

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

Efficiency of the Bankruptcy Process

Seminararbeit zur Veranstaltung Bankwirtschaft – „Corporate Restructuring“
Im SS 2010

Eingereicht am 17.05.2010

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis.....	I
1 Einleitung.....	1
2 Grundlagen und relevante Literatur.....	2
3 Kreditgeberkonflikte als mögliche Achillesferse eines Insolvenzverfahrens.....	5
3.1 Das Modell.....	5
3.2 Szenario 1 – Unternehmen mit einem Kreditgeber.....	7
3.3 Szenario 2 – Unternehmen mit mehreren Kreditgebern.....	8
4 „Revenue efficiency“ im Insolvenzrecht.....	11
4.1 Das Modell.....	11
5 Die ex post Effizienz eines Insolvenzverfahrens.....	14
6 Zusammenfassung.....	17
Literaturverzeichnis.....	II

1 Einleitung

Ohne Zweifel wird über das Wort „Insolvenz“ in den letzten zwei Jahren sehr häufig gesprochen. Nach nahezu 80 Jahren nach dem Beginn der ersten Weltwirtschaftskrise befand sich die Weltwirtschaft am Anfang des Jahres 2009 in einer neuen Krise, die die Bundesrepublik in eine bis jetzt nie so dagewesene Rezession führte. In allen Industrieländern rutschte die Wirtschaftsleistung in den roten Bereich. Das Bruttoinlandsprodukt Deutschlands fiel nach Zahlen des statistischen Bundesamtes in 2009 um minus 5 Prozent im Vergleich zum Vorjahr. Der Produktionsrückgang in fast allen Industriebereichen war das Ergebnis des stark gesunkenen, weltweiten Handelsvolumen und der zum Teil reduzierten Konsumentennachfrage. Aufgrund dieser schnellen negativen Konjunktorentwicklung mussten viele Unternehmen in 2009 fallende Ertrags- und Umsatzzahlen verzeichnen – sehr viele waren gezwungen das Insolvenzverfahren einzuleiten.

In dem jährlichen Bericht des Wirtschaftsforschungsinstituts Creditreform wird das Ausmaß der Unternehmensinsolvenzen¹ in Europa für das Jahr 2009 empirisch dargestellt. In Deutschland wurden 34.300 Insolvenzen verzeichnet, was einem Anstieg von plus 16 Prozent, im Vergleich zum Vorjahr entspricht, und somit Deutschland auf Platz zwei, gleich hinter Frankreich (55.800 Insolvenzen; plus 12,2 Prozent), der Länder Europas mit dem höchsten Insolvenzanteil setzt.

Das entspricht für Deutschland im Einzelnen einer Verlustgefahr von ca. 500.000 Arbeitsplätzen, die nach einem eventuellen Scheitern von noch laufenden Sanierungs- und Restrukturierungsmaßnahmen wegfallen könnten.

Das Großbild der Unternehmensinsolvenzen in 2009 wurde insbesondere durch die Pleiten namhafter Großunternehmen wie „Arcandor“, der Versandgruppe „Quelle“ oder der sanierungswürdigen Kaufhauskette „Karstadt“ gekennzeichnet. Des Weiteren wurde ein hoher Anstieg der Insolvenzen in der Automobilzulieferer-Industrie, von mehr als dem Dreifachen wie im Vorjahr, registriert.²

Nach diesem Rückblick erscheint viel wichtiger die Frage, ob und inwiefern ein Insolvenzprozess überhaupt effizient sein kann und was letztendlich diese Effizienz determiniert?

Aus gesamtwirtschaftlicher Sicht bedeutet Effizienz, mit den eingesetzten Ressourcen (Material, Arbeit oder Kapital) einen möglichst ertragsreichen Mehrwert zu schaffen. Übertragen auf die

¹ weiterhin wird immer mit „Insolvenz“ Unternehmensinsolvenz gemeint.

² Vgl. Creditreform Wirtschaftsforschung (2009/2010), S 1-18 sowie Statistisches Bundesamt (2010), S. 1-15.

Unternehmensebene bedeutet das, dass man zum Beispiel mit möglichst wenig Aufwand den Wert eines insolventen Unternehmens *ex post* maximiert und *ex ante* Anreize schafft, um eine mögliche Insolvenz überhaupt zu verhindern.

An dieser Stelle ist es wichtig zwischen „economic distress“ und „financial distress“, also zwischen ökonomischen bzw. finanziell geschlagenen Unternehmen zu unterscheiden. Bei den ökonomisch geschlagenen Unternehmen (umgangssprachlich - „Verlierer“) handelt es sich um Firmen, bei denen der Barwert der Zahlungsströme aus dem Aktivvermögen negativ ist und somit ihre Fortführung aus gesamtwirtschaftlicher Perspektive unerwünscht erscheint.

Auf der anderen Seite ist der Barwert der zukünftigen Einzahlungsüberschüsse bei den finanziell geschlagenen Unternehmen zwar positiv, dennoch geringer als deren finanzielle Verbindlichkeiten. Umgangssprachlich sind diese Unternehmen als „potenzielle Gewinner“ bekannt, weil nach einer Reduzierung des Fremdkapitalanteils, nach einer komplett erfolgreichen Sanierung und Restrukturierung, sowie eines Managementwechsels, das Unternehmen durchaus aus gesamtwirtschaftlicher Sicht effizient weitergeführt werden kann.³

Diese Überlegung, ob ein Unternehmen liquidiert oder als „going concern“ fortbestehen wird, hat weitreichende Auswirkungen sowohl für Shareholder, als auch für Stakeholder, und ist deswegen entscheidend für die weitere Diskussion. Diese wird mit Hilfe von grundsätzlichen Modellen dargestellt, die die *ex ante* und *ex post* Effizienz eines Insolvenzverfahrens beschreiben.

Ein wichtiger Problempunkt wird es sein, wenn das Unternehmen ein komplexes System von Gläubigern mit heterogenen Interessen hat und somit die Entscheidung erschwert, ob es zur Fortführung oder Liquidation des Unternehmens kommen soll.

Gründe für diese Interessenskonflikte sind meistens die Existenz einer asymmetrischen Verteilung der vorhandenen Informationen über zukünftige Einzahlungsüberschüsse oder unterschiedliche, mit dem Unternehmen verbundene, persönliche Ziele und zukünftige Vorhaben.⁴

Diese werden in den nächsten Abschnitten ausführlich diskutiert.

2 Grundlagen und relevante Literatur

Die Effizienz eines Insolvenzverfahrens ist primär davon abhängig, wie im Rahmen eines geltenden Insolvenzrechts, die Gläubiger und Schuldner eines Unternehmens so zusammenarbeiten,

³ Vgl. Buttwill, Wahlborg (2005), S. 7f. und Blazy, Chopard (2004), S. 448f.

⁴ Vgl. Wohlschlegel (2002), S. 1f.

dass die sogenannten *ex ante* und *ex post* Effizienzen erreicht werden. Im Folgenden werden beide Zielsetzungen kurz dargestellt:

Die *ex ante* Effizienz sollte zum Beispiel Anreize schaffen, um das Managerverhalten allein auf die Unternehmensziele auszurichten. Der Vertrag der Manager kann beispielsweise eine Klausel enthalten, die im Fall einer Insolvenz eine Bestrafung vorsieht. Somit wird der Anreiz der Unternehmensführung eine Insolvenz zu verhindern, entsprechend höher. Wird dadurch das Ziel erreicht das Insolvenzrisiko und somit auch die, bei einer tatsächlichen Insolvenz anfallenden direkten und indirekten Insolvenzkosten⁵, zu reduzieren, so kann auch der Unternehmenswert in dieser Höhe gesteigert werden.

Aus einer anderen Perspektive gesehen, besagt die *ex ante* Effizienz, dass die Rückzahlungen aller Kreditgeber im Fall der Insolvenz maximiert werden sollen. Wenn es gesetzliche und vertragliche Regelungen gibt, die jedem Beteiligten das Sicherheitsgefühl vermitteln seinen Anspruch auf Entschädigung beim Auftreten der Insolvenz durchsetzen zu können, dann hätte er einen größeren Anreiz in das Unternehmen zu investieren.⁶

Auf der anderen Seite wird ein Insolvenzverfahren dann als *ex post* effizient bezeichnet, wenn es nur „finanziell geschlagene“ Unternehmen, s.g. „potenzielle Gewinner“, rettet und deren Wert maximiert. Handelt es sich dagegen um ein „ökonomisch geschlagenes“ Unternehmen, s.g. „Verlierer“, so wird *ex post* Effizienz nur dann erreicht, wenn das Unternehmen liquidiert und sein Aktivvermögen zu dem bestmöglichen Preis verkauft wird.⁷

Wie kommt es aber dazu, dass ein Unternehmen plötzlich viele Gläubiger mit unterschiedlichen Ansprüchen bedienen soll?

Nun spielt aus Sicht der Finanztheorie die Entscheidung über die Kapitalstruktur eines Unternehmens eine sehr wichtige Rolle. Nach der Pecking Order Theorie von Myers und Majluf (1984) finanzieren sich Unternehmen in erster Linie aus dem operativen Cash Flow. Wenn aber diese Quelle erschöpft ist, bevorzugen Unternehmen laut Theorie das Fremdkapital vor dem Eigenkapital, um zum Beispiel den damit verbundenen Steuervorteil (auch Tax-Shield genannt) auszunutzen.⁸

⁵ Mit direkten Insolvenzkosten werden meistens Anwaltskosten und Gehälter von Insolvenzverwalter gemeint. Indirekte Insolvenzkosten ergeben sich aus der Vertragsbeziehungen zu Lieferanten, Investoren etc., die bei hohem Insolvenzrisiko einen geringen Anreiz haben, in das Unternehmen zu investieren.

⁶ Vgl. Cornelli, Felli (1997), S. 476f.

⁷ Vgl. Buttwill, Wihlborg (2004), S. 7f.

⁸ Vgl. Myers (1984), S. 9-27.

In einem Insolvenzfall gewinnt die Struktur des aufgenommenen Fremdkapitals an Bedeutung, weil dann die unterschiedlichsten Kreditgeber die Aufgabe übernehmen, über die Verwendung des Schuldnervermögens zu entscheiden. Das Problem ist nur, dass, je komplexer die Struktur und je heterogener die Interessen der einzelnen Kreditgeber sind, es umso schwieriger und vor allem aufwendiger sein wird, diese Entscheidung zu koordinieren. Das Endergebnis wird dabei negativ beeinflusst und soll nicht unbedingt effizient ausfallen.

Wie genau der Entscheidungsprozess abläuft, ist von Land zu Land unterschiedlich und sehr von dem dort geltenden Insolvenzrecht und einzelnen Kreditvertragsgestaltungen abhängig.⁹

Nach der Insolvenzrechtreform vom 01.01.1999 besteht für deutsche Unternehmen gem. § 18 Abs. 2 InsO zum Beispiel das Wahlrecht ein Insolvenzverfahren einzuleiten, wenn der Eröffnungsgrund der „drohenden Zahlungsunfähigkeit“ gegeben ist. Beim Eintritt der Zahlungsunfähigkeit allerdings sind Unternehmen nach § 19 InsO verpflichtet, binnen kurzem einen Insolvenzantrag zu stellen. Des Weiteren müssen Unternehmer von Gesellschaften unterschiedlicher Rechtsformen, am Ende eines jeden Geschäftsjahres eine nach § 252 Abs. 1 Nr. 2 HGB beziehungsweise § 90 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 AktG Fortführungsprognose aufstellen und dabei alle drohende Unternehmensrisiken beschreiben.¹⁰

Im US-amerikanischen Insolvenzrecht wird unter Chapter 1 die Zielsetzung eines Insolvenzverfahrens schriftlich festgelegt. Es sollte zu einem effizienten Ergebnis bezüglich der Zukunft des Unternehmens führen. In diesem Zusammenhang werden auch dort unter Chapter 7 (Liquidation des Unternehmens), sowie Chapter 11 (Sanierung des Unternehmens) die zwei wichtigsten Alternativen festgelegt.

Ein gravierender Unterschied zwischen dem deutschen und dem US-amerikanischen Insolvenzrecht besteht in der Anwendung des Gesetzes. So sind die Regelungen der USA schuldnerfreundlicher als die in Deutschland, die mehr Gläubiger orientiert sind. Wissenschaftler streiten sich allerdings immer noch, welche der beiden Ausrichtungen effizienter ist.¹¹ Hierzu wird auf die wissenschaftlichen Arbeiten von zum Beispiel Vladimirov (2009): *Soft vs. tough bankruptcy law evidence from the U.S. and Germany*, sowie Annabi, Breton, François (2008): *Resolution of financial Distress under Chapter 11*, verwiesen.

⁹ Vgl. Longhofer, Peters (1997), S. 1f.

¹⁰ Vgl. Groß, Amen (2002), S. 225-228.

¹¹ Vgl. Wohlschlegel (2002), S. 9 – 21 und Vladimirov (2009), S. 1f.

Ein anderes interessantes Thema, das aber in dieser Arbeit nicht weiter diskutiert wird, ist das Thema über die Effizienz von Insolvenzkündigungen. Hierzu wird auf den Artikel von Lang, Stulz (1992): Contagion and competitive intra-industry effects of bankruptcy announcements verwiesen. Hauptaussage dieser Arbeit ist, dass die Insolvenzkündigung eines Unternehmens zu einer ineffizienten „Ansteckung“ und somit zu einem Wertverlust führen kann, der durch das Misstrauen von Kunden und Gläubigern über die Gesundheit und Qualität aller anderen, im gleichen Sektor tätigen Unternehmen getrieben wird. Nichtsdestotrotz können sich Insolvenzkündigungen aus der Wettbewerberperspektive in einem Markt mit unvollständiger Konkurrenz durchaus als effizient erweisen, wenn dadurch die alten Konsumenten, des in Schwierigkeiten geratenen Unternehmens, jetzt beim Wettbewerber nachfragen.¹²

Schwerpunkt dieser Arbeit sind allerdings die Arbeiten von Cornelli, Felli (1997), Jostarndt (2004) und Blazy, Chopard (2004), die Modelle zur Prüfung der *ex ante* und *ex post* Effizienz eines Insolvenzverfahrens darstellen, sowie Wohlschlegel (2002) und Butwill, Wihlborg (2004), die die Effizienz eines Insolvenzverfahrens ausführlich und auch in einem internationalen Vergleich beschreiben. Für die Analyse der *ex ante* Effizienz eines Insolvenzverfahrens, im Sinne von Managementanreizen wird auf die Arbeiten von Aghion, Bolton (1992), sowie zum Beispiel Berkovitch, Zender (1998) verwiesen.

3 Kreditgeberkonflikte als mögliche Achillesferse eines Insolvenzverfahrens

3.1 Das Modell

Im Folgenden wird ein einfaches Drei-Perioden-Modell von Jostarndt (2004) dargestellt mit dem Ziel, das Koordinationsproblem zwischen Kreditgebern, beim Eintritt der Zahlungsunfähigkeit des Schuldners, zu veranschaulichen. Es werden zwei Szenarien dargestellt mit jeweils einem (Szenario 1) und mit mehreren (Szenario 2) Kreditgebern. Dabei unterstellen wir erstmal vereinfachend eine Welt ohne Insolvenzrecht, um uns das genaue Verhalten der Kreditgeber bei der Entscheidung über Liquidation oder Sanierung anzuschauen, wenn sie nach eigenem Ermessen agieren.

Stellen wir uns vor, das Unternehmen befindet sich am Anfang in der Periode $t=0$ und wählt sein Investitionsprogramm I aus. Um dieses zu finanzieren wird ein Kredit D mit einem Jahr Laufzeit

¹² Vgl. Lang, Stulz (1992), S. 46-48.

aufgenommen. In $t=1$ fließt der, aus dem Investitionsprogramm erwirtschaftete, Cash Flow CF ein und der Kredit D wird fällig. Des Weiteren wird davon ausgegangen, dass alle Kreditgeber risikoneutrale Nutzenmaximierer sind, die sich nur anhand der Maximierung des Erwartungswertes ihrer Rückzahlungen für eine bestimmte Alternativhandlung entscheiden.

Der Zeitpunkt $t=1$ ist entscheidend für das Unternehmen, da hier seine Zukunft bestimmt wird. Angenommen, in unserem Modell herrscht eine Situation mit vollkommener Informationsverteilung – alle Beteiligte wissen alles über das Unternehmen, kennen die Höhe der Einzahlungsüberschüsse CF und es entstehen keine Koordinationskosten. In diesem Fall existieren zwei unterschiedliche Möglichkeiten, die die Entwicklung des Unternehmens in $t=2$ bestimmen:

Möglichkeit 1:

Das Unternehmen erwirtschaftet in $t=1$ einen hohen Cash Flow $CF=CF_H$. Die Höhe von CF_H reicht vollkommen aus, um D und somit die Ansprüche der Kreditgeber zu bedienen. In $t=2$ werden die Verbindlichkeiten zurückgezahlt und das Unternehmen fortgeführt.

Möglichkeit 2:

Mehr oder weniger ist der realisierte Cash Flow $CF=CF_N$ in $t=1$ niedriger als der Rückzahlungsbetrag von D . Da wir hier von einer Welt ohne Insolvenzrecht ausgehen heißt das, dass allein die Kreditgeber über die Zukunft und somit über Sanierung oder Liquidation des Aktivvermögens des Unternehmens entscheiden:

Wenn das Unternehmen zusammen mit allen Vermögensgegenständen als eine Einheit liquidiert wird, dient der Liquidationswert des Unternehmens $= V_L$ als Quelle für die Bedienung der Ansprüche aller Kreditgeber in $t=2$. Wird das Unternehmen dagegen zerschlagen, werden also die Vermögensgegenstände getrennt verkauft, es gehen möglicherweise wertvolle Verbund- und Synergieeffekte $= c$ verloren, und der Liquidationswert V_L verringert sich in dieser Höhe.

Wenn alle Kreditgeber über die gleichen Informationen verfügen und zusammen die Ansicht über eine mögliche erfolgreiche Sanierung teilen, dann werden sie sich möglicherweise dafür entscheiden, das Unternehmen in $t=1$ nicht zu liquidieren, sondern zu restrukturieren und vielleicht neu auszurichten. Dabei sollte der Erwartungswert der Rückzahlungen aus dieser „Investition“ $= E(x)$ in $t=2 > 0$ und $> D$ sein. Der Fortführungswert des Unternehmens wäre in diesem Fall $V_F=V_L+E(x)$.¹³

¹³ Vgl. Jostarndt (2004), S. 3-5.

In unserer Überlegung haben wir aber zwei Annahmen getroffen, die so in der Realität selten vorkommen. Wir haben festgelegt, dass zwischen allen Kreditgebern eine perfekte Informationssymmetrie herrscht und keine Koordinationskosten existieren. Oft haben aber Kreditgeber einen unterschiedlichen Informationsstand und unterschiedliche Interessen. Es können somit Koordinationskosten = K entstehen, die an die Anzahl der Entscheidungsträger gekoppelt sind.

3.2 Szenario 1 – Unternehmen mit einem Kreditgeber

Der Fall eines Unternehmens, das zahlungsunfähig geworden ist und dabei nur einen einzigen Kreditgeber hat, ist relativ einfach, weil dann keine Koordinationskosten entstehen ($K=0$). Der Kreditgeber investiert in $t=0$ den Betrag D , mit dem Ziel einen Profit in $t=1$ zu erwirtschaften. Mindestens erwartet er allerdings, dass er den Betrag D zurückbekommt.

Wie bereits oben dargestellt, stehen ihm bei einem Kreditausfall in $t=1$ folgende Möglichkeiten zur Auswahl: Er kann das Unternehmen entweder als Ganzes verkaufen (Liquidationswert= V_L), das Unternehmen zerschlagen und die Vermögensgegenstände getrennt veräußern (Zerschlagungswert= V_L-c), oder das Unternehmen sanieren und sich an dem fortgeführten Wert des Unternehmens beteiligen (Fortführungswert $V_F=V_L+E(x)$).

Zusammenfassend lässt sich folgende Rangfolge feststellen:

$$V_L-c < V_L < V_L+E(x) \quad (1)$$

Das bedeutet, dass die, aus Sicht des Kreditgebers, optimale Alternative die Sanierung und spätere Beteiligung an dem Unternehmen ist.¹⁴ Als problematisch kann sich dabei die Beschaffung von Finanzmitteln für die Durchführung des Sanierungsprozesses ergeben. Meistens werden Neugläubiger keinen Anreiz haben in das Unternehmen zu investieren, weil das Ausfallrisiko möglicherweise sehr hoch ist. Die einzige, sichere Finanzierungsquelle bleibt somit die Bereitschaft des Altgläubigers weiter Geld in das Unternehmen zu investieren, um durch positive zukünftige Gewinne frühere Verluste kompensieren zu können. Reichen seine Ressourcen nicht vollkommen aus, könnte die Sanierung möglicherweise daran scheitern.¹⁵

¹⁴ Vgl. Jostarndt (2004), S. 5f.

¹⁵ Vgl. Ritter (1999), S.289.

3.3 Szenario 2 – Unternehmen mit mehreren Kreditgebern

Deutlich komplizierter ist der Fall, wenn das Unternehmen nicht einen, sondern n verschiedene Kreditgeber hat, die alle heterogene Interessen und Informationen über das Unternehmen haben.

So eine Diskussion ist ein zentraler Punkt in der Spieltheorie und zeigt, wie individuelle, rationale Entscheidungen zu einem ineffizienten Gesamtergebnis führen können.

Nehmen wir an, dass alle Kreditgeber in $t=0$ den Gesamtbetrag D in das Unternehmen investiert haben. Hier entspricht D_i dem investierten Betrag, der von jedem Gläubiger in das Unternehmen ($i=1,2,\dots$ bis n) investiert wurde. Des Weiteren gehen wir auch hier davon aus, dass es kein Insolvenzrecht gibt und die Kreditgeber die einzigen Entscheidungsträger sind.

Wenn das Unternehmen in $t=1$ zahlungsunfähig wird, dann stehen allen Kreditgebern die Möglichkeiten über Liquidation, Zerschlagung oder Sanierung zur Verfügung. Aufgrund der Koordinationskosten und der Anzahl n der Kreditgeber, sieht die Pay-Off-Struktur allerdings anders als in Szenario 1 aus.¹⁶

Es entsteht oft eine Konfliktsituation, wenn sich nicht sofort alle Kreditgeber für die gleiche Alternative entscheiden. Diejenigen, die zum Beispiel ihre Ausgangslage so einschätzen, dass sie nichts Weiteres zu verlieren haben, werden lieber eine Sanierung des Unternehmens verfolgen, um ihre Chancen für einen Gewinn zu erhöhen. Andere, die zum Beispiel nicht an einem risikobehafteten Sanierungsprozess interessiert sind, würden lieber das Unternehmen liquidieren und an dem daraus entstandenen Erlös teilhaben.¹⁷

Alternative 1 – Liquidation ohne Verlust an Verbundeffekten:

In unserem Fall ohne Insolvenzrecht gilt das Prinzip des „first come-first served“ – d.h. dass derjenige Kreditgeber, der sich als Erster für eine Liquidation entscheidet, auch zuerst bedient wird. Dabei wird das Unternehmen als eine Einheit und ohne Koordinationskosten veräußert.¹⁸

Der Pay Off für den ersten Gläubiger ist dann gleich:

$$\min\{V_L; D_i\} \quad (2)$$

¹⁶ Vgl. Jostarndt (2004), S. 6f.

¹⁷ Vgl. Ritter (1999), S. 289.

¹⁸ Vgl. Longhofer, Peters (1999), S. 6f.

Der erste Kreditgeber bekommt also seinen gesamten Anspruch zurückbezahlt. Jeder Weitere wird dann mit dem übrig gebliebenen Vermögen bedient, also:

$$\max\{V_L - D_i; 0\}, \text{ mit } D_i = D/n \text{ und } i=1, 2, \dots, n \quad (3)$$

In so einer Situation ist es gut möglich, dass einige der Kreditgeber schlechter behandelt werden als andere – manche werden sogar nichts zurückbekommen.

Alternative 2 – Zerschlagung mit Verlust an Verbundeffekten:

Wenn die Kreditgeber mit einer anderen Investitionsmöglichkeit eine bessere Rendite, bei gleichem oder sogar geringerem Risiko als bei der Sanierung des Unternehmens erzielen können, dann würden sie sich auch dafür entscheiden. Wenn der Beschluss zur Liquidation von allen gleichzeitig getroffen wird, dann sollte in diesem Fall das Unternehmen zerschlagen werden, um die Ansprüche gleichermaßen zu bedienen.

Somit bekommt jeder seinen pro-rata Anteil, auch wenn bei der Zerschlagung ein Teil des Gesamtliquidationserlöses als Verlust aus Verbundeffekten verloren geht.

Als Ergebnis bekommt jeder der Gläubiger den gleichen Anteil:

$$\square_i(V_L - c) \quad (4)$$

wobei $\square_i = D_i / \sum_{i=1}^n D_i$ den Anteil von jedem Beteiligten ($i=1, 2, \dots$ oder n) am Gesamterlös aus der Zerschlagung darstellt.

Alternative 3 – Sanierung und Fortführung:

Analog zum Ein-Kreditgeber-Fall besteht auch hier die Möglichkeit, eine Sanierung und die zukünftige Fortführung des Unternehmens durchzuführen. Einzige Voraussetzung ist das Vorliegen einer Einigkeit aller Beteiligten, in Verbindung mit einer Bereitschaft, zur Koordination der Ansprüche.

Wenn alle Bedingungen erfüllt sind, dann können wir den Anteil eines Kreditgebers an dem Fortführungswert eines Unternehmens wie folgt darstellen:

$$\theta_i\left(\frac{VF}{K}\right) = \theta_i\left(\frac{VL + E(x)}{K}\right) \quad (5)$$

wobei K den verursachten Werteverlust am Unternehmen durch Koordination darstellt.

Aus den Punkten (2)-(5) lässt sich Folgendes festhalten:

$$\max\{V_L - D_i; 0\} < \alpha_i(V_L - c) < \theta_i \left(\frac{V_L + E(x)}{K} \right) < \min\{V_L; D_i\} \quad (6)$$

Was bestimmt also das Verhalten von Kreditgebern und wie ist diese Reihe von Ungleichungen am besten zu erklären?

Nun ist der linke Teil immer gegeben, wenn sich Kreditgeber dafür entscheiden, das Unternehmen zu liquidieren. Der mittlere Teil kann vereinfacht werden, indem wir den Anteil α_i von beiden Seiten der Ungleichung streichen. Dann bleibt nur:

$$(V_L - c) < \left(\frac{V_L + E(x)}{K} \right) \quad (7)$$

Diese Ungleichung ist immer dann erfüllt, wenn der Fortführungswert des Unternehmens, verringert, um die entstandenen Koordinationskosten, den Zerschlagungswert, abzüglich des Verlustes aus Synergie- und Verbundeffekten, übersteigt.

Besonders strittig ist allerdings die rechte Ungleichung. Es scheint so, als sei die Liquidation die dominante Strategie für jeden Kreditgeber. Aus gesamtwirtschaftlicher Perspektive wäre das ineffizient, weil somit das Pareto Optimum verletzt wird. Das heißt, dass solange ein Kreditgeber den Anreiz hat sich an dem Koordinationsprozess nicht zu beteiligen sondern versucht, sich durch eigene Initiativen zu Lasten der Anderen besser zu stellen, die Investitionsstrategie als ineffizient zu bezeichnen ist.

Damit das Unternehmen saniert werden kann und keiner der Kreditgeber einen Anreiz zur Liquidation hat, muss Folgendes gelten:

$$\theta_i \left(\frac{V_L + E(x)}{K} \right) > \min\{V_L; D_i\} \quad (8)$$

Entscheidend für den Erfolg ist der Erwartungswert der Rückzahlungen aus der Fortführung des Unternehmens $E(x)$. Wenn zum Beispiel ein Restrukturierungsplan vorliegt, der relativ sicher ist und trotz anfallender Koordinationskosten eine im Vergleich zur Liquidation höhere Rückzahlung verspricht, wird der Anreiz der Kreditgeber, das Unternehmen zu liquidieren, dadurch gemindert. Zumindest theoretisch sollten in diesem Fall die Beteiligten eine Sanierung des Unter-

nehmens verfolgen. Aufgrund des fehlenden Insolvenzrechts und der heterogenen Interessen und Risikopräferenzen kann das nicht mit Sicherheit behauptet werden.¹⁹

4 „Revenue efficiency“ im Insolvenzrecht

In dem dargestellten Modell zur Analyse des Verhaltens von Kreditgebern im Insolvenzfall, sind wir simultan von einer Welt ohne Insolvenzrecht ausgegangen. Wir heben jetzt diese Prämisse auf und führen die Diskussion in einer Welt mit Insolvenzrecht fort.

Cornelli, Felli (1997) geben sehr eindeutige Zielsetzungen für das US-amerikanische Insolvenzrecht: „Es soll über die Zukunft des Unternehmens entscheiden und Wege finden, um die Ansprüche von Kreditgebern zu bedienen. Dabei soll der größte Nutzen von dem Unternehmen gezogen werden, um das Gemeinwohl zu maximieren.

Die Analyse des „revenue efficiency“²⁰ ist, neben der Prüfung der Effizienz von Überwachungsanreizen, ein zentrales Thema in der Arbeit von Cornelli, Felli (1997) über *ex ante* Effizienz und nur dann gegeben, wenn das Insolvenzverfahren die Einnahmen aller Kreditgeber, im Falle der Insolvenz, maximiert. Das Vorliegen dieser *ex ante* Effizienz ist insoweit wichtig, als dass die Kosten der Fremdfinanzierung reduziert und die Anreize, in das Unternehmen zu investieren, erhöht werden können.²¹ Von zentraler Bedeutung ist, dass das Insolvenzrecht das „first come-first served“ Prinzip, aus der vorangegangenen Analyse bei einer Welt ohne Insolvenzrecht, eliminiert. Dies wird durch die im Chapter 11 „automatic stay“ Regelung erreicht. Das Gesetz sieht dabei primär vor alle Gläubigeransprüche erstmals anzuhalten, um somit die, vielleicht ineffiziente Verwertung des Schuldnervermögens, zu verhindern.²²

4.1 Das Modell

Wir betrachten jetzt ein Zwei-Perioden-Modell zur Prüfung der *ex ante* Effizienz im Sinne der Einnahmen Effizienz. Nehmen wir an das Unternehmen hat in $t=1$ einen Insolvenzantrag gestellt und somit das Insolvenzverfahren eingeleitet. Dabei existieren die gleichen Möglichkeiten wie in dem Modell aus Abschnitt 3.1 – Liquidation des Unternehmens als eine Einheit (Chapter 7), oder Sanierung des Unternehmens (Chapter 11). Der Unterschied zum ersten Modell ist hier die Tatsache, dass nicht allein die Kreditgeber ohne Koordination selbst über Liquidation oder Sanie-

¹⁹ Vgl. Jostarndt (2004), S. 6-11.

²⁰ Übersetzt bedeutet „revenue efficiency“ etwa die „Einnahmen Effizienz“.

²¹ Vgl. Cornelli, Felli (1997), S. 475 – 477.

²² Vgl. Jostarndt (2004), S. 12.

rung entscheiden, sondern alle dem gleichen Insolvenzrecht unterliegen. Dadurch wird erzielt, dass kein Wirtschaftssubjekt ungerechtfertigt schlechter behandelt wird, als alle anderen.

Annahmegemäß existieren zwei potenzielle Käufer (Käufer 1 bzw. 2) für das geschlagene Unternehmen. Jeder der beiden Käufer verfügt entweder über einen Sanierungs- oder Liquidationsplan, wobei unabhängig von dem Plan angenommen wird, dass der Wert des Unternehmens in $t=2$, unter der Kontrolle von Käufer 1 - V_1 wäre, bzw. V_2 - unter Käufer 2 und es gelte:

$$V_1 < V_2 \quad (1)$$

Aus gesamtwirtschaftlicher Perspektive wird hier dann Effizienz erreicht, wenn der Käufer 2 das Unternehmen zum Preis von V_1 übernimmt. Es besteht allerdings auch eine zweite Möglichkeit zum anteiligen Verkauf des Unternehmens (beispielsweise werden 50 % + 1 der Anteile benötigt, um die Kontrolle über das Unternehmen zu erwerben). Dieses Ergebnis könnte aus Sicht der Kreditgeber besser ausfallen, als wenn sie das Unternehmen komplett verkaufen. Es ist wichtig an dieser Stelle anzunehmen, dass die vollständige Übernahme des Unternehmens für den Käufer 2 die dominante Strategie darstellt, da er somit einen Anspruch auf den Gesamtgewinn ($V_2 - V_1$) hätte. Im Gegenteil dazu ist Käufer 1 gegenüber beiden Strategien indifferent, da er den gleichen Nutzen erzielt.

Die zweite Möglichkeit wäre das Unternehmen anteilig an Käufer 2 zu verkaufen. Er braucht dann nur 50 % + 1 der Anteile zu einem Preis von $0,5 V_1$ zu kaufen, um die Kontrolle zu erlangen. Den Kreditgebern im Gegenteil bleibt der Minderheitsanteil, aber trotzdem ein Anspruch vom Gesamtwert V_2 des Unternehmens in der Höhe von:

$$(0,5V_1 + 0,5V_2) > V_1 \quad (2)$$

Die dritte Möglichkeit sieht vor, dass der Verkäufer des Unternehmens mit einer Wahrscheinlichkeit von p ein s.g. „take it, or leave it“²³ Angebot macht, wobei er nicht bereit ist den Mehrheitsanteil des Unternehmen zu einem Preis (kleiner $0,5 V_1$) zu verkaufen. Analog, wenn der Verkäufer das Unternehmen als eine Einheit verkauft, wäre er nicht bereit, das Unternehmen zu einem Preis kleiner $0,5V_1 = V_1 - 0,5V_2$ zu verkaufen.

²³ Mit „take it, or leave it“ ist ein einmaliges (meistens das letzte) Kauf- bzw. Verkaufsangebot gemeint.

Genau umgekehrt sieht es beim Käufer aus. Er wird mit der Gegenwahrscheinlichkeit von $1-p$ ein „take it, or leave it“ Kaufangebot abgeben, wobei er aus seiner Perspektive nicht bereit wäre, die Kontrolle über das Unternehmen für einen Preis größer $0,5V_2$ zu kaufen.

Fassen wir jetzt zusammen, wie die Pay-Off Struktur bei den verschiedenen Möglichkeiten aussieht:

Zuerst wird angenommen, dass in $t=1$ die Entscheidung getroffen wird, das Unternehmen als eine Einheit zu verkaufen. Der Verkaufspreis beträgt:

$$P^* = 0,5[V + p(V_2 - V)] \quad (3)$$

Wenn wir jetzt den Verkaufspreis P^* in die Einnahmenfunktion Π^* einsetzen, bekommen wir die Gesamteinnahmen vom Verkäufer, hier:

$$\Pi^* = 0,5V_2 + 0,5[V + p(V_2 - V)] = V_1 + p(V_2 - V_1) \quad (4)$$

Alternativ kann nur der Kontrollanteil über das Unternehmen verkauft werden. Der Verkaufspreis beträgt:

$$P^{**} = 0,5[V_1 + p(V_2 - V_1)] \quad (5)$$

Setzen wir erneut den Verkaufspreis in die Einnahmenfunktion ein, dann bekommen wir die Gesamteinnahmen vom Verkäufer, hier:

$$\Pi^{**} = 0,5V_2 + 0,5[V_1 + p(V_2 - V_1)] \quad (6)$$

Dabei stellen die Ergebnisse aus (4) und (6) die Einnahmen von den Kreditgebern in den zwei Fällen dar. Es lässt sich daraus schließen, dass die Einnahmen in (6) größer sind, als die in (4) ($\Pi^{**} > \Pi^*$). Das heißt, dass die Kreditgeber im Rahmen des Insolvenzrechts nur dann *ex ante* Effizienz erreichen, wenn sie nur den Kontrollanteil des Unternehmens verkaufen und sich dabei an dem Fortführungswert des Unternehmens beteiligen. Die Durchführung dieser Analyse wird im Rahmen eines Insolvenzverfahrens, bei der Suche nach einem effizienten Ergebnis, Hilfe gewähren.²⁴

²⁴ Vgl. Cornelli, Felli (1997), S. 477 – 480.

5 Die ex post Effizienz eines Insolvenzverfahrens

Wir haben uns bis jetzt hauptsächlich mit der *ex ante* Effizienz beschäftigt und widmen uns im letzten Abschnitt der *ex post* Effizienz. In Abschnitt 2 haben wir bereits die *ex post* Effizienz definiert. Wir haben festgelegt, dass ein Insolvenzverfahren nur dann als *ex post* effizient zu bezeichnen ist, wenn es strikt zwischen finanziell und ökonomisch geschlagenen Unternehmen, im Sinne von Blazy, Chopard (2004), differenziert wird und dabei den *ex post* Unternehmenswert, als Quelle zur Bedienung aller Gläubigeransprüche,²⁵ maximiert.

Problematisch wird es dann, wenn man aber nicht ohne weitere Kosten die Qualität des Unternehmens erkennen kann. Dabei drohen zwei potentielle Fehler, die unabhängig vom Land und Insolvenzrecht, auftreten können. Zum einen können ökonomisch geschlagene Unternehmen unabsichtlich als effizient eingestuft werden und anstatt liquidiert zu werden, saniert und weitergeführt werden (Szenario 1). Die zweite Möglichkeit bezieht sich auf das genaue Gegenteil, wenn ökonomisch effiziente Unternehmen als ineffizient liquidiert werden (Szenario 2). Dazu wird in der Arbeit von Blazy, Chopard (2004) ein Allgemeinmodell dargestellt, um genau die Situation aus Szenario 2 zu untersuchen.

Gegenstand dieser Analyse ist die Frage, wie man das Verhalten von gesicherten Gläubigern so steuert, dass kein Trittbrettfahrerproblem entsteht. Damit sind Situationen gemeint, wie wenn zum Beispiel bei einem außergerichtlichen Insolvenzprozess, einige der einflussreichsten Kreditgeber aus privaten Gründen sich nicht für die, aus der Gemeinschaftsperspektive, optimale Strategie bzw. für das optimale Projekt entscheiden.

Ausgangspunkt ist der Zeitpunkt der Insolvenzanmeldung. Je nach Größe des Unternehmens existieren N verschiedene Gläubiger, die einen Anspruch auf Rückzahlung ihrer Forderungen haben. Wenn wir simultan von einem ökonomisch effizienten Unternehmen (Szenario 2) ausgehen, dann sollte, aus der Gemeinschaftsperspektive, die Sanierung die optimalste Lösung sein. Nichtsdestotrotz wird auch eine mögliche Liquidation nicht ausgeschlossen, die dann problematisch erscheint, wenn das Insolvenzverfahren außergerichtlich geführt wird, d.h. wenn die Gläubiger allein unter sich, in den Grenzen des Insolvenzrechts, über die Zukunft des Unternehmens entscheiden. Dieses Szenario ist sowohl für deutsche als auch für US-amerikanische Unternehmen vorstellbar, da ein außergerichtliches Verfahren in beiden Ländern gesetzlich nicht verboten ist. Dabei wird jeder der Beteiligten für eines der K unterschiedlichen Projekte seine Stimme ab-

²⁵ Mit „Gläubiger“ wird hier Kreditgeber + alle anderen Stakeholder gemeint.

geben, wobei Liquidation auch als eine „Projektmöglichkeit“ definiert wird. Eine zentrale Annahme des Modells ist, dass zwischen allen Gläubigern eine perfekte Informationssymmetrie besteht und jeder erwartete Nutzen, sowie alle Projekte bekannt sind.²⁶

An dieser Stelle ist es vielleicht sinnvoll zu erklären, was mit der „absolute priority rule“ in Chapter 11 gemeint ist. Übersetzt wird dieses als die „Regelung der absoluten Priorität“ und besagt, dass im Falle der Insolvenz gesicherte Gläubiger im vollen Umfang befriedigt werden müssen, bevor die Ansprüche aller ungesicherten Gläubiger erfüllt werden können.²⁷

Daraus ergibt sich das größte Problem. Einflussreiche und gesicherte Gläubiger können ihre Stimme für ein anderes Projekt abgeben, das aber nicht den Gesamtwert des Unternehmens, sondern nur den Wert ihrer Rückzahlungen maximiert. Ist das der Fall, dann werden sie ihre einflussreiche Position ausnutzen und die Abstimmung möglicherweise manipulieren.

Wir können jetzt die allgemeine Abstimmungsfunktion v_j^* in Abhängigkeit von der Summe aller einzelnen Erwartungswerte von Gläubigern i (für $i=1 \dots N$), bezüglich ihrer Rückzahlungen aus der Investition in Projekt j^* bestimmen, wobei j^* das Projekt darstellt, das den Wert des Unternehmens maximiert:

$$\left\{ \begin{array}{ll} \text{wenn } v_j^* > 0 & \longrightarrow \text{ Die Mehrheit der Gläubiger stimmt für Projekt } j^* \text{ ab} \\ \text{wenn } v_j^* = 0 & \longrightarrow \text{ Gläubiger sind gegenüber Projekt } j^* \text{ indifferent} \\ \text{wenn } v_j^* < 0 & \longrightarrow \text{ Die Mehrheit der Gläubiger stimmt gegen Projekt } j^* \text{ ab} \end{array} \right.$$

Damit das Insolvenzverfahren letztendlich zu $v_j^* > 0$ führen kann, behaupten Blazy, Choprad (2004), dass man von der Regelung der absoluten Priorität abweichen soll. Eine solche Abweichung ist allerdings nur mit rechtlichen Maßnahmen, wie einem Gerichtsverfahren, erreichbar. Des Weiteren wird angenommen, dass nur $v_j^* < 0$ zu einer potenziellen Abweichung führt. Für $v_j^* = 0$ wählen alle Gläubiger das optimale Projekt j^* aus.

Dieses Modell der gemeinsamen Entscheidungsfindung wird nur dann als *ex post* effizient bezeichnet, wenn:

(1) die, in dem Prozess eingeschalteten Insolvenzverwalter und Rechtsanwälte die Maximierung des Unternehmenswerts als oberstes Ziel haben, d.h. dass das Projekt j^* zum Zeitpunkt der Insolvenzanmeldung identifiziert und verfolgt wird;

²⁶ Vgl. Blazy, Choprad (2004), S. 448 – 450.

²⁷ Vgl. Wohlschlegel (2002), S. 15.

(2) die Einschaltung von rechtlichen Maßnahmen als finanziell-neutral bezeichnet werden kann, d.h. die Summe der einzelnen Rückzahlungserwartungen unverändert und gleich dem Unternehmenswert bleibt;

(3) unabhängig davon wie groß die rechtliche Intervention ist, die Abweichung von der Regelung der absoluten Priorität minimiert wird. Anders gesagt kann ein juristischer Eingriff von außen nur dann gerechtfertigt und von allen akzeptiert werden, wenn er alle Parteien gleich behandelt und eine effiziente Lösung anbietet;

(4) sowohl für $v_j^* > 0$, als auch für $v_j^* = 0$ sich die Gläubiger für das optimale Projekt j^* entscheiden.²⁸

Aufgrund der „automatic stay“ und „debtor-in-possession“²⁹ Regelungen werden in den USA die meisten Verfahren unter Chapter 11 durchgeführt, da der Wert des Unternehmens im Sanierungsfall meistens größer ist, als der Liquidationswert. Dabei wurde in einer Stichprobe von 37 Unternehmen festgestellt, dass in 80 % der Fälle die Unternehmen die Regelung der absoluten Priorität nicht beachtet haben. Andere Studien zeigen auch, dass die Abweichung von dieser Regelung in den meisten Fällen die Wahrscheinlichkeit eines effizienten Ergebnisses erhöht. Diese Abweichung kann allgemein als der Preis definiert werden, den ein Gläubiger leisten (bzw. bekommen) soll, wenn er eine negative (bzw. positive) Auswirkung auf den gemeinsamen Entscheidungsprozess hat.³⁰

Es gibt noch einen weiteren wichtigen Faktor, der bei der Entscheidung, ob das Insolvenzverfahren mit oder ohne die Einschaltung von Rechtsanwälten und einem Gericht, berücksichtigt werden soll. Das sind die direkten und indirekten Kosten die anfallen würden, wenn der Prozess im Gericht und in der Öffentlichkeit geführt wird. Diese Kosten sollten dann mit dem Koordinationsaufwand eines außergerichtlichen Verfahrens verglichen und das Ergebnis in den Entscheidungsprozess implementiert werden.³¹

In Deutschland gibt es genauso, wie in den USA, gesicherte und ungesicherte Gläubiger, wobei der größte Teil der Gläubiger gesichert ist. Soweit es zu einer Insolvenzanmeldung kommt, sollen alle Kreditverträge schnellstmöglich wiederverhandelt werden, um zu versuchen das geschlagene Unternehmen ein wenig zu entlasten und neue Finanzierungsmittel für einen potentiellen Sanie-

²⁸ Vgl. Blazy, Choprad (2004), S. 450 – 454.

²⁹ Regelung ermöglicht die vorläufige Weiterführung des operativen Geschäfts und erhöht somit die Wahrscheinlichkeit, dass die Ansprüche der Gläubiger besser erfüllt werden.

³⁰ Vgl. Blazy, Chopard (2004), S. 461f. und S. 464f.

³¹ Vgl. Annabi, Breton, François (2008), S. 7.

rungsplan bereitzustellen. In Deutschland werden große Kreditgeber (meistens Banken) von einem oder mehreren Plätzen in der Geschäftsführung repräsentiert, was den gesamten Verhandlungsprozess erleichtert. Voraussetzung ist, dass es sich dabei um ein, nur finanziell geschlagenes Unternehmen, handelt das trotz vorläufiger Engpässe eine positive zukünftige Entwicklung hat. Somit werden in Deutschland sehr selten Abstimmungsverfahren eingesetzt, um ein Koordinationsproblem zu lösen und das optimale *ex post* Projekt j^* zu bestimmen. Da die Mehrheit der Kreditgeber gesichert ist, wird auch in den meisten Fällen ein Sanierungsplan zur Fortführung des Unternehmens verfolgt.³²

6 Zusammenfassung

Die Zahl der Unternehmensinsolvenzen ist in den letzten Jahren extrem angestiegen und wird möglicherweise, bei einer weiteren negativen Konjunktorentwicklung, sich weiter ausbreiten. Die Theorie über die Effizienz des Insolvenzverfahrens besagt dann, dass alte, ökonomisch geschlagene Unternehmen liquidiert werden sollen. Damit soll Platz für jüngere Unternehmer, mit neuen Ideen geschaffen werden, was als logischer Prozess dargestellt wird, um ökonomischen Wachstum zu fördern.³³

Nichtsdestotrotz ist ein Insolvenzprozess nicht allgemein als effizient zu bezeichnen. Diese Arbeit beschäftigt sich mit der Frage, wie und wann *ex ante* und *ex post* Effizienzen eines Insolvenzverfahrens gegeben sind und wie sich diese auf den Entscheidungsprozess im Insolvenzverfahren auswirken.

Im Abschnitt 3 haben wir gesehen, dass in der Abwesenheit eines Insolvenzrechtes das Insolvenzverfahren negativ von der Anzahl der Kreditgeber beeinflusst wird. Das ist nicht der Fall, wenn das Unternehmen nur einen Kreditgeber hat – dann wird meistens die effizienteste Alternative über die Zukunft des Unternehmens ausgewählt. Allerdings je komplexer die Struktur der Kreditgeber ist und je unterschiedlicher ihrer Interessen sind, desto schwieriger wird es sein, die effizienteste Entscheidung zu finden. In so einem Fall, wenn auch Koordinationskosten entstehen, scheint in erster Linie die Liquidation des Unternehmens die einfachste und dominanteste Alternative für jeden der Kreditgeber zu sein. Als Ergebnis wird dann das Unternehmen zerlegt, anstatt es zu sanieren, was zu erheblichen Effizienzverlusten führen kann. Die angebotene Lösung des Konflikts geht davon aus, dass wenn der Erwartungswert der Rückzahlungen aus

³² Vgl. Blazy, Chopard (2004), S. 464

³³ Vgl. Buttwill, Wihlborg (2004), S. 2

einer Sanierung des Unternehmens, abzüglich des Werteverlust aus der Koordination immer noch größer als der Liquidationswert ist (unter der Annahme perfekter Informationssymmetrie), dann werden sich die Kreditoren, zumindest theoretisch, für die effizientere Alternative (hier Sanierung) entscheiden.

Die Analyse in Abschnitt 3 basiert auf der Annahme, dass kein Insolvenzrecht existiert. Wir haben diese Prämisse im Abschnitt 4 aufgehoben und uns die Einnahmeneffizienz, als einen gravierenden Teil der *ex ante* Effizienz, ausführlich angeschaut. Dabei sind wir zu der Schlussfolgerung gekommen, dass wenn alle Kreditgeber der gleichen Insolvenzordnung unterliegen, durchaus ein effizientes Ergebnis (im Sinne von Maximierung der Rückzahlungen an die Kreditgeber) erreicht werden kann. Dieses wird dann gelingen, wenn nur der Kontrollanteil des finanziell geschlagenen Unternehmens, an einen Käufer verkauft wird. Damit erhalten die Kreditgeber den Verkaufserlös und die Möglichkeit, sich als Minderheitsbeteiligte an dem Fortführungswert des Unternehmens auch zukünftig zu beteiligen.

Im Abschnitt 5 haben wir die Idee der *ex post* Effizienz dargestellt. Gegenstand der Analyse war die Frage, wie sich die gesicherten und somit einflussreichen Gläubiger als Trittbrettfahrer, auf die Effizienz der gemeinsamen Entscheidung über Liquidation oder Sanierung des Unternehmens, auswirken können. Streitpunkt war die Tatsache, dass gesicherte Gläubiger nicht unbedingt das optimale Projekt j^* auswählen, sondern ein anderes, das ihre Rückzahlungen und Nutzen maximiert. Damit stellt sich die Frage, ob es Sinn macht von der Regelung der absoluten Priorität abzuweichen und somit das Insolvenzverfahren im Gericht zu führen. Das Ergebnis wurde von vielen Autoren bestätigt – eine Abweichung von der Regelung der absoluten Priorität wirkt sich in den meisten Fällen positiv aus, diese Abweichung muss aber minimal sein. Dabei ist es wichtig:

- (1) die Kosten eines Gerichtsverfahrens abzuwägen und im Verhältnis zu den Koordinationsaufwendungen eines außergerichtlichen Verfahrens gegenüber zu stellen und
- (2) das Verfahren schnellstmöglich durchzuführen.

Ob die *ex ante* und *ex post* Effizienzen letztendlich erreicht wurde, ist unternehmensspezifisch und situationsbedingt zu beurteilen. Wichtig ist, dass heutzutage, sowohl in USA, als auch in Deutschland ein Insolvenzrecht existiert, das als Grundlage zur Lösung von Interessenskonflikte im Insolvenzfall eingesetzt werden kann.

Literaturverzeichnis

Aghion, P. und P. Bolton (1992): An incomplete contracts approach to financial contracting, Review of Economic Studies, Ausgabe 59, S. 473-494

Annabi, Breton, François (2008): Resolution of Financial Distress under Chapter 11, herunterladen unter: <http://www.finance-innovation.org/risk09/work/1023707.pdf>

Berkovitch, Zender (1998): The design of bankruptcy law: A case for management bias in bankruptcy reorganization, Journal of Finance and quantitative Analysis, Band 33, Ausgabe 4, S. 441-464

Blazy, Chopard (2004): Ex post efficiency of bankruptcy procedures: A general normative framework, International Review of Law and Economics, Band 24, Ausgabe 4, December 2004, S. 447-471

Buttwill, Wihlborg (2005): The Efficiency of the Bankruptcy Process. An International Comparison, herunterladen unter: http://www.ratio.se/pdf/wp/kb_cw_bankruptcy.pdf

Cornelli, Felli (1997): Ex-ante efficiency of bankruptcy procedures, European Economic Review, Ausgabe 41, S. 475-485

Creditreform Wirtschaftsforschung (2010): Insolvenzen in Europa 2009/10, Neuss, herunterladen unter: [Insolvenzen in Europa.pdf](#)

Groß, Amen (2002): Die Fortbestehungsprognose, Die Wirtschaftsprüfung, Band 55, Ausgabe 5, S. 225-240

Jostarndt, P. (2005): Gläubigerkonflikte und Unterinvestition, herunterladen unter: [Gläubigerkonflikte und Unterinvestition.pdf](#)

Lang, Stulz (1992): Contagion and competitive intra-industry effects of bankruptcy announcements, Journal of Financial Economics, Ausgabe 32, S. 45-60

Longhofer, Peters (1997): Protection for whom? Creditor conflicts in Bankruptcy, American Law and Economics Review, Band 6, S. 249-284

Myers, Stewart C. (1984): The capital structure puzzle, The Journal of Finance, Band 39, Ausgabe 3, S. 575-592

Ritter, W. (1999): Unternehmenssanierung im neuen Insolvenzrecht: eine Analyse aus Sicht der Kreditinstitute, Verlag Wiss. und Praxis, Kaiserslautern

Statistisches Bundesamt (2010): Unternehmen und Arbeitsstätten – Insolvenzverfahren, Wiesbaden, herunterladen unter: [Unternehmensinsolvenzen 2009](#)

Vladimirov, V (2009): Soft vs. tough bankruptcy law – Evidence from the U.S. and Germany, herunterladen unter: <http://www.efa2009.org/papers/SSRN-id1101696.pdf>

Wohlschlegel, Ansgar (2002): The economies of Corporate Bankruptcy Law, Heidelberg, Univ., Diss., herunterladen unter: <http://www.bsz-bw.de/cgi-bin/xvms.cgi?SWB10358892>

„Hiermit versichere ich, dass die vorliegende Arbeit von mir
selbständig verfasst wurde und ich alle verwendeten Quellen, auch
Internetquellen, ordnungsgemäß angegeben habe“.

Stuttgart, 17.05.2010