner (1977). In dieser wurden die Daten von elf insolventen Eisenbahngesellschaften analysiert. Die Daten wurden von der Kommission zur Regulierung des Eisenbahnverkehrs (Interstate Commerce Commission) gesammelt. Allerdings wurden hierbei von Warner (1977) indirekte Insolvenzkosten nicht mit in die Berechnung einbezogen. Dieser kam zu dem Ergebnis, dass die Insolvenzkosten sieben Jahre vor der Insolvenz 1 % des Marktwerts des Unternehmens betragen. Zum Zeitpunkt der Insolvenz steigen diese aber deutlich bis auf 5,3 % des Marktwerts an.¹² Zum Ergebnis der Studie von Warner (1977) muss aber gesagt werden, dass obwohl die indirekten Kosten vernachlässigt werden, er Kosten, die dadurch entstehen, dass Manager mit der Insolvenzabwicklung beschäftigt sind und somit nicht dem operativen Geschäft nachgehen können, zu den direkten Insolvenzkosten zählt. Nach dem Verständnis vieler Anderer sind diese Opportunitätskosten zu den indirekten Insolvenzkosten zu zählen. Daher dürfte das Ausmaß der direkten Kosten in dieser Studie etwas zu hoch ausgefallen sein. Obwohl man im Ergebnis dieser Studie nur ein geringes Ausmaß der direkten Insolvenzkosten erhält, sind diese Werte aus Unternehmenssicht dennoch zu groß um sie ignorieren zu können. Zudem kommt das Problem, dass die Studie auf der Analyse von nur elf Unternehmen basiert. Außerdem ist fraglich, inwieweit die Ergebnisse der Eisenbahngesellschaften auf Firmen in anderen Branchen und Industriezweigen übertragbar sind.

¹² vgl.: Warner, Jerold B. (1977): Bankruptcy Costs: Some Evidence, S. 343.

In einer weiteren Studie von Altman (1984) wurden die Insolvenzen von zwölf Einzelhändlern und sieben Industrieunternehmen untersucht. Dieser kam für die direkten Insolvenzskosten der Einzelhändler, zu einem Ergebnis von durchschnittlich 2,8 % des Unternehmenswerts fünf Jahre vor der Insolvenz und 4 % zum Zeitpunkt der Insolvenz. Bei der Analyse der Industrieunternehmen kam Altman (1984) zum Ergebnis, dass die direkten Insolvenzskosten fünf Jahre vor der Insolvenz 11,1 % des Unternehmenswerts betragen und zum Zeitpunkt der Insolvenz 9,8 %. Die Ergebnisse schwanken allerdings innerhalb der fünf Jahre vor der Insolvenz und sind geringfügig höher als bei den Einzelhändlern. Der Anteil der indirekten Kosten gemessen am Firmenwert ist in einzelnen Fällen sehr hoch. Im Fall von Mangel Stores beispielsweise, betragen die direkten Insolvenzskosten 23,4 % und mit 20,5 % im Fall von Drew National sind diese nur unwesentlich kleiner. Die gesamten durchschnittlichen direkten Insolvenzskosten der Studie betragen sowohl fünf Jahre vor, als auch zum Zeitpunkt der Insolvenz rund 6 %. Somit ist auch Altman (1984) zu dem Ergebnis gekommen, dass Insolvenzskosten nicht ignoriert werden können.¹³

Die wohl aktuellste und auch größte Analyse von Insolvenzskosten haben Bris et al. (2006) durchgeführt. Diese haben ca. 300 Insolvenzfälle aus den Staaten Arizona und New York von 1995 bis 2001 untersucht und diese dabei unter dem Aspekt der verschiedenen Insolvenzverfahren (Chapter 7 und Chapter 11) verglichen. Der Unterschied bei den beiden Verfahren besteht darin, dass in einem Chapter 7 Verfahren das insolvente Unternehmen liquidiert wird, wohingegen das insolvente Unternehmen in einem Chapter 11 Verfahren reorganisiert und weitergeführt wird. Die Ergebnisse dieser Studie waren, dass die direkten Insolvenzskosten bei einem durchschnittlichen Chapter 7 Verfahren 8,1 % und bei einem durchschnittlichen Chapter 11 Verfahren sogar 16,9 % des Unternehmenswerts zum Zeitpunkt der Insolvenz betragen. Allerdings muss man sagen, dass bei den Ergebnissen der Chapter 11 Verfahren vier Ausreißer existieren, die das Ergebnis leicht verfälschen können.¹⁴

In einer Studie über 263 Insolvenzen kleinerer, schwedischer Unternehmen hat Thorburn (2000) die Kosten schwedischer Insolvenzverfahren mit amerikanischen Chapter 11 Verfahren verglichen. Diese kam zum Ergebnis, dass die direkten Insolvenzskosten durchschnittlich 13,2 % des Marktwerts der insolventen Firma betragen.¹⁵

In einer weiteren ausführlichen Studie haben LoPucki und Doherty (2004) 48 große Insolvenzfälle in den USA untersucht. Diese sind dabei zum Ergebnis gekommen, dass die direkten Insolvenzskosten durchschnittlich nur 1,4 % des Marktwerts zu Beginn des Verfahrens betragen.¹⁶

13. vgl.: Altman, Edward I.(1994): A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question, S. 1077.

14 vgl.: Bris et al. (2006): The Costs of Bankruptcy: Chapter 7 Liquidation versus Chapter 11 Reorganization, S. 1279.

15 vgl.: Thorburn, Karin S. (2000): Bankruptcy auctions: costs, debt recovery, and firm survival, S. 355.

16 vgl.: LoPucki, Lynn und Doherty, Joseph W. (2004): The Determinants of Professional Fees in Large Bankruptcy Reorganization Cases, S. 113.

Auch Weiss (1990) bestätigt in seiner Arbeit ein nur relativ geringes Ausmaß von direkten Insolvenzkosten. Bei der Analyse von 37 Insolvenzen amerikanischer, börsennotierter Unternehmen zwischen 1979 und 1986 können nur direkte Insolvenzkosten in Höhe von 3,1 % des Unternehmenswerts festgestellt werden.¹⁷

Nach der Betrachtung all dieser unterschiedlichen Studien kommt man zu dem Ergebnis, dass die Insolvenzkosten von Fall zu Fall stark schwanken können. Die Studien kamen zu Ergebnissen von rund 1 % bis über 20 % des Unternehmenswerts zum Insolvenzeitpunkt.

Natürlich kann auch argumentiert werden, dass es sich bei diesen Kosten nur um einen Wohlstandstransfer handelt. Wie es zum Beispiel bei Zahlungen von Gläubigern an Spezialisten der Fall ist. Allerdings wird das Kostenargument dadurch gerechtfertigt, dass diese Spezialisten sonst anderweitig beschäftigt wären und dadurch einen Wert geschaffen hätten.¹⁸

4.1 Bestimmungsgrößen direkter Insolvenzkosten

Im vorangegangenen Abschnitt wurde das Ausmaß von direkten Insolvenzkosten aufgezeigt und festgestellt, dass diese zum Teil sehr stark schwanken können. Um den Grund dafür herauszufinden, soll nun der Frage nachgegangen werden, wodurch direkte Insolvenzkosten bestimmt werden. Einer der größten Kostenfaktoren sind, wie schon erwähnt, die Honorare für Experten, die zur Abwicklung des Insolvenzverfahrens benötigt werden. LoPucki und Doherty (2004) haben die Einflussfaktoren auf die Experten honorare untersucht. Diese sind zum Ergebnis gekommen, dass hauptsächlich die Größe des insolventen Unternehmens, die Dauer des Verfahrens und die Anzahl der beteiligten „Experten Firmen“ für die Höhe der direkten Kosten verantwortlich sind. Beim Faktor Unternehmensgröße handelt es sich um einen abnehmenden Skaleneffekt. Nach LoPucki und Doherty (2004) muss ein Unternehmen mit einem Wert von einer Milliarde 29 % mehr Honorare zahlen, als ein Unternehmen mit einem Firmenwert von nur 500 Millionen. Ein Unternehmen mit einem Wert von 1,5 Milliarden wird dagegen 16 % mehr Honorare zahlen, als ein Unternehmen mit einem Wert von einer Milliarde.¹⁹

17 vgl.: Weiss, Lawrence A. (1990): Bankruptcy Resolution—Direct costs and violation of priority claims, S. 289.

18 vgl.: Branch, Ben (2002): The costs of bankruptcy. A review, S.43.

19 vgl.: LoPucki, Lynn und Doherty, Joseph W. (2004): The Determinants of Professional Fees in Large Bankruptcy Reorganization Cases, S. 126.

Auch Warner (1977) kommt zum Ergebnis, dass Unternehmen mit höheren Marktwerten, höhere absolute, direkte Insolvenzkosten verursachen. Aber auch hier verläuft die Kostenentstehung nicht proportional zur Firmengröße. Der Anteil der direkten Kosten am Unternehmenswert nimmt mit zunehmender Firmengröße ab. So haben die zwei kleinsten Eisenbahngesellschaften direkte Insolvenzkosten von 6,6 % beziehungsweise 9,1 % des Unternehmenswerts aufgewiesen. Die zwei größten Eisenbahngesellschaften hingegen wiesen direkte Insolvenzkosten von lediglich 1,7 % und 2,7 % auf. In diesem Fall kann aber davon ausgegangen werden, dass beim Insolvenzverfahren der Eisenbahngesellschaften hohe Fixkosten existieren und es somit im Zusammenhang mit der Firmengröße zu Skaleneffekten kommt. Zudem konnte hier kein direkter Zusammenhang zwischen der Länge des Verfahrens und der Unternehmensgröße nachgewiesen werden. Somit kann festgestellt werden, dass hier große Unternehmen nicht allein dadurch Kosten verursachen, dass sie längere Verfahrenszeiten aufweisen.²⁰

Thorburn (2000) kommt beim Vergleich schwedischer Unternehmensinsolvenzen mit amerikanischen Chapter 11 Verfahren aber ebenfalls zum Ergebnis, dass die direkten Kosten mit der Firmengröße abnehmen. So betragen die direkten Insolvenzkosten 22 kleiner, privat geführter Unternehmen durchschnittlich 14,5 % des Unternehmenswerts, wohingegen die direkten Kosten von großen, öffentlich gehandelten Firmen nur rund 3,6 % entsprachen. Darüber hinaus steigen überraschenderweise die Kosten für eine zusätzliche „Experten Firma“ nicht linear an. Mit jeder weiteren an der Abwicklung der Insolvenz beteiligten Firma steigen die Honorare um nur durchschnittlich 6,5 % exponentiell an.²¹

Betrachtet man die Dauer des Insolvenzverfahrens, so erhöhen sich die Kosten durch Experten honorare nach LoPucki und Doherty (2004) bei einer Verdopplung der Verfahrensdauer um 57 %. Auch nach Thorburn (2000) steigen die direkten Insolvenzkosten mit der Dauer des Verfahrens. Betrachtet man in diesem Zusammenhang dann die durchschnittliche Verfahrensdauer der von Warner (1977) untersuchten Eisenbahngesellschaften, so stellt man eine extrem lange Verfahrensdauer von durchschnittlich rund 13 Jahren fest. Mason (1999) dagegen stellt eine durchschnittliche Dauer von nur rund 5 Jahren fest und andere, wie beispielsweise Weiss (1990), mit durchschnittlich nur rund 2,5 Jahren, stellen eine viel kürzere Verfahrensdauer fest.²² Das längste Verfahren im Beispiel von Warner (1977) dauerte gar 23 Jahre, wohingegen das kürzeste Verfahren bei der Analyse von Weiss (1990) weniger als acht Monate dauerte.

20 vgl.: Warner, Jerold B. (1977): Bankruptcy Costs: Some Evidence, S. 345.

21 vgl.: Thorburn, Karin S. (2000): Bankruptcy auctions: costs, debt recovery, and firm survival, S. 358-359.

22 vgl.: Weiss, Lawrence A. (1990): Bankruptcy Resolution—Direct costs and violation of priority claims, S. 288.

So wurde auch festgestellt, dass so genannte „prepackaged bankruptcies“ in der Regel günstiger sind als normale Verfahren. Grund hierfür ist, dass solche Verfahren deutlich schneller abgewickelt werden als andere Verfahren. Bei einem solchen Verfahren wird im Vorfeld zwischen dem Unternehmen und seinen Gläubigern über die Konditionen des Insolvenzverfahrens entschieden. Es wird also schon vor Verfahrenseröffnung gemeinsam bestimmt, wer wie viel und zu welchen Konditionen bekommt. Dies führt zu einer starken Reduktion der Verfahrensdauer.²³

5. Indirekte Insolvenzkosten

Im Gegensatz zu den direkten Insolvenzkosten wurden die indirekten Kosten bisher nur relativ selten in die Betrachtung miteinbezogen. Grund hierfür ist sicherlich, dass die indirekten Insolvenzkosten nahezu nicht messbar sind, beziehungsweise eigentlich nur geschätzt werden können. Indirekte Kosten entstehen unter anderem dadurch, dass durch ein laufendes Insolvenzverfahren der Fokus der Geschäftstätigkeiten nur noch auf die kurze Frist gelegt wird. Durch das laufende Verfahren sind die Unternehmen meist dazu gezwungen jegliche langfristig orientierte Projekte zu unterlassen, um mit dem „gesparten“ Geld bestehende Verbindlichkeiten zu tilgen. Diese Projekte wären in wirtschaftlich guten Zeiten aber durchgeführt worden und hätten möglicherweise einen positiven Wert für das Unternehmen generiert. Ein weiterer Kosten treibender Faktor ist die Tatsache, dass Unternehmen häufig gezwungen sind, zahlreiche Assets zu veräußern. Problematisch dabei ist, dass diese nicht selten weit unter Wert verkauft werden müssen, da das Unternehmen stark unter Druck steht. Dies bedeutet weitere indirekte Kosten für das Unternehmen. Hinzu kommt bei der Ausrichtung des Unternehmensfokusses auf die kurze Frist, dass aufgeschobene Ausgaben wie zum Beispiel für Wartung oder Instandhaltung meist dadurch zunehmend teurer werden. Zudem kommt es häufig zu einem Verlust von Marktanteilen des Unternehmens.²⁴ Viele Kunden und Lieferanten sind verunsichert, sobald sie von den finanziellen Schwierigkeiten erfahren und schrecken häufig davor zurück weitere Geschäfte mit dem insolventen Unternehmen zu tätigen. Darüber hinaus stehen insolvente Unternehmen häufig vor dem Problem, dass sich qualifizierte Mitarbeiter einen anderen Arbeitgeber suchen und die Firma schnellst möglich verlassen. Zudem ist in vielen Fällen eine deutliche Verschlechterung der Liefer- und Kreditkonditionen zu beobachten.

²³ vgl.: Branch, Ben (2002): The costs of bankruptcy. A review, S.43.

²⁴ vgl.: Branch, Ben (2002): The costs of bankruptcy. A review, S.51.

Bei indirekten Insolvenzkosten handelt es sich also um Kosten die dadurch verursacht werden, dass Mitarbeiter, Lieferanten, Wettbewerber oder Kunden ihr Verhalten aufgrund der eingetretenen Insolvenz ändern.²⁵ Hinzu kommt, dass alle Stakeholder verschiedene Verluste erleiden. Zum einen verlieren alle Ansprüche an Wert, da der Unternehmenswert selbst an Wert verliert. Zum anderen leiden sie darunter, dass durch die Insolvenz ihre Werte schlechter handelbar sind, was für sie ebenfalls einen Wertverlust darstellt. Außerdem verändert sich der Charakter aller Werte, so dass diese nicht mehr dem Anforderungsprofil der Anleger entsprechen. Darüber hinaus entstehen zusätzliche Transaktionskosten, die zum Entstehungszeitpunkt noch nicht abzusehen waren. Beispielsweise können sich kurzfristige Forderungen von Lieferanten in langfristige Ansprüche verwandeln, deren Zahlung zwei oder mehr Jahre in Anspruch nehmen kann.²⁶

Anhand der Insolvenz von Texaco 1987 ist ein weiterer Kostenpunkt gut zu erkennen, der nur selten aufgeführt wird, weil er schlecht gemessen werden kann, inwiefern die Entwicklung mit der Insolvenz konkret zusammenhängt. Als Texaco in Folge eines Gerichtsstreits und einer Strafzahlung an Pennzoil in Höhe von 13 Milliarden US-Dollar Insolvenz anmelden musste, sind die Marktwerte beider Firmen zusammen um Rund 30 % gefallen. Nach Beendigung des Streits sind die Unternehmenswerte aber nur um rund 2/3 des Verlusts wieder angestiegen.²⁷

Ein weiterer, nicht zu vernachlässigender Punkt, sind entstehende Opportunitätskosten. Viele Mitarbeiter sind mit der Abwicklung des Insolvenzverfahrens beschäftigt anstatt sich, wie unter normalen wirtschaftlichen Umständen, dem operativen Geschäft zu widmen.²⁸ Es müssen unter Umständen Verhandlungen mit den Gläubigern geführt werden und auch die regelmäßige Kommunikation mit diesen ist ein nicht zu unterschätzender Aufwand. Hinzu kommt, dass zusätzliche Mitarbeiter benötigt werden, um mit den externen Spezialisten zu kommunizieren. Je mehr externe Spezialisten tätig sind, umso höher ist der dadurch entstehende interne Aufwand. Dies betrifft zwar hauptsächlich Mitarbeiter in den oberen Managementebenen, aber auch Personal anderer Abteilungen und andere interne Ressourcen werden für die Abwicklung des Verfahrens zusätzlich benötigt.²⁹ Teilweise werden diese Opportunitätskosten auch zu den direkten Insolvenzkosten gezählt, wie beispielsweise von Warner (1977) und Branch (2002). Da aber diese Kosten nicht direkt gemessen werden können und daher zumindest von Warner (1977) auch keine genauen Schätzungen erfolgt sind, ist es wohl angebracht diese Kosten weiter zu den indirekten Insolvenzkosten zu zählen.

25 vgl.: Hommel, Ulrich (2006): Handbuch Unternehmensrestrukturierung, S. 697.

26 vgl.: Branch, Ben (2002): The costs of bankruptcy. A review, S. 47.

27 vgl.: Branch, Ben (2002): The costs of bankruptcy. A review, S. 51-52.

28. vgl.: Altman, Edward I.(1994): A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question, S. 1071.

29 vgl.: Branch, Ben (2002): The costs of bankruptcy. A review, S. 43.

Ein weiterer Kostenpunkt der häufig vernachlässigt wird, ist die Tatsache, dass Gläubiger vor nahezu denselben Problemen stehen. Denn auch ihnen entstehen zusätzliche Kosten, da sie sowohl interne Ressourcen, als auch eigenes Personal benötigen, um ihre Ansprüche geltend zu machen und vor allem, um diese letztendlich auch zu bekommen. Zudem benötigen auch sie häufig externe Spezialisten. So bedarf es nach Branch (2002) nicht selten der Beratung bei den Entscheidungen, ob die Ansprüche verkauft werden sollen und ob für oder gegen den Restrukturierungsplan gestimmt werden soll.

Um eine Vorstellung des Ausmaßes an reinen internen Personalkosten zu bekommen, soll die Insolvenz von der Bank of New England in den Jahren 1991 bis 1995 betrachtet werden. In diesem Zeitraum betragen die internen Verwaltungskosten 3 Millionen US-Dollar. Dies entspricht rund 17 % der Personalkosten für Experten honorare. Ein weiteres anschauliches Beispiel für das doch sehr hohe Ausmaß an internen Personalkosten ist die Insolvenz der First Republic Bank in den Jahren 1990 und 1991. Die internen Ausgaben betragen, ähnlich wie im Fall der Bank of England, rund 3,5 Millionen US-Dollar, was in diesem Fall sogar 35 % der Experten honorare entspricht. Aufgrund dieser zwei Beispiele geht auch Branch (2002) davon aus, dass sich die internen Kosten um die Insolvenz abzuwickeln, auf 17 % bis 35 % der externen Personalkosten belaufen. Damit wiederum würden die internen Personalkosten rund 0,7 % bis 1,4 % des Unternehmenswerts vor der Insolvenz einnehmen. Allerdings dürfte dieser Wert in der Realität noch deutlich höher sein, da die obigen Zahlen aus Unternehmensliquidationen stammen. Der interne Personalaufwand ist bei einer Reorganisation deutlich höher als bei einer Liquidation.³⁰

Beim Vergleich der zwei verschiedenen amerikanischen Insolvenzverfahren kamen Bris et al. (2006) zum Ergebnis, dass die indirekten Insolvenzkosten für ein Chapter 11 Verfahren 13 % betragen. Für ein Chapter 7 Verfahren, kamen sie auf eine Höhe der indirekten Insolvenzkosten von erstaunlichen 62 %. Allerdings sind die Werte hier rein auf den Werterückgang der Unternehmensassets bezogen.³¹

In der Analyse von sieben Industrieunternehmen und zwölf Einzelhändlern durch Altman (1984) kam auch dieser zum Ergebnis, dass die indirekten Insolvenzkosten ein beträchtliches Ausmaß annehmen können. So betragen die durchschnittlichen indirekten Insolvenzkosten aller untersuchten Firmen dieser Studie 10,5 % des derzeitigen Unternehmenswerts zum Insolvenzzeitpunkt und 8,1 % drei Jahre vor der Insolvenz. Im Vergleich dazu betragen die direkten Insolvenzkosten nur 6,2 % beziehungsweise 4,3 % des Unternehmenswerts.³²

30 vgl.: Branch, Ben (2002): The costs of bankruptcy. A review, S. 44.

31 vgl.: Bris et al. (2006): The Costs of Bankruptcy: Chapter 7 Liquidation versus Chapter 11 Reorganization, S. 1264.

32. vgl.: Altman, Edward I.(1994): A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question, S. 1078.

Auch Branch (2002) bestätigt nach der Betrachtung verschiedener Studien die oben genannten Ergebnisse. Die indirekten Kosten nehmen demnach mindestens 5 % des aktuellen Unternehmenswerts ein, können aber auch leicht 10 % oder mehr betragen. Zu diesen Kosten kommen aber auch noch die bereits oben erwähnten Kosten, die dadurch entstehen, dass interne Personalressourcen für die Abwicklung des Insolvenzverfahrens benötigt werden und somit nicht für das operative Geschäft genutzt werden können. Diese Kosten betragen laut Branch (2002) zwischen 0,7 % und 1,4 % des Unternehmenswerts.³³

In einer sehr aktuellen Studie haben sich Reimund et al. (2008) rein auf das Ausmaß indirekter Insolvenzkosten konzentriert. Grund hierfür ist, dass auch sie nach der Studie relevanter empirischer Literatur der Überzeugung sind, dass die indirekten Insolvenzkosten die direkten Insolvenzkosten in ihrem Ausmaß übersteigen. Zudem haben sie sich im Gegensatz zu vielen anderen Studien, die auf amerikanische Insolvenzfälle spezialisiert sind, auf deutsche Insolvenzverfahren konzentriert. Die Besonderheit an deutschen Insolvenzverfahren besteht zum einen darin, dass das Finanzsystem in Deutschland bankenbasiert ist. Die Hausbanken sind logischerweise daran interessiert, ihre Kunden auch in wirtschaftlich schwierigen Zeiten zu unterstützen. Dies führt dazu, dass im deutschen Finanzsystem die Kosten wirtschaftlicher Notlagen und auch Insolvenzen deutlich geringer sind, als beispielsweise in den USA. Zum anderen kommt hinzu, dass deutsche Unternehmen häufig eine höhere Fremdkapitalquote aufweisen als amerikanische Unternehmen.³⁴ Reimund et al. (2008) stellen bei ihrer Untersuchung der deutschen Insolvenzverfahren durchschnittliche indirekte Insolvenzkosten von nicht zu vernachlässigenden 28,6 % des Unternehmensmarktwerts fest.³⁵

5.1 Bestimmungsgrößen indirekter Insolvenzkosten

Nachdem zuvor schon untersucht wurde, welche Faktoren die Entstehung von direkten Insolvenzkosten beeinflussen, soll dies nun auch für indirekte Insolvenzkosten erfolgen. Ein wichtiger Faktor der das Ausmaß der indirekten Kosten stark beeinflusst, ist die Dauer des Insolvenzverfahrens. So bestätigen unter anderem Thorburn (2000) und Bris et al. (2006), dass die indirekten Kosten mit der Dauer des Insolvenzverfahrens zunehmen. Grund hierfür ist, dass mit der Zeit ein immer schlechterer Ruf entsteht und dieser sowohl auf den Produkt- als auch auf den Kapitalmärkten

33 vgl.: Branch, Ben (2002): The costs of bankruptcy. A review, S.53.

34 vgl.: Reimund et al. (2008): Costs of Financial Distress: The German Evidence, S.2-3.

35 vgl.: Lodowicks, Arnd (2007): Riskantes Fremdkapital in der Unternehmensbewertung. Bewertung von Insolvenzkosten auf Basis der DCF Theorie, S.44.

Probleme aufwirft. Zudem steigen die Opportunitätskosten für interne Personalressourcen mit der Dauer des Verfahrens. Somit begründet auch Thorburn (2002) die niedrigeren Insolvenzkosten in Schweden damit, dass die Insolvenzverfahren eine deutlich kürzere Dauer aufweisen als Verfahren in den USA.³⁶ Im Vergleich der beiden amerikanischen Insolvenzverfahren Chapter 7 und Chapter 11 kommen Bris et al. (2006) zum Ergebnis, dass ebenso wie bei den direkten Insolvenzkosten, Chapter 11 Verfahren höhere indirekte Insolvenzkosten verursachen, als es Chapter 7 Verfahren tun.³⁷ Problematisch bei den Bestimmungsgrößen ist die Tatsache, dass indirekte Insolvenzkosten in der Regel nur geschätzt und nicht gemessen werden können. Daher ist es äußerst schwierig, neben der Verfahrensdauer weitere Bestimmungsgrößen zu identifizieren und deren Auswirkungen zu untersuchen.

6. Gesamtkosten des Insolvenzverfahrens

Nachdem in den vorangegangenen Kapiteln einige relevante empirische Studien betrachtet wurden, soll in diesem Kapitel auf die Gesamtkosten eines Insolvenzverfahrens eingegangen werden. Um eine endgültige Aussage über die Relevanz von Insolvenzkosten und somit die Folgen für eine mögliche optimale Kapitalstruktur machen zu können, müssen nun direkte und indirekte Insolvenzkosten gemeinsam betrachtet werden. Warner (1977) kam auf direkte Insolvenzkosten von 5,3 % des Unternehmenswerts zum Insolvenzzeitpunkt. Altman (1984) kam im Ergebnis auf rund 6 % direkte Insolvenzkosten und Bris et al. (2006) stellten für Chapter 7 Insolvenzen 8,1 % und für Chapter 11 Insolvenzen gar 16,9 % fest. Thorburn (2000) stellte in ihrer Studie ein Ausmaß der direkten Insolvenzkosten von 13,2 % des Unternehmenswerts fest, wobei LoPucki und Doherty (2004) nur auf einen Wert von 1,4 % kamen. Nach Betrachtung dieser Studien können also direkte Insolvenzkosten von 1,4 % bis zu 16,5 % des Unternehmenswerts festgestellt werden. Für das Ausmaß der indirekten Insolvenzkosten kam Altman (1984) zu einem Ergebnis von 10,5 % und auch Branch (2002) bestätigte Werte zwischen 5 % und 10 %, zusätzlich der Opportunitätskosten durch interne Personalressourcen von 0,7 % bis 1,4 %. Somit belaufen sich die durchschnittlichen indirekten Insolvenzkosten auf mindestens 5,7 % wobei sie aber auch durchaus 11,4 % betragen können. Dies entspricht auch den Ergebnissen von Branch (2002), der nach seiner Betrachtung der indirekten Kosten von 5 % bis 10 % ausgeht. Die gesamten bei einer Insolvenz entstehenden Kosten, belaufen sich demnach auf mindestens rund 7 %, wobei sie im Extremfall auch rund 27 %

36 vgl.: Thorburn, Karin S. (2000): Bankruptcy auctions: costs, debt recovery, and firm survival, S. 359-360.

37 vgl.: Bris et al. (2006): The Costs of Bankruptcy: Chapter 7 Liquidation versus Chapter 11 Reorganization, S. 1270.

betragen können. Da bei der Untersuchung von Bris et al. (2006) die Höchstwerte von 16,9 % des Unternehmenswerts für die direkten Kosten durch vier Ausreißer entstanden sind, ist allerdings anzunehmen, dass die direkten Kosten in der Regel etwas geringer ausfallen werden. Dies entspricht dann auch dem Ergebnis zu dem Branch (2002) kam und er Gesamtkosten von rund 9,5 % bis 16,4 % festgestellt hat.

Betrachtet man abschließend wie sich die Gesamtverbindlichkeiten des Unternehmens vor der Insolvenz zusammensetzen, so kommt man zum Ergebnis, dass rund 28 % durch, den des Insolvenz auslösenden Verlusts entstehen, 16 % entstehen durch die Abwicklung der Insolvenz und rund 56 % des Unternehmenswerts sind am Ende verfügbar, um die Gläubiger zu bedienen.³⁸

7. Fazit

Zu Beginn dieser Arbeit wurden die unterschiedlichen Möglichkeiten untersucht die, bei einer Insolvenz entstehenden Kosten, einzuteilen. Insolvenzkosten können sowohl nach Entstehungszeitpunkt, nach Verursacher oder Betroffenen, als auch in direkte und indirekte Kosten unterteilt werden. Letztere Methode ist dabei die gebräuchlichste und wurde daher auch in dieser Arbeit genauer betrachtet. Es wurde dargelegt, dass direkte Insolvenzkosten hauptsächlich durch zusätzliches, externes Personal entstehen. Wohingegen indirekte Insolvenzkosten durch Verhaltensveränderungen von Kunden, Mitarbeitern oder Gläubigern entstehen. Typische Beispiele für indirekte Insolvenzkosten sind somit geringere Marktwerte, Opportunitätskosten durch zusätzlichen internen Personalaufwand oder Kosten die dadurch entstehen, dass Investitionen nicht durchgeführt werden können, die eigentlich positive Werte generiert hätten. Es wurde festgestellt, dass die indirekten Kosten in der Regel die direkten Kosten übersteigen. Nach Betrachtung der relevanten Literatur kommt man aber zum abschließenden Ergebnis, dass keine allgemein gültige Aussage über die Höhe der anfallenden Insolvenzkosten gemacht werden kann. Es können nahezu keine Insolvenzkosten, aber auch Kosten bis zu einem Viertel des Unternehmenswerts auftreten. Zudem ist fraglich, inwieweit die Ergebnisse der betrachteten Literatur miteinander vergleichbar sind. Häufig werden die verschiedenen Kostenarten unterschiedlich definiert. Zudem spielt die genaue Definition des Unternehmenswerts und der betrachtete Zeitraum eine wichtige Rolle. Außerdem ist es fraglich, inwieweit die Ergebnisse verschiedener Branchen miteinander verglichen werden können. Bei der Untersuchung der direkten und indirekten Kosten konnte beide Male festgestellt werden, dass obwohl die Kosten stark schwanken, sie in der Regel so hoch sind, dass

³⁸ vgl.: Branch, Ben (2002): The costs of bankruptcy. A review, S.54.

sich nicht vernachlässigt werden können. Es wurde festgestellt, dass beide Kostenarten mit der Dauer des Verfahrens zunehmen. Zudem wurde gezeigt, dass direkte Insolvenzkosten zwar mit der Unternehmensgröße absolut zunehmen, prozentual gesehen jedoch abnehmen.

Die betrachtete Literatur beinhaltet sowohl ältere als auch neuere Studien, Studien, die sich mit verschiedenen Insolvenzverfahren beschäftigen, Studien, die Verfahren in verschiedenen Ländern vergleichen und auch Studien, die verschiedene Branchen untersuchen. Daher kann davon ausgegangen werden, dass sich zumindest die Bandbreite, in der sich die Gesamtkosten eines Insolvenzverfahrens bewegen, allgemein gültig bestimmen lässt. So belaufen sich die Insolvenzkosten bei allen Verfahren auf mindestens 7 % des Unternehmenswerts, wobei aber auch Werte von rund 27 % des Unternehmenswerts durchaus möglich sind. Somit kann klar gesagt werden, dass zwar die Möglichkeit von niedrigen Insolvenzkosten besteht, da die Insolvenzkosten aber auch leicht mehr als ein Viertel des Unternehmenswerts einnehmen können, besteht definitiv eine Relevanz für die optimale Kapitalstruktur. Aus dem Gesichtspunkt der Insolvenzkosten kann also die Existenz einer optimalen Kapitalstruktur bestätigt werden.

8. Literaturverzeichnis

- Altman, Edward I. (1994): A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question.
- Branch, Ben (2002): The costs of bankruptcy. A review.
- Bris, Arturo/Welch Ivo/Zhu Ning (2006): The Costs of Bankruptcy: Chapter 7 Liquidation versus Chapter 11 Reorganization.
- Creditreform (2010): Insolvenzen in Europa 2009/10.
- Hommel, Ulrich (2006): Handbuch Unternehmensrestrukturierung.
- IHK Region Stuttgart (2010): Kosten des Insolvenzverfahrens.
- Lodowicks, Arnd (2007): Riskantes Fremdkapital in der Unternehmensbewertung. Bewertung von Insolvenzkosten auf Basis der DCF Theorie.
- LoPucki, Lynn/Doherty, Joseph W. (2004): The Determinants of Professional Fees in Large Bankruptcy Reorganization Cases.
- Reimund, Carsten/Schwetzler, Bernhard/Zainhofer, Florian (2008): Costs of Financial Distress: The German Evidence.
- Schäfer, Henry (2002): Unternehmensfinanzierung: Grundzüge in Theorie und Management.
- Stiefl, Jürgen (2005): Finanzmanagement,
- Thorburn, Karin S. (2000): Bankruptcy auctions: costs, debt recovery, and firm survival.
- Warner, Jerold B. (1977): Bankruptcy Costs: Some Evidence.
- Weiss, Lawrence A. (1990): Bankruptcy Resolution. Direct costs and violation of priority claims.
- White, Michelle J. (1992): Corporate Bankruptcy: A U.S.-European Comparison.