

Thema VII

Debt Renegotiations and the Division of Value in Corporate Reorganization

**Seminararbeit im Rahmen der Vertiefung Bankwirtschaft und
Finanzdienstleistungen**

Eingereicht am Lehrstuhl für
Bankwirtschaft und Finanzdienstleistungen
Prof. Dr. Hans-Peter Burghof



Sommersemester 2010

Fachsemester: 12

Inhaltsverzeichnis

1. Einleitung	1
2. Das Insolvenzverfahren	2
2.1. Liquidation.....	2
2.2. Reorganisation	2
3. Das Modell von Bebchuk	3
3.1. Die Ziele des Modells.....	4
3.2. Die Methodik des Modells	6
3.3. Das Ergebnis.....	8
4. Das Modell von Aghion, Hart und Moore.....	10
4.1. Die Ziele des Modells	10
4.2. Der Ablauf des Modells.....	12
5. Kritische Würdigung und Vergleich der beiden Modelle.....	14
Literaturverzeichnis	II

1. Einleitung

In den letzten Jahren wurden in der Literatur theoretisch sowie empirisch verschiedene Möglichkeiten zur Restrukturierung behandelt, die Unternehmen, die in finanzielle Schwierigkeiten geraten sind, bereit stehen. Häufig genannte Vorschläge für finanziell angeschlagene Unternehmen sind vor allem die strategische Neuorientierung, der Austausch von Führungspositionen oder die Veräußerungen von Unternehmensaktiva. Es gibt auch unterschiedliche finanzielle Maßnahmen zur Sanierung von Unternehmen. Hierzu zählen bspw. die Aufnahme neuen Eigenkapitals, die Umwandlung von Bankkrediten in Beteiligungskapital (debt equity swap) oder die Wiederverhandlung von Bankkrediten.

In dieser Seminararbeit wird speziell auf die Modelle von Bebchuck und Aghion/Hart/Moore eingegangen, die das US-amerikanische Reorganisationsrecht nach Chapter 11 Bankruptcy Code (BC) heftig kritisieren. Die in den USA stattfindende rege Diskussion um Chapter 11 BC dürfte auch die Neugier von deutschen Beobachtern geweckt haben. Denn der mit der Insolvenzrechtsreform 1999 eingeführte Insolvenzplan in Deutschland weist strukturelle Ähnlichkeiten mit dem Verfahren des Chapter 11 auf.

Im anschließenden zweiten Kapitel werden auf die beiden wesentlichen Insolvenzverfahren nach Chapter 7 (Liquidation) und Chapter 11 (Reorganisation) hingewiesen. Bei der Reorganisation werden verschiedene Maßnahmen vorgestellt. Im dritten Kapitel wird das Modell von Bebchuk dargestellt, der das seiner Meinung nach fehlerhafte Reorganisationsverfahren nach Chapter 11 BC mit der Verteilung von Optionsrechten an die Verfahrensbeteiligten reformierte. Der vierte Abschnitt beschäftigt sich mit dem Modell von Aghion/Moore/Hart, die Ihr Modell als Weiterentwicklung des Modells von Bebchuck sehen. Sie kritisieren jedoch dieses, da es ihrer Meinung nach zwei Entscheidungen vermischt: Welcher Beteiligter bekommt was und was passiert mit dem Unternehmen in der Zukunft. Im fünften Kapitel werden die beiden vorgestellten Modelle kritisch betrachtet und verglichen.

2. Das Insolvenzverfahren

2.1. Liquidation

Die Liquidation nach Chapter 7 BC, das auch als straight bankruptcy bezeichnet wird, ist dem deutschen Insolvenzverfahren sehr ähnlich. Das Verfahren kann sowohl durch Antragstellung des Schuldners oder auf Antrag des Gläubigers eingeleitet werden. Bei der Liquidation ist ein Verwalter (trustee) zwingend notwendig. Der Schuldner bringt seine Verbindlichkeiten zusammen und überträgt diese auf den Verwalter. Der Verwalter nimmt die Konkursmasse in Besitz, ist für sie verantwortlich und liquidiert das Vermögen des Schuldners. Das Liquidationsverfahren ist dann abgeschlossen, wenn der Verwalter die Erlöse unter den Gläubigern verteilt werden.¹

2.2. Reorganisation

Das Insolvenzverfahren der Reorganisation gemäß Chapter 11 BC ist die andere bedeutende Verfahrensalternative im US-amerikanischen Insolvenzrecht. Die Reorganisation beginnt mit dem Eröffnungsantrag der vom Schuldner selbst oder von den Gläubigern gestellt wird. Durch die Eröffnung des Insolvenzverfahrens wird ein automatic stay eingeleitet, welcher zu einer sofortigen Unterbrechung des Gerichts- und Vollstreckungsverfahrens gegen den Schuldner führt. Zugleich entsteht die Insolvenzmasse, die das gesamte Vermögen des Schuldners beinhaltet. Der Schuldner darf, als sogenannter debtor in possession, die Geschäfte fortführen. Jedoch hat er nun die Verpflichtung im Interesse der Gläubiger zu handeln. Ebenso hat der Schuldner die Aufgabe einen Reorganisationsplan zu gestalten und vorzulegen, der zum Ziel die Sanierung des Unternehmens hat. Ein Gläubigerausschuss, der von einem Verwalter (trustee) bestellt wird, übernimmt die Überwachung und Beratung des „debtor in possession“. Eine zweite zentrale Aufgabe des Ausschusses ist das Mitwirken am Reorganisationsplan. Der aufgestellte Plan muss von den Gläubigern durch Abstimmung akzeptiert werden. Die Forderungen der Gläubiger werden je nach

¹ Vgl. Elsing/Van Alstine (1999) S.189f..

Art in unterschiedliche Klassen aufgliedert. Die Einteilung erfolgt aufgrund wesentlicher Ähnlichkeiten der Forderungen. In jeder Klasse muss die Mehrheit der Gläubiger dem Reorganisationsplan zustimmen. Ist dies der Fall bedarf es zusätzlich der Genehmigung des Insolvenzgerichts. Nun sind alle Beteiligten an den Plan gebunden, auch jene Gläubiger, die bei Abstimmung überstimmt wurden. Das Reorganisationsverfahren ist beendet und der automatic stay, der die Vollstreckungssperre zur Folge hatte, ist nun aufgehoben. Die Insolvenzmasse wird dem Schuldner wieder übertragen und frühere Schulden werden nach den Bestimmungen des Reorganisationsplans behandelt. Das heißt, dass der Schuldner von Forderungen, die nicht im Plan berücksichtigt wurden, befreit wird.²

² Vgl. Kemper (1996) S.15ff..

3. Das Modell von Bebchuk

3.1. Die Ziele des Modells

Wie schon in der Einleitung erwähnt, wird das Insolvenzverfahren der Reorganisation nach Chapter 11 BC in den USA heftig kritisiert. Auch Bebchuck ist kein Befürworter dieses Verfahrens. Er ist aber nicht der Ansicht von Baird und Jackson die für eine Abschaffung des Reorganisationsverfahrens sind, weil das Liquidationsverfahren ihrer Meinung nach das schnellere und eindeutigeres Verfahren ist. Bebchuck vertritt die Auffassung, dass die Reorganisation als Alternative zur Liquidation notwendig ist. Er hat versucht das mit Fehlern behaftete Reorganisationsverfahren zu reformieren und dessen Schwachstellen zu beseitigen. So kam das von ihm entwickelte Modell 1988 zustande. Dieses kann als Alternative zur Reorganisation nach Chapter 11 gesehen werden. Im Jahre 2000 verfeinerte er das Modell.³

Die Reorganisation ist laut Bebchuck allerdings nur dann dem Liquidationsverfahren vorzuziehen, wenn zwei Bedingungen erfüllt sind. Einerseits müssen die Vermögensgegenstände des insolventen Unternehmens bei Fortführung mehr wert sein, als wenn sie einzeln verkauft werden. Andererseits kann eine Reorganisation stattfinden, wenn für das Unternehmen nur wenige oder keine Käufer mit ausreichenden finanziellen Mitteln gefunden werden.⁴ Daraus lässt sich schlussfolgern, dass die Entscheidung für eins der beiden Insolvenzverfahren nicht pauschal getroffen werden kann, sondern von Fall zu Fall betrachtet werden muss.

Das wesentliche Problem der Reorganisation stellt die Unternehmensbewertung dar. Der Wert des Unternehmens ist nicht bekannt und muss mit Hilfe von Unternehmensbewertungsverfahren bestimmt werden. Die Bewertung nimmt hat für die spätere Verteilung auf die Beteiligten eine besonders wichtige Rolle. Unter der Annahme, dass der Unternehmenswert objektiv bestimmbar wäre, so käme es zu einer einfachen Verteilung. Allerdings ist der Wert eben fraglich und so ist

³ Vgl. Engel (2004) S. 116ff..

⁴ Vgl. Bebchuck (1988) S.776.

es nicht sicher welche Gläubigergruppe noch Ansprüche hat. Das Gesetz sieht vor, dass die Beteiligten durch einen gerichtlich überwachten Verhandlungsprozess selbst den Wert bestimmen und die Verteilung vornehmen. Vorrangige Gläubiger haben den Anreiz das Unternehmen geringer zu bewerten, damit ihnen mit sinkendem Unternehmenswert ein höherer relativer Anteil am Unternehmen zusteht. So tritt also oft der Fall ein, dass der Wert, den die jeweiligen Beteiligten erhalten, eindeutig von dem Wert abweicht, der ihnen nach eigentlichem Recht zusteht. Gerade dies sieht Bebchuk als Problem, weil damit gegen die Absolute Priority Rule verstoßen wird. Diese besagt, dass zunächst die vorrangigen Gläubiger vollständig befriedigt werden müssen, bevor nachrangige Gläubiger ihren Anteil aus der Insolvenzverwertung erhalten. Dagegen haben Anteilseigner erst dann einen Anspruch, wenn die nachrangigen Gläubiger zufriedengestellt wurden.⁵

Bebchuks Zielsystem sieht zwei Zielsetzungen vor, wobei sich die beiden Ziele nicht gegenseitig ausschließen. Das erste Ziel ist die Ex-post-Effizienz, die besagt, dass der Gesamtwert der Vermögensgegenstände in einem Insolvenzverfahren befindlichen Unternehmen bei gleichen Bedingungen maximiert werden sollte. Das heißt, dass die durch ein Insolvenzverfahren verursachten direkten und indirekten Kosten möglichst gering zu halten sind und die Vermögensgegenstände ihrer wertmaximalen Verwendung zugeführt werden sollen. Die zweite Zielsetzung, die Ex-ante-Effizienz, erklärt, dass der Wert der in der Insolvenz verteilt wird (ex-post Aufteilung) besondere Auswirkung auf die ex-ante Ausgangslage hat. Möchte das Unternehmen also Anreize setzen, das Unternehmen ex-ante zu finanzieren (zum Beispiel durch einen Kredit), muss im Insolvenzfall sichergestellt werden, dass die vertraglich vorher festgelegten Verteilungsvereinbarungen auch eingehalten werden. Demnach wird ein Kreditgeber ex-ante einen Kredit nur gewähren, wenn er sichergehen kann, dass die Durchsetzung des Vertrags im Fall der Insolvenz den vorinsolvenzrechtlichen Verteilungsabreden entspricht. Es muss also auch der Verteilungsrang gewahrt werden.⁶

⁵ Vgl. Bebchuk (1988) S.778ff..

⁶ Vgl. Bebchuk (2000) S.831ff..

3.2. Die Methodik des Modells

Zunächst werden alle Inhaber, die Ansprüche gegen das insolvente Unternehmen haben, identifiziert. Daraufhin wird der Rang der Ansprüche festgelegt und die Gläubiger werden in verschiedene Gruppen eingeteilt. Es wird angenommen, dass ein Unternehmen drei Gruppen von Beteiligten habe: 100 vorrangige Gläubiger mit jeweils einer Forderung in Höhe von 1\$, 100 nachrangige Gläubiger mit einer jeweiligen Forderung in Höhe von 1\$ und 100 Aktionäre mit jeweils einem Anteil von 1\$. Die künftige Kapitalstruktur der reorganisierten Gesellschaft sei gegeben. Bebchuk geht von einer reinen Eigenkapitalfinanzierung aus, das heißt es werden alle Schulden gestrichen und das Kapital der Gesellschaft wird auf 100 Anteile standardisiert. Jetzt gilt es noch zu klären wie diese 100 Anteile auf die drei Beteiligengruppen (vorrangige Gläubiger, nachrangige Gläubiger und Altaktionäre) aufgeteilt werden. Der Wert pro Anteil der reorganisierten Gesellschaft wird mit V bestimmt. Der Unternehmensgesamtwert beträgt demnach $100V$.

Nun kann man zwischen drei Fällen unterscheiden, je nachdem welchen Wert V annimmt:

1. Wenn V kleiner gleich 1\$ ist, bedeutet dies, dass der Gesamtwert aller Anteile unter 100\$ liegt. In diesem Fall erhalten die vorrangigen Gläubiger alle Anteile, da ihre Gesamtforderung bei 100\$ liegt.
2. Ist V größer als 1\$ jedoch kleiner gleich 2\$ so liegt der Gesamtwert zwischen 101\$ und 200\$. Die vorrangigen Gläubiger werden wegen der Rangordnung voll befriedigt. Der restliche Wert wird anteilig an die nachrangigen Gläubiger verteilt.
3. Wenn V mehr als 2\$ wert ist, ergibt sich ein Gesamtwert von über 200\$. Alle vorrangigen und nachrangigen Gläubiger werden vollständig befriedigt. Die Altaktionäre bekommen den restlichen Anteil.⁷

⁷ Bebchuk (1988) S.781ff..

	$V \leq 1\$$	$1\$ < V \leq 2 \$$	$V > 2\$$
Vorrangige Gläubiger	V	1\$	1\$
Nachrangige Gläubiger	0	$V - 1\$$	1\$
Altaktionäre	0	0	$V - 2\$$
Total	V	V	V

Quelle: Bebchuk (1988), S. 784

Unabhängig vom Unternehmenswert ist nach diesem Prinzip genau ermittelbar, welchen Anspruch jede beteiligte Gruppe in Abhängigkeit ihres Ranges und der Forderungshöhe hat. Diese Ansprüche werden nicht unmittelbar an die Beteiligten verteilt, sondern werden von einem Clearing Agent gehalten. Die Verteilungsregel wird dazu verwendet, um verschiedene Rechte, die mit einem Optionscharakter ausgestattet sind, zu definieren. Diese Rechte erhalten die Gläubiger. Sie werden zum Zeitpunkt t_1 verteilt und sind im Zeitpunkt t_2 ausübbar.

Den Beteiligten werden nun folgende Rechte zugewiesen:

1. Die vorrangigen Gläubiger bekommen ein Typ-A Recht. Der Clearing Agent kann in t_2 das Recht für 1\$ zurückkaufen und die vorrangigen Gläubiger erhalten ihre volle Forderung von jeweils 1\$. Wird das Recht vom Clearing Agent nicht zurückgekauft, so erhalten die vorrangigen Gläubiger einen Anteil der reorganisierten Gesellschaft im Wert von V .

2. Jeder nachrangige Gläubiger erhält ein Typ-B Recht. In t_2 kann der Clearing Agent das Recht ebenfalls für 1\$ zurückkaufen, sodass die nachrangigen Gläubiger ihre gesamte Forderung von je 1\$ wieder bekommen. Zieht der Gläubiger sein Optionsrecht, weil der Clearing Agent das Recht nicht zurückkauft, so kann er einen Anteil der Gesellschaft für 1\$ erwerben. Er erhält somit einen Wert von $V - 1\$$.

3. Den Aktionären steht ein Typ-C Recht zu. Der Clearing Agent kann dieses Recht nicht zurückkaufen. Der Aktionär hat aber die Option einen Anteil der Gesellschaft für 2\$ zu kaufen. Der Wert den er erhält beträgt somit $V - 2\$$.⁸

3.3. Das Ergebnis

Der Clearing Agent hat zum Zeitpunkt t_2 die Aufgabe 100 Anteile der reorganisierten Gesellschaft zu verteilen. Es fragt sich nun, an welche Beteiligten die 100 Anteile gehen und wie das Verteilungsergebnis aussieht. Die nachrangigen Gläubiger und die Altaktionäre stehen vor dem Entscheidungsproblem, ob sie das Optionsrecht für den Kauf eines Anteils, das ihnen aufgrund des Typ-B bzw. Typ-C Recht zusteht, ausüben sollen. Der Preis für nachrangige Gläubiger liegt bei 1\$ und für Altaktionäre bei 2\$. Die Lösung des Problems liegt in der persönlichen Einschätzung über den Wert V . Erwarten die Altaktionäre, dass V einen Wert größer als 2\$ hat, so werden alle 100 Altaktionäre von ihrer Kaufoption Gebrauch machen. Der Clearing Agent erhält 200\$ und nutzt diese um die Typ-A und Typ-B Rechte der vorrangigen bzw. nachrangigen Gläubiger zurückzuerwerben. Die Gläubiger bekommen also jeweils 1\$ und ihre Forderungen werden voll befriedigt. Vor einem ähnlichen Entscheidungsproblem wie die Altaktionäre stehen die nachrangigen Gläubiger. Auch sie müssen Erwartungen über den Wert V bilden und ihre Entscheidung danach richten. Die nachrangigen Gläubiger haben keinen Einfluss auf die Verteilung. Was ihnen zusteht ist abhängig davon, wie sich die vorrangigen Gläubiger und die Altaktionäre verhalten. Zieht eine dieser beteiligten Gruppen ihr Optionsrecht, so erhalten die nachrangigen Gläubiger je 1\$. Andernfalls bekommen sie einen Anteil an der Gesellschaft. Also bestimmt letztendlich die individuelle Erwartungshaltung die Verteilung der 100 Anteile der reorganisierten Gesellschaft.⁹

Des Weiteren können die Beteiligten von dem freien Handel mit den Optionsrechten, der zwischen den Zeitpunkten t_1 und t_2 stattfinden kann, profitieren. Ihnen steht offen, ob sie die Rechte vom Typ A, B oder C an Dritte verkaufen oder sie ihre Rechte bis zum Ausübungszeitpunkt behalten. Dadurch können Märkte mit Marktpreisen für die verschiedenen Typen von Rechten

⁸ Bebchuk (1988) S.785f..

⁹ Bebchuk (1988) S.786ff..

entstehen, die den Beteiligten als weitere Information zur Verfügung stehen. Wenn der Marktpreis eines dieser Rechte über dem Wert liegt, den der Beteiligte erwartet, so wird er sein Recht zum Marktpreis verkaufen. Liegt der Marktpreis aber unter dem erwarteten Wert, so wird der Beteiligte seine Rechte behalten.

Sobald der Clearing Agent alle 100 Anteile der reorganisierten Gesellschaft aufgeteilt hat, verlässt die Gesellschaft die Insolvenz mit der gegebenen Kapitalstruktur, also rein eigenfinanziert. Während vorher keine Entscheidungsfindung aufgrund der nicht geklärten Eigentumsverhältnisse möglich war, kann jetzt mit den neuen Eigentümern eine Lösung auf die Frage gefunden werden, was mit dem Unternehmen passieren soll. Mögliche Alternativen wären der Verkauf oder die Fortführung des Unternehmens. Die Unternehmen werden jene Handlungsalternative wählen, welche den Unternehmenswert maximiert.¹⁰

¹⁰ Bebchuk (2000) S.837f..

4. Das Modell von Aghion, Hart und Moore

4.1. Die Ziele des Modells

Aghion, Hart und Moore stellen ihr Modell im Jahre 1992 vor und entwickeln es in ihrer Veröffentlichung von 1994. Sie greifen das Modell von Bebchuk aus dem Jahre 1988 als erste Wissenschaftler auf und ergänzen es um einen wichtigen Gedanken. Sie sind der Meinung, dass die Frage der Zukunft des insolventen Unternehmens bei Bebchuk nicht klar genug geregelt ist und zweifeln deshalb an der Umsetzbarkeit des Modells. Sie nehmen die Grundgedanken des Modells von Bebchuk auf und erweitern es um die Zukunftsfrage des Unternehmens. Dass die Erweiterung auch wirklich eine wissenschaftliche Entwicklung darstellt, lässt sich dadurch zeigen, dass Bebchuk wiederum die Gedanken von Aghion, Hart und Moore aufgreift und in seinem Modell aus dem Jahre 2000 ergänzt.

Aghion, Hart und Moore erachten beide Verfahrensarten, die Liquidation und Reorganisation, als unbefriedigend. Das Liquidationsverfahren ist ihrer Meinung nach nicht geeignet, da mögliche Bieter, die das insolvente Unternehmen kaufen und fortführen wollen, den Kaufpreis, der in bar zu leisten ist, nicht aufbringen können. Natürlich ist dieses Problem umso größer, je höher der Kaufpreis ist. Des Weiteren kann ein Liquidationsverfahren auch an mangelndem Wettbewerb scheitern, weil es keine oder zu wenige Bieter gibt, die an der Auktion teilnehmen. Die Ursache hierfür sehen Aghion, Hart und Moore am beträchtlichen Geld- und Zeitaufwand, der auf jeden Auktionsteilnehmer zukommt, obwohl nur einer der Bieter den Zuschlag erhält.¹¹

Sie stehen aber auch dem Reorganisationsverfahren kritisch gegenüber. Sie sind der Ansicht, dass diese Verfahrensart zwei Entscheidungen miteinander vermischt. Erstens die Frage was mit dem Unternehmen passiert und zweitens welcher Beteiligte wie viel erhält. Diese beiden Entscheidungen können nach Aghion, Hart und Moore nicht simultan getroffen werden und so gehen sie in ihrem Modell den beiden Fragen getrennt nach, um so die Schwächen der bisherigen Insolvenzpraxis zu überwinden.¹²

¹¹ Aghion/Hart/Moore (1992) S.526ff..

¹² Aghion/ Hart/ Moore (1994) S. 858

Bei der Gestaltung ihres Zielsystems gehen die Wissenschaftler zunächst einen Schritt zurück und fragen nach den möglichen Zielsetzungen eines Insolvenzverfahrens.

Vier Ziele werden aus ökonomischer Sicht vorgeschlagen, die für sie wünschenswert sind:

1. Ein gutes Insolvenzverfahren soll dazu führen ein effizientes ex-post Ergebnis zu gewährleisten, das heißt der Wert der Gesamterlöse, der den Gläubigern zusteht, muss maximiert werden.
2. Dem Unternehmensmanagement muss ex-ante ein Anreiz gesetzt werden, um eine Insolvenz zu verhindern. Das Insolvenzverfahren sollte das bestehende Management nicht bevorzugen, aber ihm auch nicht die Möglichkeit der Weiterbeschäftigung verwehren, falls die Insolvenz auf unglückliche Umstände zurückzuführen ist.
3. Das Insolvenzverfahren soll sicherstellen, dass der Rang und die Höhe der Forderungen gewahrt werden. Die Beteiligung der nachrangigen Gläubiger oder der Altaktionäre am Unternehmen setzt also voraus, dass die vorrangigen Gläubiger zunächst voll befriedigt wurden (Absolute Priority Rule).
4. Das Insolvenzverfahren sollte die Entscheidung über die wertmaximierende Verwertung des Unternehmens den Gläubigern überlassen und nicht in die Hände von Richtern und Fachleuten geben.¹³

Diese vier Zielsetzungen können teilweise im Konflikt zueinander stehen. Die Erreichung des einen Ziels kann automatisch die Erreichung eines anderen Ziels verhindern. Dies hat zur Folge, dass in einem bestehenden oder zu entwickelnden Insolvenzverfahren nicht die Chance besteht, alle erstrebenswerten Ziele gleichermaßen zu erreichen. Man muss bei der Modellbildung also zwischen den Zielen abwägen. Um die widersprüchlichen Ziele zu verdeutlichen geben Aghion, Hart und Moore folgendes Beispiel. Wenn das Management eines Unternehmens über besonderes Wissen und spezielle Fertigkeiten verfügt, so ist es aufgrund des ersten Ziels (ex-post Effizienz) angebracht das Management auch nach einer Insolvenz weiterhin zu

¹³ Aghion/Hart/Moore (1992) S. 532; Aghion/Hart/Moore (1994) S.853f..

beschäftigen. Da sich das Management aber darüber im Klaren ist, brauchen sie keine Angst vor einer Insolvenz zu haben. Dies verstößt allerdings gegen das 2. Ziel, dem Management Anreize zu setzen und eine insolvenzvermeidende Strategie zu wählen. Aghion, Hart und Moore weisen auf die besondere Bedeutung der ersten beiden Ziele hin und versuchen in ihrem Modell ein Gleichgewicht zwischen diesen beiden Zielen zu erreichen.¹⁴

4.2. Der Ablauf des Modells

Aghion, Hart und Moore gehen zunächst von einer Gesellschaft aus, die nur aus einer Gläubigergruppe besteht, welche eine Forderung von D gegenüber der Gesellschaft hat. Falls die Gesellschaft ihre Verbindlichkeiten nicht zahlen kann und somit in Insolvenz verfällt, werden alle Verbindlichkeiten der Gesellschaft gestrichen und sämtliche Gesellschaftsanteile werden den Altgläubigern übergeben. Diese sind nun die neuen Eigentümer der Gesellschaft und haben die Wahl, ob das Unternehmen fortgeführt oder ob liquidiert werden soll. Der Insolvenzrichter holt Gebote für die Gesellschaft ein. Bei den Geboten kann es sich um übliche Bargebote handeln, aber auch Nicht-Bargebote sind erlaubt. Bei Bargeboten werden die Alteigentümer und jetzigen Eigentümer durch Geld befriedigt. Sie verlieren dann ihr Eigentum, weil sie durch den Käufer ersetzt werden oder die Gesellschaft liquidiert wird. Nicht-Bargebote stellt die Chance einer Reorganisation oder Rekapitalisierung dar. Als Beispiel für ein Nicht-Bargebot nennen Aghion, Hart und Moore Manager, die dem insolventen Unternehmen ein Kaufangebot unterbreiten und im Gegenzug Anteile an ihrem Unternehmen bieten. Der Insolvenzrichter hat Gebote bis zu drei Monaten nach der Insolvenz entgegenzunehmen. Danach entscheiden die jetzigen Eigentümer mit einer einfachen Mehrheit darüber, welches Gebot angenommen wird. Somit ist das Insolvenzverfahren beendet.¹⁵

Dieses Grundmodell von Aghion, Hart und Moore wird nun um einige Gesichtspunkte erweitert. Zum Beispiel wenn der tatsächliche Unternehmenswert mehr Wert ist als die Verbindlichkeiten D. Dies könnte eintreten, wenn das Unternehmen vor Insolvenzeintritt ineffizient und danach effizient geführt werden

¹⁴ Aghion/ Hart/ Moore (1994) S. 854.

¹⁵ Aghion/ Hart/ Moore (1992) S. 533ff.; Aghion/Hart/Moore (1994) S.861ff..

würde. Das hätte zur Folge, dass die Gläubiger mehr bekommen als ihnen zusteht und die Altaktionäre benachteiligt werden würden. Um dem vorzubeugen schlagen Aghion, Hart und Moore vor, den Altaktionären Optionsrechte nach dem Modell von Bebchuk einzuräumen, die es ihnen ermöglichen, Anteile von den Altgläubigern und jetzigen Eigentümern zum Preis von D zurückzukaufen. Die Altaktionäre werden also ihre Option ausüben und ihre Anteile zurückkaufen, wenn sie glauben, dass die Altgläubiger zuviel bekommen. Die Optionen werden dann ausgeübt, nachdem alle Kaufangebote eingegangen sind. Erst danach ist eine vergleichbare Bewertung der Gebote möglich. Die Optionsrechte verfallen mit der Abstimmung über die Gebote. Bebchuks Optionsansatz wird dann auch eingesetzt, wenn es mehrere Gläubigergruppen gibt. Die nachrangigen Gläubiger erhalten dann Optionsrechte mit denen sie Anteile von den vorrangigen Gläubigern zum Preis des Nominalwerts der Gesamtforderung erwerben können. Auch die Altaktionäre erhalten Optionsrechte, mithilfe dessen sie Anteile von den vorrangigen und nachrangigen Gläubigern zum Preis des Nominalwerts der gesamten vor- und nachrangigen Forderungen kaufen können. Das System ist auf beliebig viele Gläubigergruppen ausdehnbar. Altaktionäre und nachrangige Gläubiger müssen ihre individuellen Erwartungen über den Wert der Gebote bilden und danach entscheiden, ob sie ihre Optionen ausüben oder sie veräußern möchten. Am Tag der Abstimmung hat sich dann eine homogene Gruppe von Anteilseignern gebildet, die alle das gleiche Ziel haben und zwar für das wertmaximierende Gebot zu stimmen.¹⁶

¹⁶ Aghion/ Hart/ Moore (1994) S.863ff..

5. Kritische Würdigung und Vergleich der beiden Modelle

Das Modell von Bebchuk hat drei wesentliche Vorteile. Erstens muss keine explizite Bewertung der Vermögensgegenstände des Unternehmens durchgeführt werden. Es bedarf also keiner bestimmten Instanz die den Wert des reorganisierten Unternehmens ermittelt und festzusetzen hat. Ferner wird dem Modell zugutegehalten, dass es die Absolute Priority Rule und den Rang der Vorinsolvenzrechte beachtet. Ein weiterer Vorteil liegt darin, dass es zu keinen Verzögerungsstrategien aufgrund von Bewertungsstreitereien kommt.¹⁷

Der Einsatz von Optionen ist einerseits vorteilhaft, da Gläubiger sehr schnell ihre Optionen zu Geld machen können. Andererseits müssen nachrangige Gläubiger und Altaktionäre, die von ihrem Optionsrecht Gebrauch machen wollen, zunächst investieren. Für Optionsinhaber, die nicht über genügend liquide Mittel verfügen, stellt dies ein Problem dar. Vor allem für Altaktionäre dürfte es schwierig sein. Denn hätten sie noch finanzielle Mittel, wäre die Finanzierung der insolvent gewordenen Gesellschaft auch in Zukunft sichergestellt und man könnte die Insolvenz abwenden.¹⁸

Ein großer Nachteil im Modell von Bebchuk ist die ungeklärte Zukunft des Unternehmens. Dieser Punkt wird in dem Modell von Bebchuk aus dem Jahre 1988 nicht thematisiert. Erst nachdem Aghion, Hart und Moore in ihrem Modell auf die Notwendigkeit der Klarstellung der Zukunft des reorganisierten Unternehmens verweisen, geht Bebchuk in seinem späteren Modell aus dem Jahr 2000 darauf ein.

Eine weitere Stärke des Modells von Bebchuk, worauf allerdings in der Literatur kaum eingegangen wird, sind die relativ geringen direkten Insolvenzkosten. Normalerweise benötigt man nicht einmal einen Insolvenzverwalter, auch wenn sie in Form von Clearing Agents eingesetzt werden können. Auch die Kosten, die durch das Insolvenzgericht entstehen, sind niedrig. Es müssen nur die Forderungen gegen die insolvente Gesellschaft geprüft und festgestellt werden.

¹⁷ Drukarczyk (1994) S.127; Drukarczyk (1995) S.52; Eidenmüller (1997) S.164f.; Eidenmüller (1999) S.105f..

¹⁸ Drukarczyk (1994) S.129; Drukarczyk (1995) S.53f..

Weil das Modell von Aghion, Hart und Moore zum Teil auf den Ansatz von Bebchuk aufbaut werden die Vorteile, die vorher genannt wurden nicht noch mal genannt. Das Modell von Aghion, Hart und Moore hat nicht nur Aufmerksamkeit bei Wissenschaftlern erregt, sondern sie wurden sogar vor der Neugestaltung des britischen und mexikanischen Insolvenzrechts gebeten, ihr eigenes Modell als Insolvenzverfahren vorzuschlagen.

Wie zuvor geschildert ist die entscheidende Neuerung bei Aghion, Hart und Moore die Problematisierung der Frage nach der Zukunft des Unternehmens. Aber auch die zeitnahe Abgabe von Bargeboten und Nicht-Bargeboten ist ein weiterer Vorteil. Vor allem die Abgabe von Nicht-Bargeboten erhöht den Wettbewerb, weil dadurch die Zahl der Wettbewerber steigt und damit verbunden auch der Wettbewerbsdruck.¹⁹

Bei Aghion, Hart und Moore stellt das Modell allerdings höhere Ansprüche gegenüber der Institution. Ein Insolvenzgericht ist für die Prüfung der Forderungen und die Abnahme der Gebote erforderlich. Zudem schlagen die Autoren vor, die abgegebenen Gebote durch das Insolvenzgericht einer Art Vorprüfung zu unterziehen.

¹⁹ Terhart (1996) S.324

Literaturverzeichnis

Aghion, Philippe/ Hart, Oliver/ Moore, John (1992): The Economics of Bankruptcy Reform, in: The Journal of Law, Economics and Organization, Vol. 8, No. 3, S.523-546

Aghion, Philippe/ Hart, Oliver/ Moore, John (1994): Improving Bankruptcy Procedure, in: Washington University Law Quarterly, Vol. 72, S. 849-872

Bebchuk, Lucien Arye (1988): A new approach to corporate reorganizations, in: Harvard Law Review, Vol. 101, No. 4, S.775-804

Bebchuk, Lucien Arye (2000): Using options to divide value in corporate bankruptcy, in: European Economic Review, Vol. 44, S. 829-843

Drukarczyk, Jochen (1994): Soll das Insolvenzrecht eine Reorganisation zulassen? in: Gerke, Wolfgang: Planwirtschaft am Ende – Marktwirtschaft in der Krise? S.109-137

Drukarczyk, Jochen (1995): Verwertungsformen und Kosten der Insolvenz, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 47. Jg., S. 40-58

Eidenmüller, Horst (1997): Insolvenzbewältigung durch Reorganisation, in: Ott, Claus/ Schäfer, Hans-Bernd: Effiziente Verhaltenssteuerung und Kooperation im Zivilrecht, S. 145-172

Eidenmüller, Horst (1999): Unternehmenssanierung zwischen Markt und Gesetz

Elsing, Siegfried H./ Van Alstine, Michael P. (1999): US-amerikanisches Handels- und Wirtschaftsrecht

Engel, Tilman (2004): Die Insolvenz und optionsbasierte Reorganisationsmodelle

Kemper, Martin (1996): Die U.S.-amerikanischen Erfahrungen mit „Chapter 11“, Ein Vergleich mit dem Insolvenzplan der neuen Insolvenzordnung.

Terhart, Peter (1996): Chapter 11 Bankruptcy Code: Eine Alternative für Deutschland?