

Seminar zur Bankwirtschaft im Sommersemester 2010

Corporate Restructuring

Lehrstuhl für Bankwirtschaft und Finanzdienstleistungen



“The Choice between Private and Formal Reorganizations”

Fachsemester: 12. Semester

Abgabetermin: 17.05.2010

Abstract

„An der Insolvenz führt kein Weg vorbei.“ – Ein solche Aussage könnte in von Zahlungsschwierigkeiten gefährdeten Unternehmen gewiss nicht selten zu hören sein. Doch ist es nicht auch möglich, ein Insolvenzverfahren mithilfe außergerichtlicher Wiederverhandlungen zu umgehen? Im Rahmen dieser Seminararbeit soll analysiert werden, inwiefern bedrohte Unternehmen ein Insolvenzverfahren nach Insolvenzrecht oder einen außergerichtlichen Ausgleich anstreben können. Wie sich herausstellen wird, ist diese Frage nicht universell zu beantworten, sondern von einer Reihe unternehmensinterner und –externer Faktoren abhängig. Es wird gezeigt, dass zwischen den beteiligten Parteien Informationsasymmetrien bestehen und neben der Finanzierungsart auch das Verhalten anderer Unternehmen sowie die erwarteten Reaktionen der Gläubiger eine Rolle spielen. Außerdem ist die Fragestellung eng mit der Effizienz und der Beschaffenheit des betrachteten insolvenzrechtlichen Rahmens verbunden. Anhand der Analyse eines spieltheoretischen Modells wird all dies herausgearbeitet und schließlich unter praktischen Gesichtspunkten weiterführend erörtert.

Inhaltsverzeichnis

1. Einleitung	1
1.1 Problemstellung und Zielsetzung	1
1.2 Kontext und Aufbau der Arbeit	1
2. Theoretische Fundierung	2
2.1 Definition der Kernbegriffe	2
2.1.1 Differenzierung zwischen deutschem und US-amerikanischem Insolvenzrecht	3
2.1.2 Von finanzieller Notlage zur Insolvenz	4
2.2 Vorstellung und Kategorisierung verschiedener Modelle	4
3. Das Modell von White (1994)	6
3.1 Unterscheidung zwischen ineffizienten und effizienten insolventen Unternehmen	6
3.2 Insolvenz als Filterinstrument – Das Modell	9
3.2.1 Die Entscheidung zwischen Chapter 7 und Chapter 11	10
3.2.2 Außergerichtliche Wiederverhandlungen als Filterinstrument	13
4. Fazit	15
Literaturverzeichnis	17

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Aufbau der Arbeit.....	2
Abbildung 2: Charakteristika von IF firms	6
Abbildung 3: Charakteristika von EF firms.....	8
Abbildung 4: Spieltheoretisches Modell der Entscheidungsfindung	10

Abkürzungsverzeichnis

IF firms inefficient failing firms

EF firms efficient failing firms

Variablenverzeichnis

A	Opportunitätskosten
α	Wahrscheinlichkeit, dass Gläubiger einem Restrukturierungsplan zustimmen
C_L	Kosten der Liquidation
C_R	Kosten der Restrukturierung
E	Ausgaben / Kosten
E_i	kumulierte Kosten, die innerhalb eines bestimmten Zeitraums gedeckt werden
γ	Wahrscheinlichkeit, dass ein Unternehmen vom Typ EF ist
L_e	Liquidationserlös
P	niedriger Rückzahlungsbetrag
P_H	hoher Rückzahlungsbetrag
R	Erlös
R_e	erwarteter Erlös
R_i	kumulierte Erlöse, die innerhalb eines bestimmten Zeitraums erwirtschaftet werden
t_i	Periode i
V	variable Kosten

1. Einleitung

Im einführenden Teil der Seminararbeit werden zunächst die Ausgangssituation und Problemstellung der Thematik erläutert. Desweiteren wird die Zielsetzung der Arbeit definiert. Außerdem soll dem Leser ein Überblick über den Aufbau vermittelt werden.

1.1 Problemstellung und Zielsetzung

Untersuchungsgegenstand der Seminararbeit ist das Verhalten von Unternehmen, die mit drohender Zahlungsunfähigkeit konfrontiert werden. Im Speziellen ist zu analysieren, unter welchen Voraussetzungen diese Unternehmen einen außergerichtlichen Ausgleichsmechanismus oder ein gerichtliches Insolvenzverfahren anstreben und mit welchen Konsequenzen diese Entscheidung verbunden sein kann. Außerdem ist herauszuarbeiten, welche unternehmens- und branchenspezifischen Faktoren die Entscheidung für eine der Alternativen begünstigen und somit die Chancen auf eine erfolgreiche Restrukturierung beeinflussen.

Unter der Prämisse, dass insolvenzbedrohte Unternehmen mit dem Ziel handeln, den Wertverlust des Unternehmens zu minimieren, wird die Wahl zwischen privat geführten Verhandlungen und einem gerichtlichen Insolvenzverfahren zu einer strategischen Entscheidung.¹ Zielsetzung der Seminararbeit ist es also, das beobachtete Entscheidungsverhalten mithilfe geeigneter Modelle aus der Literatur zu erklären und vorherzusagen. Auf dieser Basis können für den Unternehmer letztlich auch Entscheidungsregeln entwickelt werden.

1.2 Kontext und Aufbau der Arbeit

Die vorliegende Seminararbeit steht vor dem Kontext der Unternehmenssanierung (*corporate restructuring*). In diesem Zusammenhang lässt sich eine Reihe von Themengebieten untersuchen, die jedoch teilweise eng miteinander zusammenhängen. Einen zentralen Aspekt stellt die Frage nach der Effizienz des geltenden Insolvenzrechts dar. Untrennbar hiermit verbunden sind beispielsweise die Höhe der ökonomischen und gesellschaftlichen Kosten der Insolvenz, die regulatorischen Bestimmungen oder der Einfluss der Gläubigerstruktur auf das Insolvenzverfahren. Auch die Entscheidung zwischen privat geführten Wiederverhandlungen und gerichtlichen Restrukturierungsmaßnahmen sowie die Entscheidung über die

¹ BERKOVITCH; ISRAEL (1998), S.1.

Wahl der Kreditformen kann in die Analyse der Effizienz des Insolvenzrechts integriert werden.²

Um das Entscheidungsverhalten des Unternehmens vor diesem Kontext zu analysieren, wird die in Abbildung 1 aufgezeigte Vorgehensweise zugrundegelegt.

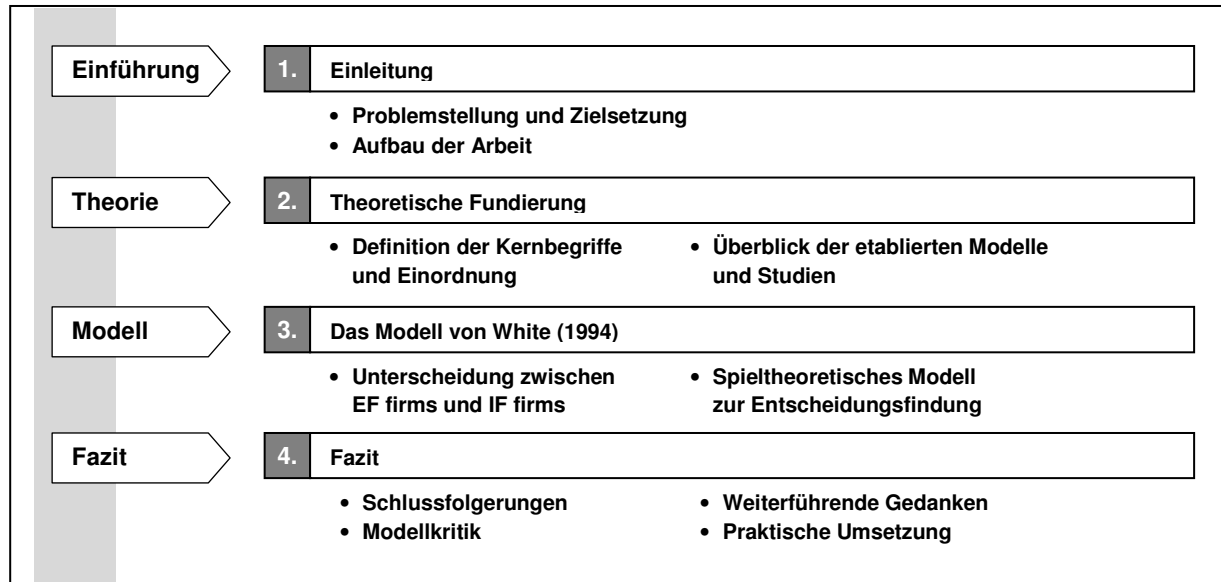


Abbildung 1: Aufbau der Arbeit
(Quelle: eigene Darstellung)

2. Theoretische Fundierung

Im folgenden Kapitel werden die zur Analyse des Entscheidungsverhaltens notwendigen theoretischen Grundlagen erörtert, auf deren Basis anschließend verschiedene Modelle vorgestellt werden, von denen letztlich eines zur genaueren Analyse in Kapitel 3 ausgewählt wird.

2.1 Definition der Kernbegriffe

Als Ausgangspunkt werden dem Leser in stark verkürzter Form die wesentlichen Unterschiede zwischen dem deutschen und dem US-amerikanischen Insolvenzrecht vermittelt. Im Anschluss daran wird die Entstehung einer finanziellen Notlage diskutiert. Schließlich erhält der Leser einen Überblick der Thematik durch einen Vergleich der in der Literatur etablierten Modelle.

² HEGE (2003), S. 239.

2.1.1 Differenzierung zwischen deutschem und US-amerikanischem Insolvenzrecht

Im Rahmen des deutschen Insolvenzrechts darf ein Insolvenzverfahren frühestens bei und muss spätestens 14 Tage nach Vorliegen eines Insolvenztatbestands eingeleitet werden. Ein Insolvenztatbestand liegt vor, wenn Überschuldung, Zahlungsunfähigkeit oder drohende Zahlungsunfähigkeit festgestellt wird. Letztere muss dabei akut begründet sein.³ In den USA gelten zwar analoge Insolvenztatbestände, doch ist die Auslegung drohender Zahlungsunfähigkeit deutlich großzügiger. Das führt dazu, dass auch nicht akut insolvenzbedrohte Unternehmen im Rahmen eines *Chapter 11*-Verfahrens restrukturiert werden können. Die Erfahrungen vergangener Jahre haben gezeigt, dass die Befreiung von Altlasten zwar für das betroffene Unternehmen durchaus vorteilhaft ist, auf den Markt jedoch wettbewerbsverzerrend wirkt.⁴

Wie in den USA gibt es auch in Deutschland drei Arten von Insolvenzverfahren: Sanierung (*Chapter 11 reorganization*), Liquidierung (*Chapter 7 liquidation*) und Übertragung (*going concern*). Die in den Ablauf verwickelten Akteure unterscheiden sich allerdings grundlegend. In Deutschland wird die Unternehmensführung in jedem Fall an einen Insolvenzverwalter übertragen, wohingegen in den USA nur im Rahmen des *Chapter 7* die Kontrolle an einen Treuhänder übergeben wird. Bei einer Restrukturierung verbleibt das Management im Amt und hat das exklusive Recht, einen Restrukturierungsplan vorzulegen. Aus diesem Grunde gilt das US-amerikanische Insolvenzrecht als manipulationsanfälliger. Das deutsche Insolvenzrecht wird aufgrund geringer Einflussnahme der Gerichte und des Managements im Vergleich zum amerikanischen als nicht interventionistisch angesehen.⁵

Es bleibt festzuhalten, dass sich beide Rechtssysteme zwar in ihrem Grundgerüst ähnlich sind, die Ausführung und Intentionen jedoch äußerst verschieden sind. Demnach steht im deutschen Insolvenzrecht die Durchsetzung der Interessen der Gläubiger im Vordergrund, wohingegen im US-amerikanischen Insolvenzrecht die Intentionen hauptsächlich darin bestehen, das Unternehmen vor der Vollstreckungsmacht der Gläubiger zu schützen.⁶

Die hier beschriebenen Unterschiede machen bereits deutlich, dass Aussagen auf Basis theoretischer Modelle oder empirischer Untersuchungen in der Regel nicht von einem Rechtssystem in das andere übertragen werden können. Die nachfolgenden Betrachtungen fokussieren sich auf das US-amerikanische Insolvenzrecht, da hier eine breitere Basis an Forschungsarbeiten vorhanden ist.

³ HESS (2007), S. 22.

⁴ ROSS et. al. (2007), S. 796f.

⁵ JOSTARNDT; SAUTNER (2009), S. 2f.

⁶ HERZIG (2000), S. 98ff.

2.1.2 Von finanzieller Notlage zur Insolvenz

Der Begriff der finanziellen Notlage (*financial distress*) kennzeichnet die Situation, die zur Auslösung eines Insolvenztatbestands führen kann und bezeichnet somit eine potentielle Vorstufe der Insolvenz. Eine finanzielle Notlage tritt ein, wenn das operative Geschäft je nach Höhe der finanziellen Rücklagen über einen mehr oder weniger langen Zeitraum nicht kostendeckend verläuft.⁷ Die Ausprägungen einer solchen Situation sind meist vielfältig, weshalb eine universelle Bestimmung der Indikatoren dem Sachverhalt nicht gerecht wird. Die häufigsten Begleiterscheinungen sind beispielweise die Schließung von Produktionsstätten, ausbleibende Dividendenzahlungen, sinkende Aktienkurse, Emission von hochverzinsten Anleihen oder der Verkauf von Immobilien und Unternehmensteilen.⁸ Entscheidend für die weitere Betrachtung ist, ob es dem Unternehmen gelingt, aus eigener Kraft wieder gewinnbringend zu wirtschaften oder ob Gläubiger und Gerichte für eine Lösung mit einbezogen werden müssen. Nach einer Studie von Gilson, John und Lang (1990) schafft es etwa die Hälfte der insolvenzbedrohten Unternehmen, sich eigenständig aus der finanziellen Notlage zu befreien. Der anderen Hälfte bleibt nur die Möglichkeit, ihre Verbindlichkeiten in Verhandlungen mit den Gläubigern neu zu strukturieren oder ein gerichtliches Insolvenzverfahren einzuleiten.⁹

2.2 Vorstellung und Kategorisierung verschiedener Modelle

Das Verhalten von Unternehmen bei der Wahl zwischen außergerichtlicher Wiederverhandlung und gerichtlichem Insolvenzverfahren wird in einer Reihe von Modellen und empirischen Studien untersucht. Den meisten empirischen Studien liegt eine weitestgehend analoge Vorgehensweise zugrunde. Die Datenbasis bilden Unternehmensinsolvenzen in einem bestimmten Finanzsystem, die innerhalb eines festgelegten Beobachtungszeitraums stattgefunden haben. Dabei gehen die Autoren bei diesen Verfahren in der Regel strukturprüfend vor, indem sie einzelne Hypothesen theoretischer Modelle aufgreifen und anhand geeigneter Kriterien testen, ob die jeweilige Hypothese durch die erhobenen Beobachtungswerte bestätigt werden kann. Teilweise gelingt es ihnen aber auch, neue Zusammenhänge zu entdecken. Gilson, John und Lang (1990) zeigen beispielsweise, dass Unternehmen mit einem relativ hohem Anteil an Bankschulden und immateriellem Vermögen deutlich bessere Chancen auf eine erfolgreiche außergerichtliche Restrukturierung aufweisen.¹⁰ Umgekehrt zeigen Franks und Torous (1989), dass Unternehmen mit differenzierter Kapitalstruktur auch höhere ge-

⁷ WRUCK (1990), S. 425.

⁸ ROSS et. al. (2007), S. 793f.

⁹ GILSON et. al. (1990), S. 316.

¹⁰ GILSON et. al. (1990), S. 327ff.

richtliche Restrukturierungskosten hinnehmen müssen.¹¹ Beide Ergebnisse korrespondieren mit der Theorie von Jensen (1989), nach der sich Unternehmen hauptsächlich aufgrund ihrer Kapitalstruktur und Vermögenszusammensetzung für private oder gerichtliche Verfahren entscheiden.¹² Nach James (1996) spielt auch die Bereitschaft der Banken zum Schuldenerlass eine essentielle Rolle für den Erfolg außergerichtlicher Verhandlungen.¹³ In vielen theoretischen Modellen wird die Erklärung des Entscheidungsverhaltens unmittelbar mit der Analyse der Effizienz des geltenden Insolvenzrechts verbunden. In diesem Zusammenhang gibt es zwei grundlegend verschiedene Sichtweisen: Die erste ist auf Haugen und Senbet (1978) zurückzuführen, die der Auffassung sind, dass außergerichtliche Wiederverhandlungen ein perfektes Substitut zu gerichtlichen Restrukturierungsverfahren wie *Chapter 11* darstellen. Die Basis ihrer Argumentation liefert das bekannte Coase-Theorem: Demnach könnten in privaten Wiederverhandlungen stets optimale Allokationspunkte gefunden und die bei Insolvenzverfahren anfallenden Gerichtskosten eingespart werden.¹⁴ Allerdings wird in dieser Sichtweise völlig davon abstrahiert, dass diese Verhandlungen ohne gerichtliche Aufsicht auch scheitern können und dass Wiederverhandlungen mit einer großen Anzahl an Gläubigern nahezu unmöglich erscheinen. Die zweite Sichtweise wird im Wesentlichen von Vertretern aus der rechtswissenschaftlichen Literatur angeführt. Nach Baird (1986) seien außergerichtliche Wiederverhandlungen aufgrund sogenannter „*holdout problems*“¹⁵ stets ineffizient.¹⁶ Das grundlegende theoretische Modell von Bulow und Shoven (1978), das diese Ansicht aufnimmt, schließt Wiederverhandlungen daher kategorisch aus und thematisiert nur die Auswahl eines der gerichtlichen Insolvenzverfahren.¹⁷ In einem weiterführenden Modell lockert White (1994) diese strikte Annahme wieder auf und thematisiert privat geführte Wiederverhandlungen als einen dem gerichtlichen Verfahren vorgeschalteten Prozess. Betroffene Unternehmen kommen demnach nur in ein gerichtliches Insolvenzverfahren, wenn sie sich aufgrund ihrer Situation gegen private Wiederverhandlungen entschieden haben oder wenn die Verhandlungen gescheitert sind.¹⁸ Nach Ansicht des Autors könnte diese Herangehensweise somit die Realität zwar stark vereinfacht, aber durchaus zutreffend abbilden. Dies soll daher in Kapitel 3 genauer analysiert werden.

¹¹ FRANKS; TOROUS (1989), S. 748ff.

¹² JENSEN (1989), S. 36f.

¹³ JAMES (1996), S. 724f.

¹⁴ HAUGEN; SENBET (1978), S. 383ff.

¹⁵ Das „*holdout*-Problem“ ist auf das sog. Gefangenendilemma zurückzuführen und es beschreibt folgenden Sachverhalt: Angenommen, in einer Wiederverhandlung wird allen Gläubigern ein Angebot unterbreitet, bei dem jeder Gläubiger besser gestellt ist als bei einem Insolvenzverfahren. Wenn nur einzelne Gläubiger ablehnen, müssen diese ausbezahlt werden, damit die Verhandlung nicht scheitert. Der Einzelne hat also den Anreiz, von der für alle besten Lösung abzuweichen, um seinen Gewinn zu maximieren. Wenn alle so denken, scheitern die Verhandlungen und alle werden schlechter gestellt.

¹⁶ BAIRD (1986), S. 130.

¹⁷ BULOW, SHOVEN (1978), S. 437f.

¹⁸ WHITE (1994), S. 268ff.

3. Das Modell von White (1994)¹⁹

„Corporate Bankruptcy as a Filtering Device: Chapter 11 Reorganizations and Out-of-Court Restructurings“

Anhand eines spieltheoretischen Modells werden zunächst die Optionen innerhalb des gerichtlichen Insolvenzverfahrens sondiert. Anschließend wird die Möglichkeit, außergerichtliche Verhandlungen zu führen, in das Modell integriert. Bevor das Modell dargestellt werden kann, ist es allerdings von essentieller Bedeutung, die Unterscheidung zwischen ineffizienten und effizienten insolventen Unternehmen herauszuarbeiten.

3.1 Unterscheidung zwischen ineffizienten und effizienten insolventen Unternehmen

Im Rahmen dieses Modells sind grundsätzlich zwei Typen von Unternehmen zu unterscheiden: Zum Einen wirtschaftlich effiziente Unternehmen, die ihre Geschäftstätigkeit fortsetzen sollten, und zum Anderen wirtschaftlich ineffiziente Unternehmen, die auch nach einer möglichen Restrukturierung keine Aussichten auf Erfolg haben und somit geschlossen werden sollten. Beide Typen sollen im Folgenden näher erläutert werden.

Ineffiziente insolvente Unternehmen

Der Begriff *inefficient failing firms* (IF firms) bezeichnet Unternehmen, die in ihrem Geschäftsmodell dauerhaft unrentabel sind und mit finanziellen Engpässen konfrontiert werden. Abbildung 2 verdeutlicht diesen Zusammenhang.

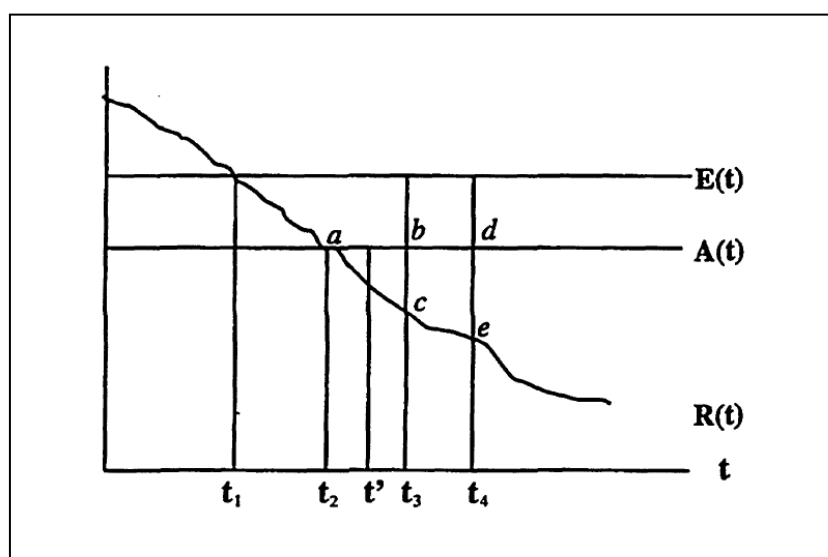


Abbildung 2: Charakteristika von IF firms
(Quelle: White (1994), S. 271)

¹⁹ WHITE, (1994), S. 268 ff.

Die Erlöse des betrachteten Unternehmens $R(t)$ sinken im Zeitablauf, beispielsweise aufgrund von Veränderungen in der Technologie oder den Präferenzen der Nachfrager. Sämtliche Ausgaben des Unternehmens werden unter $E(t)$ zusammengefasst und zur Vereinfachung als konstant angenommen. Ab dem Zeitpunkt t_1 ist das Unternehmen nicht mehr profitabel, da die Erlöse die Kosten nicht decken können ($R(t) < E(t)$). Die Opportunitätskosten $A(t)$ werden vereinfachend als konstant betrachtet und geben an, wie hoch der Erlös ist, der mit der besten alternativen Verwendung der Ressourcen erzielt werden könnte. Die Kosten für die beste Alternative seien gleich hoch wie bei der ursprünglichen Verwendung. Zwischen t_1 und t_2 sind die ursprünglichen Erlöse $R(t)$ größer als die der alternativen Verwendung ($R(t) > A(t)$). Ein Wechsel des Geschäftsmodells führt somit in diesem Zeitraum zu keiner Verbesserung. Ab dem Zeitpunkt t_2 kehrt sich der Sachverhalt allerdings um und es gilt $R(t) < A(t)$. Somit ist Punkt a in obigem Schaubild der kritische Punkt, ab dem ein rationaler Entscheider das Unternehmen entweder liquidieren oder auf die beste Alternative umstellen würde. Geschieht dies nicht, handelt es sich fortan um eine *IF firm*. Die Gründe für ein Beharren können vielfältig sein. Die Umstellung auf die beste Alternative könnte beispielsweise zusätzliche (einmalige) Kosten verursachen, für die keine finanziellen Mittel zur Verfügung stehen, oder die vorhandenen Ressourcen sind so speziell, dass sie nur schwer anderweitig verwendet werden können. Desweiteren könnten persönliche Eigenschaften der Geschäftsführung (emotionale Verbundenheit, Sturheit) die Liquidation beziehungsweise alternative Ressourcenverwendung blockieren.

Zunächst sei angenommen, das Management einer *IF firm* habe bei unterlassener Investition in die Umrüstung nur noch die Möglichkeit der Liquidation nach *Chapter 7*. Das Unternehmen wird dabei erst in t_3 geschlossen, da das Management angesichts des Verlusts seiner Weisungsbefugnisse an einen Treuhänder im Rahmen des *Chapter 7* den Anreiz besitzt, das Verfahren möglichst lange hinauszuzögern. Hierbei entsteht ein Wohlfahrtsverlust in Höhe der Differenz von $A(t)$ und $R(t)$ zwischen t_2 und t_3 . In Abbildung 2 ist dieser zu finden im Dreieck abc (D_{abc}). Hinzu kommen die Transaktionskosten der Liquidation C_L . Der gesamte Wohlfahrtsverlust beträgt somit $D_{abc} + C_L$.

Nun hat das Management neben der Liquidation nach *Chapter 7* auch die Möglichkeit, sich für ein Restrukturierungsverfahren im Rahmen des *Chapter 11* zu entscheiden. Hierbei werden auch *IF firms* – zumindest kurzfristig – verschont, obwohl sie noch immer wirtschaftlich ineffizient sind. Angenommen, das betrachtete Unternehmen wird erfolgreich restrukturiert und kann den Betrieb bis zum Zeitpunkt t_4 aufrechterhalten. Der Wohlfahrtsverlust besteht somit in der Differenz von $A(t)$ und $R(t)$ zwischen t_2 und t_4 . In Abbildung 2 wird dieser durch das Dreieck ade (D_{ade}) repräsentiert. Hinzu kommen noch zwei Arten von Transaktionskosten: Zum Einen die Kosten der Restrukturierung C_R und zum Anderen die Kosten der Liqui-

dation in t_4 C_L . Der gesamte Wohlfahrtsverlust beträgt in diesem Fall aus $D_{ade} + C_R + C_L$. Die Differenz der Wohlfahrtsverluste bei Liquidation und Restrukturierung bezeichnet White als *type I bankruptcy error*.

$$(D_{ade} + C_R + C_L) - (D_{abc} + C_L) = D_{bcd} + C_R.$$

Die ökonomische Interpretation dieser Gleichung ist, dass ineffiziente Unternehmen unter *Chapter 11* länger und mehr Kosten verursachen als sie es bei Liquidation unter *Chapter 7* täten.

Effiziente insolvente Unternehmen

Als *efficient failing firms (EF firms)* werden Unternehmen bezeichnet, die zwar in finanziellen Schwierigkeiten stecken, jedoch über ein wirtschaftlich effizientes Geschäftsmodell verfügen. Anhand des folgenden Schaubilds können diese Umstände näher betrachtet werden.

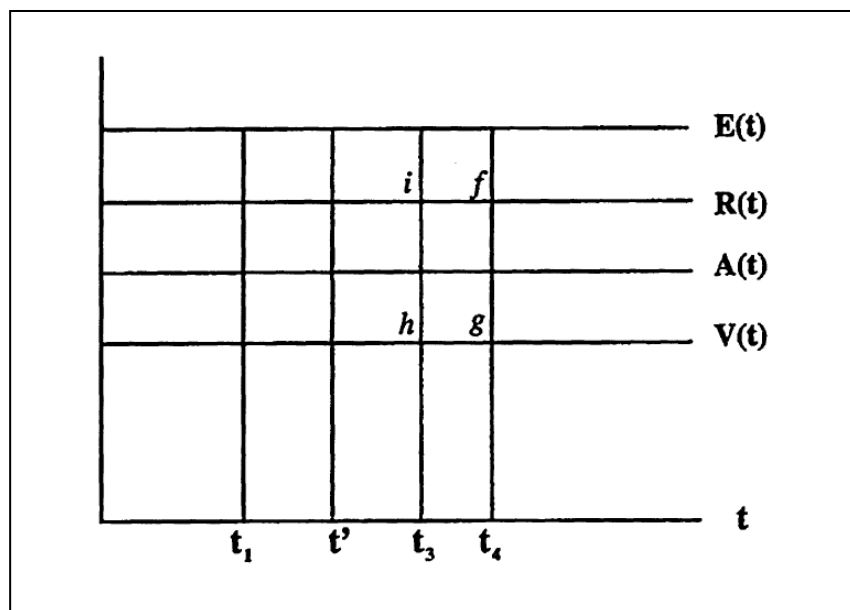


Abbildung 3: Charakteristika von EF firms
(Quelle: White (1994), S. 273)

Analog zu Abbildung 2 werden Kosten unter $E(t)$ kumuliert und die Opportunitätskosten als $A(t)$ bezeichnet, für beide Größen wird zeitliche Konstanz unterstellt. Allerdings ist bei *EF firms* der Erlös $R(t)$ nicht abnehmend, sondern über die Zeit ebenfalls konstant und bleibt somit stets oberhalb von $A(t)$. Es gilt: $E(t) > R(t) > A(t)$. Das Unternehmen ist zwar nicht profitabel, da die Kosten größer sind als der Erlös. Jedoch ist es wirtschaftlich effizient, da die beste alternative Ressourcenverwendung noch weniger Einnahmen bringt als der aktuelle Ressourceneinsatz. Auch die erweiterte Bedingung für wirtschaftliche Effizienz ist hier erfüllt, da die variablen Kosten $V(t)$ unterhalb von $R(t)$ liegen - andernfalls würde mit jeder weiteren

produzierten Einheit der Verlust steigen. Weil es keine bessere Ressourcenverwendung gibt und der Erlös größer ist als die variablen Kosten, sollten Unternehmen dieses Typs also ihre Geschäftstätigkeit fortführen.

Um die Höhe der Wohlfahrtsverluste zu bestimmen, sind wieder zwei denkbare Szenarien zu untersuchen. Zunächst sei angenommen, dass das Unternehmen in t_3 aufgrund einer Liquidation nach *Chapter 7* oder missglückter Restrukturierung nach *Chapter 11* geschlossen werden muss. In diesem Fall hängt die Höhe des Wohlfahrtsverlusts davon ab, ob das Unternehmen seine Geschäftstätigkeit wieder aufnimmt. Angenommen, durch neue Investoren wird das Unternehmen in t_4 neu gegründet. Der Wohlfahrtsverlust setzt sich dann aus der verlorengegangenen Produktionsmenge zwischen t_3 und t_4 – in Abbildung 3 durch das Viereck $fghi$ (D_{fghi}) repräsentiert – und den Transaktionskosten C_L zusammen. Im zweiten Szenario kann das Unternehmen die Restrukturierung nach *Chapter 11* erfolgreich durchlaufen und danach profitabel werden. Der Wohlfahrtsverlust beschränkt sich in diesem Fall auf die Kosten der Restrukturierung C_R . Die Differenz der beiden Wohlfahrtsverluste, $D_{fghi} + C_L - C_R$, wird in diesem Modell als *type II bankruptcy error* bezeichnet, dessen Höhe maßgeblich davon abhängt, wie lange das Unternehmen vor der Neugründung geschlossen bleibt.

Im Folgenden wird schrittweise ein Entscheidungsmodell aufgebaut und erläutert, um das Entscheidungsverhalten der Unternehmen vor dem Hintergrund der Frage nach der Effizienz des US-amerikanischen Insolvenzrechts zu analysieren. Dabei wird davon ausgegangen, dass zwar das Management unterscheiden kann, ob es sich beim eigenen Unternehmen um eine *IF* oder *EF firm* handelt, die Gläubiger und andere Außenstehende allerdings nicht.²⁰

3.2 Insolvenz als Filterinstrument – Das Modell

In diesem Abschnitt werden die Entscheidungsalternativen des Managements und die der Gläubiger mithilfe eines spieltheoretischen Modells analysiert. In Unterabschnitt 3.2.1 gibt es zunächst nur die Möglichkeit, zwischen gerichtlichen Insolvenzverfahren zu wählen. Die Option, vorher außergerichtliche Verhandlungen mit den Gläubigern zu führen, wird anschließend in Unterabschnitt 3.2.2 eingeführt.

²⁰ In der Praxis kann häufig auch das Management nicht ermitteln, ob es sich beim eigenen Unternehmen um eine *EF* oder *IF firm* handelt. Die wesentliche Problematik besteht darin, dass zukünftige Daten nur grob geschätzt und dass die Opportunitätskosten häufig nicht zutreffend ermittelt werden können.

3.2.1 Die Entscheidung zwischen Chapter 7 und Chapter 11

Das grundlegende spieltheoretische Modell ist in Abbildung 4 dargestellt. Der Ursprung N umfasst die Gesamtheit aller insolventen Unternehmen. Diese gehören mit der Wahrscheinlichkeit γ zu Typ *EF* und mit $(1-\gamma)$ zu Typ *IF*. Die Wahrscheinlichkeitsverteilung ist für die Berechnung der erwarteten *payoffs* der Gläubiger relevant und beeinflusst somit auch den Entscheidungsraum des Managements.

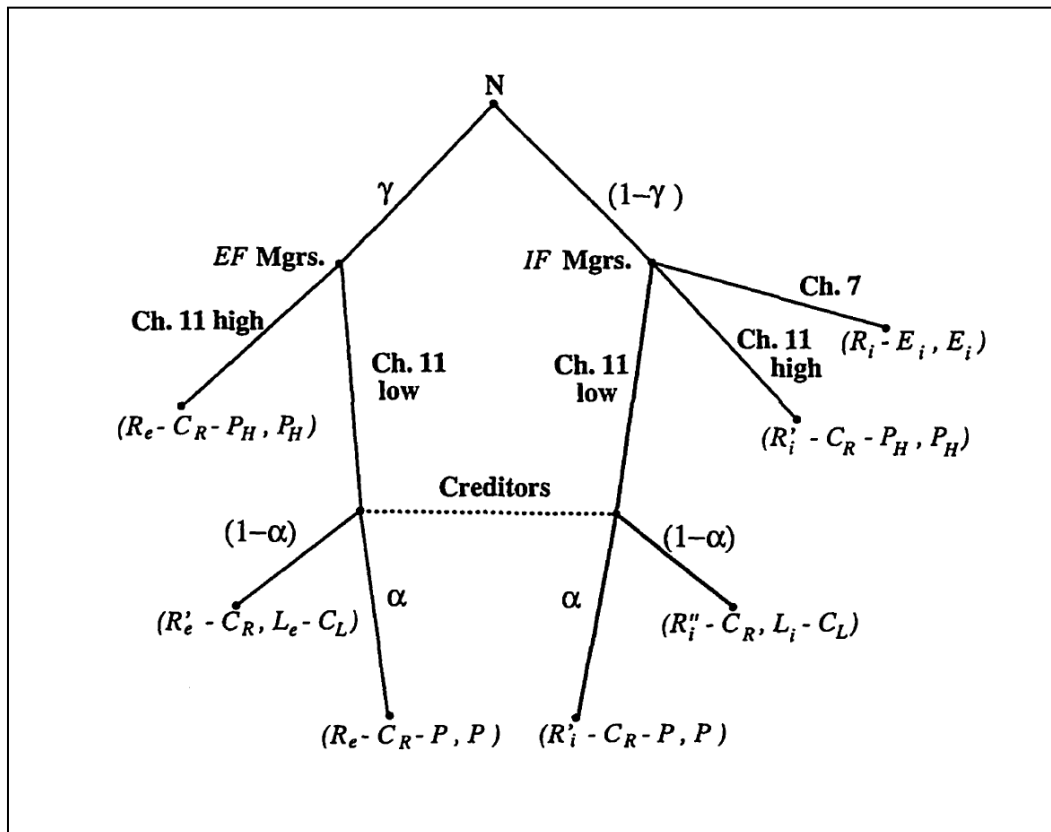


Abbildung 4: Spieltheoretisches Modell der Entscheidungsfindung
(Quelle: White (1994), S. 278)

Grundsätzlich gibt es für die betrachteten Unternehmen drei Möglichkeiten. Sie können die Liquidation nach *Chapter 7* initiieren oder eine Restrukturierung mit hohen oder niedrigen Rückzahlungen an die Gläubiger beantragen. Gläubiger können diesen Plänen zustimmen oder sie ablehnen. Im Folgenden werden das Verhalten des Managements von *EF firms* und von *IF firms* sowie die Reaktion der Gläubiger analysiert.

Management von *EF firms*

Es wird davon ausgegangen, dass die Option auf Liquidation nach *Chapter 7* für Manager von *EF firms* nicht infrage kommt, da sie dadurch die Kontrolle über das Unternehmen verlie-

ren. Wie in Abbildung 3 dargestellt, legen sie in jedem Fall einen Restrukturierungsplan nach *Chapter 11* vor – entweder mit hoher oder mit niedriger Rückzahlungsleistung. Dabei ist das Ziel des Managements, den Unternehmenswert unter Beachtung der Reaktion der Gläubiger zu maximieren.

Betrachten wir zunächst den Fall, dass das Management einen Restrukturierungsplan mit hoher Rückzahlungsleistung vorlegt. Dieser Rückzahlungsbetrag – P_H in Abbildung 4 – sei exogen bestimmt und gerade hoch genug, um die Gläubiger davon zu überzeugen, dass es sich um ein Unternehmen vom Typ *EF* handelt. *IF firms* können *EF firms* somit nicht mehr imitieren. Gläubiger werden also jedem Plan mit hoher Rückzahlungsleistung zustimmen, da sie wissen, dass es sich beim Unternehmen um eine *EF firm* handeln muss. Der *payoff* des Unternehmens setzt sich aus den zukünftigen Erlösen R_e abzüglich der Transaktionskosten C_R und der vereinbarten Rückzahlung P_H zusammen. Es gilt: $R_e - C_R - P_H$, wobei $R_e - C_R - P_H > 0$. Der *payoff* der Gläubiger beträgt P_H .

Die zweite Option für Manager von *EF firms* ist, einen Restrukturierungsplan mit niedriger Rückzahlungsleistung vorzuschlagen. Hierbei ist der Rückzahlungsbetrag $P < P_H$, wodurch *EF firms* nicht mehr von *IF firms* separiert werden – es entsteht ein *pooling*-Gleichgewicht. Im Gegensatz zu P_H kann P jedoch endogen bestimmt werden. Der *payoff* des Unternehmens ist von der Reaktion der Gläubiger abhängig. Akzeptiert der Gläubiger den Plan, so erhält er P und das Management $R_e - C_R - P$. Wegen $P < P_H$ ist der *payoff* des Managements größer als bei Restrukturierung mit hoher Rückzahlungsleistung. Wenn die Gläubiger den Plan jedoch ablehnen, wird angenommen, dass das Management in absehbarer Zeit abgesetzt und das Unternehmen verkauft wird. Die zukünftigen Erlöse in diesem Fall seien somit definiert als $R'_e < R_e$. Der *payoff* der Gläubiger ist der Liquidationserlös abzüglich der Transaktionskosten, $L_e - C_L$. Somit ist der *payoff* des Unternehmens in Abhängigkeit der Entscheidung der Gläubiger entweder kleiner oder größer als der sichere *payoff* bei Restrukturierung mit hoher Rückzahlung. Ob der Gläubiger zustimmt oder ablehnt, sei durch die Wahrscheinlichkeit α für Zustimmung und $(1 - \alpha)$ für Ablehnung definiert. Für das Management ergeben sich somit folgende strategischen Implikationen:

Die Restrukturierung mit niedriger Rückzahlungsleistung wird angeboten, wenn

$$\alpha (R_e - C_R - P) + (1 - \alpha) (R'_e - C_R) > R_e - C_R - P_H.$$

Dreht sich das Ungleichheitszeichen um, wird die hohe Rückzahlungsleistung angeboten; bei Gleichheit wird eine gemischte Strategie verfolgt.

Management von IF firms

Manager von *IF firms* könnten sich neben den beiden alternativen Restrukturierungsmaßnahmen auch für eine Liquidation nach *Chapter 7* entscheiden.

Zunächst wird das Szenario untersucht, in dem das Unternehmen so lange wie möglich operiert und schließlich ohne Restrukturierungsversuch liquidiert wird. R_i repräsentiere die kumulierten Einnahmen des Unternehmens, die seit der Entscheidung für die Liquidation erwirtschaftet wurden. Es wird davon ausgegangen, dass zwischen der Entscheidung und dem Inkrafttreten der Liquidation eine gewisse Zeitspanne liegt, da das Management den Anreiz hat, die Liquidation so lange wie möglich hinauszuzögern. Die während dieser Zeit tatsächlich anfallenden Kosten $E(t)$ können nur zu einem Teil gedeckt werden. Die Gläubiger erhalten also während dieser Zeit nur den Teil $E_i < E(t)$. Der *payoff* des Managements beträgt somit $R_i - E_i$, die Auszahlung der Gläubiger beträgt E_i . Da das Management das Unternehmen gewissermaßen „ausbluten“ lässt, wird angenommen, dass das liquidierte Vermögen den Gläubigern keine Einkünfte mehr bringt und gerade ausreicht, um die Transaktionskosten C_L zu decken.

Alternativ können die Manager einen Restrukturierungsplan vorlegen und dabei auch zwischen einer niedrigen und einer hohen Rückzahlungsleistung wählen. Im ersten Fall wird das Unternehmen auch bei erfolgreicher Restrukturierung geschlossen, da es sich nach wie vor um eine *IF firm* handelt. Je nachdem wie die Reaktion der Gläubiger ausfällt – Akzeptanz oder Ablehnung des Plans – fällt der *payoff* des Managements entweder höher oder niedriger aus als bei direkter Liquidation nach *Chapter 7*. Einen Restrukturierungsplan mit hoher Rückzahlung werden Manager von *IF firms* allerdings niemals vorlegen, da ihr *payoff* bei dieser Option stets kleiner ist als der *payoff* bei Liquidation. Es gilt: $R'_i - C_R - P_H < R_i - E_i$. Analog zum Verhalten von *EF firms* können *IF firms* somit auch zwischen einem sicheren *payoff* (Liquidation) und einem riskanten *payoff* (Restrukturierung mit niedriger Zahlung) auswählen. Die strategische Entscheidung des Managements hängt somit davon ab, ob folgende Ungleichung erfüllt ist:

$$\alpha (R'_i - C_R - P) + (1 - \alpha) (R''_i - C_R) > R_i - E_i.$$

Der linke Teil der Ungleichung stellt den erwarteten *payoff* bei Restrukturierung mit niedriger Rückzahlung unter Berücksichtigung der erwarteten Reaktion der Gläubiger dar. Ist dieser größer als der sichere *payoff* bei Liquidation auf der rechten Seite, so wählt das Management die Restrukturierung et vice versa. Bei Gleichheit verfolgt es eine gemischte Strategie.

Zentrale Ergebnisse

Unter Einbeziehung der Reaktion der Gläubiger und jeweils drei strategischer Optionen der beiden Unternehmenstypen sind neun strategische Kombinationen denkbar. Um die Effizienz des US-amerikanischen Insolvenzrechts zu untersuchen, müssten nun all diese Zustände genauer betrachtet werden. Im Rahmen dieser Seminararbeit steht jedoch nicht eine solche Analyse im Vordergrund, sondern lediglich die in diesem Abschnitt besprochenen Voraussetzungen und Entscheidungen, die in ihrem Zusammenspiel zu den verschiedenen Konstellationen führen. Allerdings sei kurz angemerkt, dass es nur in einer dieser Konstellationen zu einem separierenden Gleichgewicht kommt: wenn nämlich eine *EF firm* den Anreiz hat, einen Restrukturierungsplan mit hoher Rückzahlung vorzuschlagen. Da diese Rückzahlung zu hoch für *IF firms* ist, wissen die Gläubiger, dass es sich um eine *EF firm* handeln muss. *IF firms* bleibt keine Alternative; sie werden nach *Chapter 7* liquidiert.

Zusammenfassend bleibt festzuhalten, dass die Entscheidungen des Managements erstens von der innerbetrieblichen Situation – ob *EF* oder *IF firm* – und zweitens vom Verhalten der anderen insolventen Unternehmen sowie der erwarteten Reaktion der Gläubiger bestimmt werden. Wie in diesem Abschnitt gezeigt wurde, handeln Manager bzw. Eigentümer dabei stets mit dem Ziel, den unternehmerischen bzw. persönlichen Gewinn zu maximieren. Auch die Effizienz des geltenden Insolvenzrechts spielt eine indirekte Rolle bei der Entscheidungsfindung. Unter einem vollkommen effizienten Insolvenzrecht käme es in jeder Konstellation zu einem separierenden Gleichgewicht. Das Management müsste somit stets seinem Unternehmenstyp entsprechend entscheiden und Gläubiger wären folglich stets sicher, welcher Typ vorliegt. Da es aber nur in einer Konstellation zum separierenden Gleichgewicht kommt, haben Manager in den übrigen Fällen die Möglichkeit, bei ihren Entscheidungen geschickt zu laviere und somit ihren Gewinn zu maximieren.

3.2.2 Außergerichtliche Wiederverhandlungen als Filterinstrument

Bei einer außergerichtlichen Restrukturierung verfolgen Gläubiger und Schuldner das Ziel, das Unternehmen vor der Insolvenz zu bewahren, und handeln in privatem Rahmen Rückzahlungsziele, –beträge und Kreditzinsen neu aus. Die Vorteile hierbei sind, dass zum Einen die Transaktionskosten der Restrukturierung deutlich geringer sind und zum Anderen das operative Geschäft nicht so stark und langanhaltend gestört wird. Allerdings besteht für das betroffene Unternehmen der Nachteil, dass es bei den Verhandlungen nicht unter dem gerichtlichen Gläubigerschutz steht und somit an Verhandlungsmacht verliert. Dennoch wird davon ausgegangen, dass alle betrachteten Unternehmen zunächst versuchen, sich außergerichtlich neu zu ordnen. Die Wiederverhandlungen sind somit dem spieltheoretischen Mo-

dell aus Abbildung 4 vorgeschaltet. Erzielen die Vertragsparteien eine Einigung, so kommt es gar nicht erst zur gerichtlichen Insolvenz. Es wird auch während den Verhandlungen davon ausgegangen, dass die Gläubiger nicht zwischen *EF* und *IF firms* unterscheiden können. Somit ist der Erfolg der Verhandlungen kein Indiz dafür, dass es sich um eine *EF firm* handelt et vice versa. Sowohl *EF* als auch *IF firms* können also erfolgreich wiederverhandeln. Allerdings wird davon ausgegangen, dass *EF firms* „geheilt“ werden können und auf unbestimmte Zeit geschäftstätig bleiben. *IF firms* hingegen werden ineffizient bleiben und schließlich liquidiert. Erfolgreiche Wiederverhandlung führt somit zum selben Ergebnis wie Restrukturierung nach *Chapter 11*. Scheitern die Verhandlungen, so befindet sich das Unternehmen in derselben Situation wie zu Beginn (in Abbildung 4) und muss sich für ein gerichtliches Insolvenzverfahren entscheiden.

Zwar werden bei erfolgreichem Verhandlungsergebnis Gerichtskosten gespart, jedoch hat dies keinen Einfluss auf die Effizienz der gerichtlichen Verfahren. Der Grund hierfür liegt vor allem darin, dass die Gläubiger auch bei der Wiederverhandlung nicht in Erfahrung bringen, ob das Unternehmen vom Typ *EF* oder vom Typ *IF* ist. Bei gescheiterten Verhandlungen besteht somit dieselbe Informationsasymmetrie wie im Fall ohne außergerichtliche Verfahren.

Bei dieser Betrachtung entscheiden sich Unternehmen also nicht für oder gegen außergerichtliche Wiederverhandlungen, sondern durchlaufen sie in einem sequentiellen Prozess, bevor sie bei Scheitern der Verhandlungen doch ein gerichtliches Insolvenzverfahren beantragen müssen. Allerdings wird bei dieser Betrachtungsweise die Kapitalstruktur des Unternehmens völlig ausgeblendet. Beispielsweise kann ein Unternehmen mit sehr vielen verschiedenen Gläubigern oder einem hohen Anteil an Schulden in Form von Anleihen in der Regel nicht wiederverhandeln. White untermauert allerdings, dass ihr Modell auch leicht abgewandelt werden könne, indem sie anführt, dass solche Unternehmen direkt in ein gerichtliches Verfahren einsteigen (vgl. Unterabschnitt 3.2.1). Die Option zur Wiederverhandlung würde entsprechend nur von Unternehmen genutzt, die einen hohen Anteil an Bankschulden oder nur wenige Gläubiger haben. Die anfängliche Annahme, dass alle Unternehmen in jedem Fall zuerst private Verhandlungen führen, kann somit wieder gelockert werden, ohne das Modell grundlegend verändern zu müssen.

4. Fazit

Aus dem Modell von White lässt sich folgern, dass die Entscheidung zwischen privat geführten Wiederverhandlungen und gerichtlichen Insolvenzverfahren als sequentieller Prozess interpretiert werden kann. Zunächst wird eine Entscheidung für oder gegen die Initiierung außergerichtlicher Verhandlungen getroffen. Dabei ist es unerheblich, ob es sich um ein Unternehmen vom Typ *EF* oder vom Typ *IF* handelt. White analysiert allerdings nicht näher, wie dieser Entscheidungsprozess aufgebaut ist, sondern postuliert lediglich eine Abhängigkeit von Art und Anzahl der Gläubiger. Dieser Zusammenhang wird jedoch durch zahlreiche andere wissenschaftliche Arbeiten, insbesondere von Gertner und Scharfstein (1991) und Berkovitch und Israel (1998), untermauert und gilt als unbestritten.^{21,22} Kritisch anzumerken bleibt allerdings das Versäumnis Whites, die Abhängigkeit der Entscheidung über die außergerichtliche Restrukturierung von der Kapitalstruktur ins Modell zu integrieren. Zudem könnten weitere Faktoren einen Einfluss auf die Entscheidung haben. Beispielsweise wird auch die Art der Beziehung zur kreditgebenden Bank eine Rolle spielen. Gegenüber einer *deal banking*-Beziehung mit einem starken Fokus auf Einzeltransaktionen könnten Wiederverhandlungen im Rahmen einer Hausbankbeziehung eine höhere Erfolgswahrscheinlichkeit aufweisen, da sich die Beteiligten aufgrund langanhaltender Beziehungen oft gut kennen und daher kompromissbereiter sind. Zudem können wegen des Vertrauensverhältnisses auch zukünftige Transaktionen Teil der Verhandlungsmasse sein.

Erst nachdem sich das Unternehmen gegen außergerichtliche Wiederverhandlungen entschieden hat oder diese gescheitert sind, wird in einem zweiten Schritt entschieden, ob eine Liquidation nach *Chapter 7* oder Reorganisation nach *Chapter 11* angestrebt werden soll. Bei dieser Entscheidung handelt das Management des Unternehmens unter Annahme asymmetrischer Informationen gewinnmaximierend und trifft seine Entscheidungen in Abhängigkeit der erwarteten Reaktionen der Gläubiger sowie der anderen Unternehmen. Im Rahmen des US-amerikanischen Insolvenzrechts erscheint diese Prämisse als durchaus zutreffend. Allerdings wird dabei auch klar, dass Whites spieltheoretisches Modell keinesfalls auf das deutsche Insolvenzrecht übertragbar ist, da das Management hier mit Eintritt in das Insolvenzverfahren die Kontrolle über das Unternehmen verliert und durch einen Insolvenzverwalter ersetzt wird. In Deutschland könnten Manager in diesem Modell nur gewinnmaximierend handeln, indem sie das Insolvenzverfahren hinauszögern, um länger im Amt zu bleiben. Ein solches Verhalten wird allerdings gesetzlich unterbunden, was zugleich bewirkt, dass die Einleitung privater Wiederverhandlungen zeitlich tatsächlich vor der Entstehung eines Insolvenztatbestands angesiedelt sein muss.

²¹ GERTNER; SCHARFSTEIN (1991), S. 1190f.

²² BERKOVITCH; ISRAEL (1998), S. 2.

Desweiteren lässt sich anführen, dass die essentielle Unterscheidung zwischen *EF firms* und *IF firms* nicht praktikabel ist. Auf die Problematik der prognostizierten Daten und der Bestimmung der Opportunitätskosten wurde bereits hingewiesen. Dennoch lassen sich nach Ansicht des Autors beide Typen auch in der Praxis grundsätzlich – wenn auch nicht für jeden Einzelfall – voneinander unterscheiden. Dies lässt sich beispielhaft an Insolvenzfällen aus der jüngeren Vergangenheit illustrieren. So könnte die Firma Märklin als *IF firm* bezeichnet werden: Die Firma hat im Zeitalter elektronischer Unterhaltungsindustrie schlichtweg kein zeitgemäßes Geschäftsmodell mehr vorzuweisen. Auf anhaltende Umsatzrückgänge wurde nicht in effizienter Weise reagiert. Die beste alternative Ressourcenverwendung hätte in diesem Fall der Einstieg in die moderne Spielzeugindustrie sein können. Als Beispiel für eine *EF firm* kommt andererseits ein Automobilhersteller wie General Motors infrage: Andere Hersteller beweisen, dass es möglich ist, profitabel und in großem Stil Kraftfahrzeuge herzustellen. Die alternative Ressourcenverwendung wird für dieses Unternehmen nicht höher sein als die jetzige. Durch eine erfolgreiche Restrukturierung kann durchaus ermöglicht werden, wieder gewinnbringend zu wirtschaften.

Abschließend lassen sich aus den gewonnenen Erkenntnissen folgende Handlungsempfehlungen für den Unternehmer beziehungsweise Manager ableiten: Im Falle drohender Insolvenz ist zunächst in Abhängigkeit der Differenziertheit der Gläubigerstruktur zu ermitteln, ob außergerichtliche Wiederverhandlungen grundsätzlich möglich sind. Ist das der Fall, sollte diese Option auf jeden Fall genutzt werden, da somit Gerichtskosten gespart werden können und das operative Geschäft nicht beeinträchtigt wird. Ist es nicht möglich, mit den Gläubigern außergerichtlich zu verhandeln, oder für den Fall, dass die Verhandlungen gescheitert sind, ist das weitere Verhalten davon abhängig, ob das eigene Unternehmen vom Typ *IF* oder vom Typ *EF* ist. Dementsprechend ergeben sich die in Kapitel 3.2.1 herausgearbeiteten strategischen Implikationen für das Verhalten innerhalb des gerichtlichen Insolvenzverfahrens.

Literaturverzeichnis

BAIRD, DOUGLAS G.: The uneasy case for corporate reorganization, in: Journal of Legal Studies 15, 1986, S. 127 - 147.

BERKOVITCH, ELAZAR; ISRAEL, RONEN: The Bankruptcy Decision and Debt Contract Renegotiations, in: European Finance Review 2, 1998, S. 1-27.

BULOW, JEREMY; SHOVEN, JOHN: The bankruptcy decision, in: Bell Journal of Economics 9, 437-456.

FRANKS, JULIAN R.; TOROUS, WALTER N.: An empirical investigation of US firms in reorganization, in: Journal of Finance 44, 1989, S. 747-769.

GERTNER, ROBERT; SCHARFSTEIN, DAVID: A theory of workouts and the effects of reorganization law, in: Journal of Finance 45, 1991, S. 1189-1222.

GILSON, STUART C.; JOHN, KOSE; LANG, LARRY H.P.: An empirical study of private reorganization of firms in default, in: Journal of Financial Economics 27, 1990, S. 315 - 353.

HERZIG, DIRK: Das Insolvenzplanverfahren: eine schwerpunktmäßige Untersuchung aus praktischer Sicht unter dem Gesichtspunkt der Zeitkomponente mit rechtsvergleichender Betrachtung des Reorganisationsverfahrens nach Chapter 11 des Bankruptcy Code, Europäische Hochschulschriften, Frankfurt am Main et. al. 2000.

HESS, HARALD: Insolvenzrecht, C.F. Müller, Heidelberg et. al. 2007.

HAUGEN, RICHARD A.; SENBET, LEMMA W.: The insignificance of bankruptcy costs to the theory of optimal capital structure, in: Journal of Finance 33, 1978, S. 383-393.

HEGE, ULRICH: Workouts, Court-Supervised Reorganization, and the Choice Between Private and Public Debt, in: Journal of Corporate Finance vol. 9, issue 2, 2003, S. 233-269.

JAMES, CHRISTOPHER: Bank debt restructurings and the composition of exchange offers in financial distress, in: Journal of Finance 51, 1996, S. 711-728.

JENSEN, MICHAEL C.: Active Investors, LBO's and Privatization of Bankruptcy, in: Journal of Applied Corporate Finance 2, 1989, S. 35-44.

JOSTARNDT, PHILIPP; SAUTNER, ZACHARIAS: Out-of-Court Restructuring versus Formal Bankruptcy in a Non-Interventionist Bankruptcy Setting, in: Review of Finance, Online-Publikation, 2009.

ROSS, STEPHEN A.; WESTERFIELD, RANDOLPH W.; JAFFE, JEFFREY F.: Corporate Finance, McGraw-Hill/Irwin, Boston et. al. 2007.

WHITE, MICHELLE C.: Corporate Bankruptcy as a filtering Device: Chapter 11 Reorganizations and Out-of-Court Debt Restructurings, in: Journal of Law, Economics and Organization 10, 1994, 268-295.

WRUCK, KAREN: Financial Distress: Reorganization and Organization Efficiency, in: Journal of Financial Economics 27, 1990, S. 419-444.