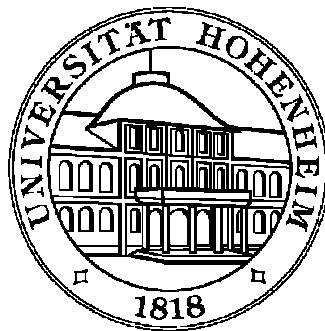


Universität Hohenheim
Institut für Betriebswirtschaftslehre
Lehrstuhl für Bankwirtschaft und Finanzdienstleistungen



The Role of Banks in the Restructuring Process

Im Rahmen des Seminars **CORPORATE RESTRUCTURING**

Eingereicht am Fachgebiet Bankwirtschaft
Prof. Dr. Hans-Peter Burghof

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis.....	I
1 Einleitung.....	1
2 Das Modell von Dorothea Schäfer	3
2.1 Modellbeschreibung.....	4
2.2 Ergebnisse und Anwendung des Modells	6
3 Das Modell von Christopher James	9
3.1 Modellbeschreibung.....	11
3.2 Ergebnisse und Anwendung des Modells	14
4 Fachkritische Gegenüberstellung der Modelle	16
5 Zusammenfassung der Ergebnisse und Ausblick	17
Literaturverzeichnis	III

1 Einleitung

Im Zuge einer erforderlichen immer neuen Ausrichtung von Banken in einem sich ständig wechselnden wirtschaftlichen Umfeld, spielen gerade in Zeiten von Krisen Restrukturierungsmaßnahmen für Banken eine entscheidende Rolle.

Betrachtet man den Begriff des „Corporate Restructuring“ ist es zunächst erforderlich zwischen Restrukturierungsmaßnahmen, dem Restrukturierungskonzept und dem Restrukturierungsinstrument zu unterscheiden. Der Schwerpunkt von Restrukturierungsmaßnahmen liegt hierbei auf allgemeinen Restrukturierungstransaktionen und das Restrukturierungskonzept entspricht hinsichtlich Zielsetzungen und Organisation einer klassischen Corporate Restructuring-Maßnahme (vgl. Achleitner/Wahl 2003, S. 8). Als Aufgaben des Corporate Restructuring nach Vance (2009) sind allgemein die Problemdiagnostizierung, das Identifizieren und das Implementieren von Lösungen zu nennen. Zudem gilt es die Ressourcen zu finden, die das Unternehmen am Leben halten, bis die Restrukturierung greift (vgl. Vance 2009, S. 3). Die Theorie und Praxis des Corporate Restructuring geht jedoch nicht zwingend von der Annahme aus, dass Unternehmen Restrukturierungen lediglich in Krisenzeiten nutzen (vgl. Löffler 2001, S. 4). Für Unternehmen bieten sich auch durchaus Möglichkeiten sich durch Corporate Restructuring an veränderte Rahmen- und Umweltbedingungen anzupassen.

Corporate Restructuring i.w.S.		
Management Restructuring	Ownership Restructuring	
Organizational Restructuring	Financial Restructuring (Indirect Ownership Restructuring)	Portfolio Restructuring (Direct Ownership Restructuring)
<ul style="list-style-type: none"> • Reorganisation der unternehmensinternen Prozessorganisation. • Veränderungen in der unternehmensinternen Organisation. • Bsp.: Schaffung von Management Teams, (De-) Zentralisierungen, Rationalisierungen, Outsourcing. 	<ul style="list-style-type: none"> • Umstrukturierung der Kapitalstruktur eines Unternehmens. • Veränderungen des Verhältnisses Eigen- zu Fremdkapital. • Bsp.: Kapitalerhöhungen, Aktienrückkäufe, Leveraged Buy-outs, Debt for Equity Swaps. 	<ul style="list-style-type: none"> • Veränderungen im Beteiligungsportfolio eines Konzerns. • Selektion der Geschäftsbereiche, in denen ein Unternehmen selbstständig tätig ist. • Bsp.: Akquisitionen, Desinvestitionen, Liquidationen. <p>= Corporate Restructuring i.e.S.</p>

Abbildung 1: Bereiche des Corporate Restructuring¹

Wie die obenstehende Abbildung 1 zeigt, ist der Begriff der „Corporate Restructuring“ relativ weit gefasst, daher ist eine Systematisierung notwendig. Die Fachliteratur differenziert die Restrukturierungsmaßnahmen in der Regel nach dem Restrukturierungsgegenstand. Es wird also danach unterschieden, welche Strukturen des Unternehmens verändert werden. Dabei findet eine Abgrenzung zwischen „Organizational Restructuring“, „Financial Restructuring“

¹ Eigene Darstellung in Anlehnung an Achleitner/Wahl (2003, S.10)

und „Portfolio Restructuring“ statt. Während die Maßnahmen des Organizational Restructuring primär die Management- bzw. interne Governance- Struktur eines Unternehmens umfassen, beinhalten Financial- und Portfolio Restructuring hingegen die Umgestaltung der Eigentumsverhältnisse und die Verteilung von Eigentums- und Kontrollrechten. Daher wird Portfolio Restructuring oft auch als „Ownership Restructuring“ bezeichnet (vgl. Achleitner/Wahl 2003, S. 9). Die vorliegende Arbeit zielt vor allem auf das Corporate Restructuring i.w.S. ab, das heißt der Begriff wird relativ allgemein gehalten.

Umgesetzt wird Corporate Restructuring in den USA, aber auch in Deutschland, durch folgende Instrumente (vgl. Achleitner/Wahl 2003, S. 12):

Sell-off: (Teil-) Verkauf von Tochterunternehmen und Geschäftseinheiten

Equity Carve-Out: Börseneinführung von Tochtergesellschaften

Joint Venture: Gründung eines Gemeinschaftsunternehmens mit begrenzter Laufzeit und bestimmtem Zweck

Spin-off: Gegenleistungsfreie Abgabe von Eigentumsanteilen an Tochtergesellschaften an die Aktionäre der Muttergesellschaft

Split-off: Gegenleistungsfreie Abgabe von Eigentumsanteilen an Tochtergesellschaften an die Altaktionäre der Muttergesellschaft, wobei diese sich für Aktien der Mutter- oder Tochtergesellschaft entscheiden müssen

Split-up: Aufspaltung der Muttergesellschaft und gegenleistungsfreie Abgabe von Eigentumsanteilen an den Schwestergesellschaften an die Altaktionäre der Muttergesellschaft

Tracking Stock: Ausgabe mit Geschäftsbereichsaktien mit Gewinnbezugsrechten, aber ohne Eigentumsrechte

In dieser Arbeit soll die Rolle der Banken im Corporate Restructuring Prozess beleuchtet werden. Dazu werden zwei Modelle zur Verdeutlichung herangezogen.

Zum einen wird das Modell von Dorothea Schäfer (2002) vorgestellt. Hiermit wird die Fragestellung beantwortet, warum Banken Restructuring Know-how aufbauen müssen, beziehungsweise welche Rahmenbedingungen für eine Investition in Corporate Restructuring vorliegen müssen.

Zum anderen wird das Modell von Christopher James (1995) herangezogen, das einerseits die Frage aufwirft, wie das Verhältnis bzw. die Wahl zwischen Liquidierung und dem Aufbau von Restructuring Know-how sein sollte und andererseits untersucht, wann es sich für eine Bank lohnt, dieses Know-how aufzubauen. Weitergehend wird hinterfragt, wann es für eine Bank lohnend sein kann sich mit Eigenkapital an einem Unternehmen zu beteiligen. Zudem wird geklärt, ob Unternehmen an Wert verlieren, wenn die Kontrolle im Falle eines Konkurs an die Banken übergeht.

2 Das Modell von Dorothea Schäfer

Dorothea Schäfer (2002) stellt in Ihrem Artikel "Restructuring Know-how and Collateral" (Restrukturierungsexpertise und Kreditsicherheit) dar, wie eine mögliche Involvierung der Banken bei Restrukturierungen und Sanierungen ihrer Kunden aussehen könnte. Manchmal erfordert eine Beziehung zwischen Bank und Kunde auch Restrukturierungsmaßnahmen bei den Kunden selbst. Eine Involvierung der Banken in das Unternehmensmanagement lässt sich somit nicht ausschließen. Diese Managementaktivitäten erfordern jedoch eine gewisse Expertise: „Restructuring Know-how“. Die Frage die sich nun stellt, ist unter welchen Umständen Banken einen Anreiz haben um in dieses Know-how zu investieren. Des Weiteren untersucht Schäfer die Beziehung zwischen externen Kreditsicherheiten und Restrukturierungsexpertise.

Das Investieren in Restructuring Know-how kann als firmenspezifischer Monitoring-Prozess bezeichnet werden, denn es geht darum die Beziehungen zum Unternehmen optimal zu nutzen. Daher ist es für eine optimale Kreditbeziehung wichtig festzustellen, dass die Fähigkeit der Bank besteht ein Unternehmen zu restrukturieren und dieses zu erhalten auch, nachdem das Unternehmen übernommen wurde.

Schäfer bezieht sich auf die auf Verhandlungen basierende Theorie des Kreditvertrages von Hart, Moore (1994), Berglöf und von Thadden (1994) und Bester (1994). Dieser Theorie zufolge beeinflusst die Fähigkeit des Bankiers ein Unternehmen zu führen die zukünftigen Verhandlungen zwischen dem Unternehmer und einem Investor. Somit beeinflussen mögliche Wiederverhandlungen den Kreditvertrag schon im Zeitpunkt des Abschlusses. Weiter ist bei Kreditverträgen das Spannungsfeld zwischen strategischem Konkurs und ineffizienter Liquidation im Falle der Zahlungsunfähigkeit von Bedeutung.

Die Analyse von Schäfer beschreibt genau dieses Spannungsfeld zwischen dem Wunsch den Wert der Vermögensgegenstände zu erhalten und dem Wunsch ein Restructuring Investment zu vermeiden. Dies bestimmt wiederum die Ausgestaltung der Verträge mit (vgl. Schäfer 2002, S. 573).

Aus Sicht Schäfers ist Restructuring Know-how immer profitabel, wenn das Unternehmen eine hohe Einstiegsbeteiligung von der Bank fordert. Im Falle von niedrigem oder moderatem Investment wird nur dann Restructuring Know-how aufgebaut, wenn die Bank den Vertrag determiniert. Schäfers Analyse zufolge gibt es zwei Typen von Banken die nebeneinander existieren: Der erste Typ Bank sorgt sich nicht um eine Restrukturierung. Der zweite Typ übernimmt im Falle eines Konkurses sofort die komplette Kontrolle. Schon Edwards und Fischer (1993) stellten fest, dass es Unterschiede zwischen Banken mit und ohne Restrukturierungsabteilung gibt. Diese Tatsache ist wohl auf unterschiedliche Ansichten bezüglich der Kosten einer Kontrollübernahme durch die Bank zurückzuführen. Weiter stellt Schäfer zunächst fest, dass der Typ Restructuring Bank mehr in einem Marktumfeld zu

finden ist, in dem kleine und mittlere Unternehmen Kredite aufnehmen. Es ist jedoch ebenfalls festzuhalten, dass Restructuring Know-how nicht immer erstrebenswert ist. Hierzu führt Schäfer zwei wichtige Erkenntnisse an. Zunächst sollten externe Sicherheiten weniger attraktiv für die Banken sein, wenn diese Marktmacht genießen. Dem stimmen auch Berger und Udell (1995) zu. Sie unterstellen starken Banken, dass diese nur wenige Sicherheiten benötigen. Als zweiten Punkt führt Schäfer an, dass unabhängig von der Marktstruktur, externe Sicherheiten und Investitionen darauf ausgerichtet sein sollten, den Wert der internen Vermögensgegenstände zu erhalten.² Um diese Ergebnisse zu bestätigen, erlaubt Schäfer im Modell, dass Humankapital sowohl innerhalb als auch außerhalb des Unternehmens investiert werden kann.

2.1 Modellbeschreibung

Das Modell von Schäfer betrachtet zunächst eine risikoneutrale Bank, welche ein profitables jedoch riskantes Projekt mit einer Anfangsinvestition von I finanzieren soll. Der Unternehmer besitzt jedoch keine liquiden Mittel um diese Investition tätigen zu können.

Sofern der Unternehmer das Projekt selbst verwaltet, liefert es eine hohe Rendite in Höhe von X_S mit einer Wahrscheinlichkeit von p und eine niedrige Rendite von X_F mit einer Wahrscheinlichkeit von $1 - p$. Die Renditen sind private Informationen des Unternehmers.

Die Bank erhält die Informationen erst nach der Übertragung der Kontrolle. Zum Zeitpunkt des Auftrags stehen der Bank zwei Optionen zur Verfügung, $k \in \{0, S\}$. Die Bank kann sich entscheiden nur die Finanzierung des Projekts zu übernehmen (Option 0). Dieses verursacht Kosten in Höhe von $(1 - \alpha_i) X_i$, mit $i \in \{s, f\}$ für die Bank, wenn das Recht einer Zwangsvollstreckung ausgeübt werden kann. Die Bank kann jedoch auch zusätzlich den Betrag S investieren um Restructuring Know-how aufzubauen (Option S).

Wie Berglöf (1991) richtig ausführt, erfordert es andere Managementfähigkeiten ein Unternehmen zu führen, das in Not geraten ist und das umstrukturieren werden soll, als ein gesundes Unternehmen zu führen. Die Tatsache veranlasst die Bank Spezialisierungswissen aufzubauen. Der Einfachheit halber wird im Modell angenommen, dass die S-Option die Übernahmekosten für ein wirklich in Not geratenes Unternehmen auf Null senkt. Der Übernahmewert der internen Vermögenswerte wird dann definiert durch $\gamma_S X_F$ mit $\gamma_S > 1$. Durch die Informationssammlung, welche einen wesentlichen Teil der Investitionen in

² Zur weiteren Ausführung vgl. Brunner und Krahen (2000)

Restructuring Know-how darstellt, ist anzunehmen, dass der Kreditnehmer S beobachten kann.

Dem Unternehmer fehlen die liquiden Mittel, jedoch besitzt er eine gewisse Menge W an Privatvermögen. Ob diese Vermögenswerte jedoch als externe Sicherheiten $C \in [0, W]$ verwendet werden können hängt von ihrer Wirkung auf den Überschuss des Projektes ab. Werden die Schulden durch die Verpfändung von Privatvermögen besichert und tritt der Konkursfall ein übernimmt die Bank die Vermögenswerte des Unternehmens und veräußert die Sicherheiten. Diese Liquidation (von Sicherheiten) verursacht Transaktionskosten von $(1 - \beta)C$. Der Zinssatz wird auf Null festgelegt. Um triviale Fälle auszuschließen geht Schäfer davon aus, dass es sich um einen riskanten Kredit handelt. Mit R wird der Nennwert des Kredits bezeichnet. Diese Annahme impliziert wiederum $R > I > X_f + W$. Darüber hinaus wird angenommen, dass $p\alpha_S X_S + (1 - p)a_f X_f > X_f + W$ (vgl. Schäfer 2002, S. 575f.).

Schäfer stellt diese Zusammenhänge spieltheoretisch dar (vgl. Schäfer 2002, S. 576). In $t = 0$ besteht das Kreditverhalten der Bank aus dem Vertrag (R, C) , dem Aufwand I und den (beobachtbaren) Vorabinvestitionen K . In $t = 1$ wird der Erlös X_S oder X_F realisiert. Im „schlechten“ Zustand X_F , kann das Unternehmen den Vertrag nicht erfüllen. Im Erfolgsfall X_S hat der Unternehmer zwei Möglichkeiten. Er kann entweder R zurückzahlen oder ein Scheitern vortäuschen. Gemischte Strategien sind in diesem Modell ebenfalls zulässig. So kann der Unternehmer mit der Wahrscheinlichkeit $d_K \in [0, 1]$ den Vertrag nicht erfüllen. Wenn letztendlich keine Erfüllung möglich ist, kann die Bank nun entweder die Rückzahlung von X_F reduzieren oder dem betreffenden Unternehmen den Konkurs auferlegen. Im Fall der Reduktion von X_F behält der Eigentümer die Kontrolle über das Projekt und erhält $X_S - X_F - C$ im Falle einer strategischen Zahlungsunfähigkeit und $-C$ im Falle einer monetären Zahlungsunfähigkeit. In diesem Fall verliert der Besitzer sowohl das Projekt als auch die externen Sicherheiten. Die Wahrscheinlichkeit, dass die Bank tatsächlich den Konkurs erzwingt wird mit $b_K \in [0, 1]$ definiert (vgl. Schäfer 2002, S. 576f.).

Zu Beginn nehmen wir $k = 0$ an. In diesem Teil des Spieles gibt es nur ein Gleichgewicht bei gemischten Strategien³. In diesem Gleichgewicht verhält sich der Unternehmer so, dass die Bank indifferent zwischen einer Übernahme und einer Neuverhandlung ist. Das bedeutet für

³ Vgl. hierzu Bester (1994)

das Gleichgewicht des Unternehmens, dass die Wahrscheinlichkeit einer strategischen Zahlungsunfähigkeit wie folgt definiert werden kann:

$$d_0 = \frac{(1-p)(1-\alpha_f)X_f}{p(\alpha_s X_s - X_f)}$$

Die Bank macht nun folglich den Unternehmer indifferent zwischen einer Rückzahlung und einer Nichterfüllung. Dieses Verhalten führt zu

$$b_0 = \frac{R - C - X_f}{X_s - X_f}$$

dieses Gleichgewicht definiert die Wahrscheinlichkeit einer Übernahme.

Im Fall $k = s$ ist die Situation eine andere. Mit Restructuring Know-how ändern sich die Strategien und die Gleichgewichte. Da $\gamma_s \geq 1$ wird die Bank im Fall $l = f$ schwach eine Übernahme vor einer Wiederverhandlung präferieren. Ist allerdings $l = s$ präferiert die Bank eine Übernahme stark, da $\alpha_s X_s > X_f$ ist. Daher ist auch $b_s = 1$ die dominante Strategie der Bank. Eine Übernahme bedeutet jedoch $d_s = 0$, was wiederum $b_s = 1$ induziert. Die Rationalität führt nun zu konstanten Annahmen und die Gleichgewichtstrategien sind daher $d_s = 0$ und $b_s = 1$. Im Falle des Erfolgs, zahlt der Unternehmer R zurück. Wenn das Projekt scheitert, bekommt die Bank sowohl die internen Vermögenswerte des Unternehmens als auch die externen Sicherheiten, sofern diese ex-ante gestellt worden waren. Im Wesentlichen basieren die Annahmen des Modells von Schäfer auf den Annahmen von Bester (1994). Dieser zeigt, dass durch die Investition in Restructuring Know-how keine Neuverhandlungen stattfinden werden. Allerdings mangelt es der Drohung, dass es nie zur Neuverhandlung kommen wird, an Glaubwürdigkeit. Da eine Neuverhandlung zu überlegen wäre, wenn das Projekt nicht erfolgreich ist, muss die Bank ein Instrument benutzen, das ihre Drohung unterstreicht und glaubwürdig macht. Das Restrukturierung Know-how ist genau dieses Instrument. Da es den Engpass einer ineffizienten Übernahme beseitigt und der Bank Glaubwürdigkeit bei ihrer Vorleistung zu verbleiben verleiht (vgl. Schäfer 2002, S. 577).

2.2 Ergebnisse und Anwendung des Modells

Zur Analyse eines optimalen Vertrages betrachtet Schäfer zunächst die beherrschende Stellung der Bank als Voraussetzung für die Darlehensbeschaffung für kleine und mittlere Unternehmen am Markt. In der Analyse wird jedoch herausgestellt, dass die Effizienz der Besicherung von externen Sicherheiten nicht direkt von der Marktstruktur abhängig ist. Die

Verteilung der Marktmacht beeinflusst jedoch indirekt die abgeschlossenen Verträge und deren Sicherheiten (vgl. Schäfer 2002, S. 577f.).⁴

Um den Einfluss einer Marktmacht zu untersuchen konzentriert sich Schäfer im ersten Teil ihrer Analyse zunächst auf Verträge ohne Sicherheiten, also Verträge ohne die Komponente C .

Hierbei werden folgende Behauptungen aufgestellt:

(1) Unabhängig von der Marktmacht investiert die Bank immer in Restructuring Know-how wenn $S < S_{min} \equiv \frac{d_0 W - (1-p)(1-d_0)(1-\gamma_S)X_f}{1-d_0}$.

(2) Wenn jedoch $S \geq S_{max} \equiv d_0 p(X_S - X_F) - (1-\gamma_S)(1-p)X_S$ wird das Know-how niemals aufgebaut werden.

Es kommt also auf das Verhältnis zwischen den Investitionskosten und den gesamten Projekteinnahmen an ($S < S_{min}$) an. In der Realität gibt es allerdings keines dieser Extreme, so befindet man sich meist zwischen den Extremen, dass eine Bank niemals restrukturieren wird und immer Know-how aufbaut (vgl. Schäfer 2002, S. 579f.).

(3) Geht man davon aus, dass $S \in (S_{min}, S_{max})$ ist, finanziert die Bank ein Projekt mit $[\pi < \pi^*, I < I^*]$ indem sie Restructuring Know-how aufbaut, jedoch ausschließlich, wenn sie über den Vertrag selbst bestimmen kann.

Betrachtet man nun die Ausgestaltung des Vertrages an sich, so wird deutlich, dass bei einem Vertrag, den beispielsweise das Unternehmen geprägt hat, die Anfangsinvestition I weniger kritisch als der Reservationsnutzen⁵ π . Dies hat zur Folge, dass die Bank nur einen geringen Anreiz besitzt Restructuring Know-how aufzubauen (vgl. Schäfer 2002, S. 581).

(4) Realisierbare Projekte mit einer Ausgangsinvestition von $I > I^*$ werden ausschließlich von einer „S-Bank“ finanziert, wohingegen Projekte mit $\pi \geq \pi^*$ ausschließlich von einer „0-Bank“ finanziert werden.

Diese realisierbaren Projekte werden durchgeführt. Jedoch bestimmt die Ausrichtung des Vertrags (zum Unternehmen oder zur Bank) ob eine Bank mit oder ohne Restructuring Know-how ein Projekt finanziert. Dies hängt, wie beschreiben, auch von der Ausgangsinvestition I und dem Reservationsnutzen π ab (vgl. Schäfer 2002, S. 582f.).

⁴ Für nähere Ausführungen zum optimalen Vertrag vgl. Schäfer 2002, S.577-579

⁵ Damit Vertrag überhaupt zustande kommt, muss der Erwartungswert des Gesamtnutzens eine gewisse Grenze übersteigen

(5) Auch im dem Fall, wenn sich eine Restructuring Investition nicht vertraglich festschreiben lässt, investiert die Bank in S wann immer ein Unternehmer einen Vertrag anbietet, der Restructuring Know-how erfordert.

Es ist festzustellen, dass Restructuring Know-how eine Möglichkeit ist um einen Moral Hazard zu vermeiden, da das Unternehmen weiß, dass eine Bank über das Know-how verfügt und so einen strategischen Vertragsbruch vermeiden kann. Somit kann die Bank auf lange Sicht ihre Umsätze erhöhen (vgl. Schäfer 2002, S. 583f.).

Im zweiten Teil der Analyse von Schäfer geht es um die Frage der Beziehung zwischen Restructuring Know-how auf der einen und externen Sicherheiten auf der anderen Seite.

Es wird folgende Behauptung formuliert:

- Nimmt man an, dass $\beta < \hat{\beta}_0$ ist die Anzahl der Projekte die mit Restructuring Know-how finanziert wurden negativ abhängig zu β . Dies ist bei jeder Marktstruktur gleichbleibend.
- Für ein gegebenes $\beta < \hat{\beta}_0$ ist die Anzahl der Projekte die mit externen Sicherheiten finanziert werden mit einem Vertrag zu Gunsten der Bank geringer als mit einem Vertrag zu Gunsten des Unternehmens.

Diese Behauptung setzt voraus, dass externe Sicherheiten und Restructuring Know-how Substitute sind. Der Bewertungsparameter β ist negativ vom Wert des Kredites R abhängig.

Das Signal der damit verbundenen Auswirkungen von R auf die Wahrscheinlichkeit einer strategischen Nichterfüllung und einer ineffizienten Übernahme ist jedoch positiv. Daher versucht die Bank ihre Informationen über die externen Sicherheiten aufzubessern. Dies reduziert die Wahrscheinlichkeit einer ineffizienten Übernahme und lässt den Gewinn des Projekts steigen. Wenn der Bewertungsparameter β sinkt, zeigt sich die dargestellte Wirkung in die andere Richtung. Dies ist der Grund dafür, dass Verpfändungen von externen Sicherheiten in der Praxis weniger oft beobachtet werden können (wenn die Banken eine entsprechend starke Position im Kreditmarkt haben). Der Effekt der externen Sicherheiten auf den Kreditwert ist, bei entsprechender Marktmacht der Bank, zumeist zu klein um Restructuring Know-how unprofitabel zu machen. Somit erhöhen externe Sicherheiten den Anreiz für den Unternehmer zur Rückzahlung seiner Schulden aus dem ursprünglichen Vertrag (vgl. Schäfer 2002, S. 585f.).

Schäfer erweitert das Modell zusätzlich, um zu untersuchen wie sich Human Kapital Inventionen auswirken. Schäfer kommt zu dem Ergebnis, dass die Beziehung zwischen

externen Sicherheiten und Restructuring Know-how unabhängig von Investition in unternehmensspezifisches Wissen ist⁶ (vgl. Schäfer 2002, S. 586-590).

Zuletzt geht Schäfer noch auf das Insolvenzverfahren an sich ein. Hier gibt es Unterschiede zwischen dem amerikanischen und dem deutschen System. Der Hauptteil der amerikanischen Insolvenzen wird nach Chapter 11⁷ vollzogen. Dies ermöglicht es dem Unternehmer die Kontrolle zu behalten und durch den Erlös aus einer Restrukturierung zu profitieren. Die Priorität der Forderungen der Gläubiger wird hierbei allerdings verletzt. In Deutschland hingegen ist die bankgeführte Restrukturierung weit verbreitet. Im Wesentlichen steigert es in Deutschland die Effizienz, dass die Bank die externen Sicherheiten sofort liquidieren könnte und dadurch den Liquidationserlös erhalten würde (vgl. Schäfer 2002, S. 590f.).

Kurz zusammenfassen lassen sich die Ergebnisse des Modells von Schäfer wie folgt: Es gibt zunächst zwei Typen von Banken, diejenigen mit Restructuring Know-how und jene ohne. Banken werden Restrukturierung Know-how aufbauen, wenn sie die Marktmacht besitzen oder die Großfinanzierungen im Auge haben. Externe Sicherheiten und Restructuring Know-how sind zunächst austauschbar. Jedoch kommt der Gesamtwert der externen Sicherheiten in den meisten Fällen nicht an den Erlös der durch eine Umstrukturierung erzielt werden kann heran.

3 Das Modell von Christopher James

Das Modell von Christopher James (1995) beschäftigt sich mit der Frage, ob Banken sich am Eigenkapital von Unternehmen beteiligen sollten und ob Zugeständnisse an diese Unternehmen gemacht werden sollten. Dies hängt natürlich von der finanziellen Situation des Unternehmens ab. Hinzu kommt die Frage ob das zu restrukturieren Unternehmen öffentliche Schulden besitzt. Weiter muss betrachtet werden, wie sich die Kapitalstruktur des Unternehmens gestaltet. Hat das Unternehmen öffentliche Schulden, kommt es darauf an, ob diese zu einer Umstrukturierung geeignet sind (vgl. James 1995, S. 1209).

Ein oft vorgebrachter Vorteil des Geldleihens von privaten Banken und anderen privaten Quellen ist, dass sich private Schulden leichter wiederverhandeln und restrukturieren lassen als öffentliche Schulden. Diese Ansicht teilen viele Autoren, darunter auch Gertner und Scharfstein (1991). Sie präsentieren in einem Modell, dass finanziell bedrängte Unternehmen mit ausstehenden Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten und

⁶ Aufgrund des Umfangs der Arbeit wird nicht näher auf Humankapitalinvestitionen eingegangen.

⁷ Zu Chapter 7 vgl. Schäfer 2002, S.592

öffentlichen Schulden Abstimmungsprobleme zwischen öffentlichen Investitionen und privaten Fremdkapitalgebern besitzen. In den meisten Fällen werden die Ineffizienzen, die durch diese Abstimmungsprobleme erzeugt werden, nicht durch die Fähigkeit der Unternehmen zum Rückkauf ihrer öffentlichen Schulden mit Bargeld oder anderer Wertpapiere beseitigt. Dies würde die einzige praktikable Möglichkeit darstellen, die öffentlichen Schulden dieser Unternehmen zu restrukturieren.

Somit beschäftigt sich der Artikel von James mit der Frage, wann Banken Eigenkapital in finanziell Not leidende Unternehmen investieren. James skizziert zunächst die rechtlichen und regulatorischen Rahmenbedingungen für private Banken in den USA. Hierunter dürfen Banken öffentliche Aktien bei ausstehenden Krediten aufkaufen⁸ (vgl. James 1995, S. 2010). Das Modell von James zeigt, dass die Anreizstrukturen für Banken um einseitige Zugeständnisse zu machen begrenzt sind. Es hängt davon ab, ob Forderungen der Bank beeinträchtigt sind. Das bedeutet in diesem Fall, den Wert der Sicherheiten bezogen auf den Nennwert der Forderung der Bank. Eine Auswirkung des Modells ist, dass die Anreize für Banken Zugeständnisse zu machen davon abhängig sind: ob die Forderungen der Bank davon betroffen sind, ob die öffentliche Verschuldung umstrukturiert wird, wie hoch die öffentlichen Schulden sind und wie der Wert der Wachstumschancen des Unternehmens ist. Diese Determinanten untersuchte James mit Hilfe einer Stichprobe von 102 Umschuldungen, die während des Zeitraums 1981 bis 1990 stattfanden. Er fand heraus, dass aufgrund eines Vorschlags zu einer Umstrukturierung, Banken häufig (in 31 Prozent der Transaktionen) Eigenkapital in notleidende Unternehmen investieren. Hinzu kommt, dass die meisten Banken auch zwei Jahre nach der Umstrukturierung immer noch wesentliche Beteiligungen an betroffenen Unternehmen halten. Ein weiteres Ergebnis der Untersuchungen war, dass wenn die Unternehmen öffentliche Schulden ausstehen hatten, Banken praktisch nie einer Forderungsreduzierung zugestimmt haben, ohne das vorrangige öffentlichen Schulden abgebaut wurden. Die Unternehmen, in denen Banken Eigenkapital investieren, unterscheiden sich in vielerlei Hinsicht von den Unternehmen, denen Banken keine Zugeständnisse machen. Konkret bedeutet dies, dass die Wahrscheinlichkeit das eine Bank in Eigenkapital investiert negativ mit dem Anteil der öffentlichen Verschuldung und positiv mit den Wachstumschancen des Unternehmens korreliert. Der Cash-Flow der Unternehmen, in welche Banken Eigenkapital fließen lassen ist eingeschränkt und diese Unternehmen haben eine schlechte operative Performance vor der Umstrukturierung. Nach der Restrukturierung fällt auf, dass diese Unternehmen eine bessere Performance zeigen als Unternehmen in denen Banken keine Aktienanteile erworben hatten. Fasst man zusammen, zeigen diese Untersuchungen, dass Banken eine wichtige Rolle in Umstrukturierungsprozessen spielen. Ob eine Bank allerdings an einer Umschuldung teilnimmt, hängt zum einen von der Höhe

⁸Aufgrund des Umfangs der Arbeit werden weitere rechtliche Einzelheiten nicht erläutert.

des öffentlichen Schuldenstands ab und zum anderen davon, ob die öffentlichen Schulden umstrukturiert werden können (vgl. James, S. 2010f.).

3.1 Modellbeschreibung

Rahmenbedingungen für den Tausch von Schulden in Eigenkapital

Ob sich eine Bank mit Eigenkapital an einem Unternehmen beteiligt hängt, nach dem Modell von James davon ab, wie sich die Kosten und der Nutzen des „private workout“⁹ relativ zum Konkurs Fall verhalten. Wie Gertner und Scharfstein (1991) herausstellen, hängt der Anreiz zur Restrukturierung für eine Bank von den Kosten des Konkursfalls ab. Besonders zu beachten sind die immateriellen Vermögensgegenständen und die Investmentmöglichkeiten, die im Falle einer Insolvenz verschwinden würden. Weiter spielt beim Anreiz auch die Schuldenstruktur und die Position in der Rangfolge der anderen Schuldner eine Rolle. Gerade bei Unternehmen, die nachrangige öffentliche Verschuldung ausstehen haben, sind die Anreize für Banken begrenzt. Das Modell untersucht die Bedingungen unter denen „Senior Kreditgeber“¹⁰ Forderungen zurückstellen und sich im Austausch dazu für eine Beteiligung an einem Unternehmen entscheiden, selbst wenn das Unternehmen noch zusätzlich öffentlich verschuldet ist. Das Modell zeigt, dass die Bedingungen unter denen Banken einseitige Zugeständnisse machen sehr begrenzt sind. Weiter ist die Wahrscheinlichkeit das Banken Eigenkapital aufnehmen sehr davon abhängig, ob öffentliche Schulden auch restrukturiert werden. Hier unterscheidet sich die Analyse von James von der von Gertner und Scharfstein (1991). Diese konzentrieren sich auf das Spannungsfeld zwischen Bankzugeständnissen und Sicherheiten. James Analyse hingegen konzentriert sich auf eine Situation in der Banken einseitige Zugeständnisse machen.

Das Modell

Betrachten wir ein Unternehmen mit einem Nennwert von insgesamt ausstehenden Verbindlichkeiten in Höhe von F_T . Der Schuldenstand besteht aus besichertem Fremdkapital eines einzigen Kreditgebers und nachrangigen Schulden, die eine Gruppe von öffentlichen Anleihegläubigern hält.

Der Anteil an der Gesamtverschuldung der von der Bank gehalten wird, wird mit θ_B bezeichnet und der Anteil der öffentlichen Verschuldung mit θ_P (Hinweis: $(\theta_B + \theta_P = 1)$).

Es gibt zwei Zeitpunkte im Modell. Im Zeitpunkt 0 hat die Bank die Wahl das Darlehen fällig zu stellen (d.h. zu Liquidieren) oder sich an einer Umschuldung zu beteiligen. In diesem

⁹ Private also nicht staatliche Rettungsmaßnahmen

¹⁰ Gemeint sind Darlehen erstrangigen bzw. im Rang vorgehenden Kreditgebern

Zeitpunkt 0 hat das Anlagevermögen des Unternehmens einen Liquidationswert von K . Im Falle einer Nichtliquidation im Zeitpunkt 0 wählt das Unternehmen zwischen zwei sich gegenseitig ausschließenden Investitionsprojekten. Ein Projekt, James bezeichnet dieses als "sicheres"-Projekt, generiert zum Zeitpunkt 1 einen Cash-Flow von M -Dollar. Das zweite Projekt, das "riskante" Projekt, generiert einen unsicheren Cash-Flow zum Zeitpunkt 1 von H mit der Wahrscheinlichkeit p und einen von L mit der Wahrscheinlichkeit $(1 - p)$, wobei $(H > L)$. Das sichere Projekt hat einen höheren erwarteten Cash-Flow zum Zeitpunkt 1 als das riskante Projekt, das heißt,

$$M > Hp + (1 - p) L. \quad (1)$$

Der Einfachheit halber wird angenommen, dass alle Akteure risikoneutral sind und dass der einperiodige Risiko-Zinssatz gleich null ist. Alle Schulden sind zum Zeitpunkt 1 fällig. Des Weiteren wird davon ausgegangen, dass eine Liquidation nicht immer optimal ist. Diese Annahme erfordert, dass der Wert der Vermögenswerte des Unternehmens bei einer Liquidation (K) kleiner als die Erlöse des sicheren Projektes sein muss. Der Einfachheit halber wird davon ausgegangen, dass der Liquidationswert des Unternehmens den Wert des riskanten Projekts übersteigt (das riskante Projekt besitzt jedoch auch einen positiven „Net Present Value“), das heißt,

$$M > K > Hp + (1 - p) L. \quad (2)$$

Es gibt im Modell nur die Wahl, das Unternehmen zu restrukturieren oder es zu liquidieren. Es wird angenommen, dass es nicht praktikabel ist, eine Eigenkapitalfinanzierung ohne Umstrukturierung zu machen. Konkret bedeutet dies:

$$F_T > M > Hp + (1 - p) L. \quad (3)$$

Die obenstehende Gleichung besagt, dass die versprochenen Zahlungen für die Fremdkapitalgeber die erwarteten Cash-Flows aus den Unternehmensprojekten übersteigen. Daraus folgt wiederum, dass das Unternehmen dem bekannten Problem von zu geringen Investitionen verbunden mit einem Schuldenüberhang gegenübersteht¹¹.

Bei der Wahl der Investitionsprojekte des Unternehmens wird angenommen, dass diese zum Zeitpunkt 0 weder von der Bank noch von öffentlichen Gläubigern des Unternehmens beobachtbar sind. Zum Zeitpunkt 1 sind die Cashflows jedoch für alle beobachtbar und nachprüfbar. Um sicherzustellen, dass die Aktionäre des Unternehmens einen Anreiz besitzen um weiterzumachen, auch bei Fehlen einer Umstrukturierung und um nicht freiwillig zu liquidieren, wird angenommen, dass das "riskante" Projekt einen zusätzlichen Wert für die

¹¹ Zu weiteren Ausführungen vergleiche Gertner und Scharfstein (1991)

Aktionäre darstellt und einen Cash-Flow erzeugt der über den vertraglich vereinbarten Schuldendienst hinausgeht (d.h. $H > F_T$). Aus Gleichung (3) folgt, dass die Aktionäre immer das riskante Projekt wählen, wenn der Wert der ausstehenden Verbindlichkeiten nicht reduziert wird (vgl. James 1995, S. 1214). Somit wählen die Aktionäre das riskante Projekt bis zu einem Niveau der Verschuldung F , sodass das riskante Projekt ihnen eine höhere Rendite ermöglicht, das heißt:

$$M - F < p(H - F)$$

umgestellt,

$$F > \frac{M - pH}{(1 - p)} \quad (4)$$

Der mögliche Anstieg des Unternehmenswerts verbunden mit dem Rückgang der Unternehmensverschuldung ist der entscheidende Unterschied zwischen den Payoffs des „sicheren“ Projekts und dem Liquidationswert der Aktiva des Unternehmens:

$$M - K > 0 \quad (5)$$

Bei der Analyse der Bedingungen unter denen ein abgesicherter Kreditgeber seine Forderungen einseitig heruntersetzt, unterscheidet James zwei allgemeine Fälle. Im ersten Fall sind die Bankforderungen besichert und unbeeinträchtigt (ungefährdet), das heißt, $\theta_B F_T < K$ (der Nominalwert der Bankforderungen ist geringer als der Liquidationswert des Unternehmens). Im zweiten Fall sind die Bankforderungen beeinträchtigt (gefährdet), aber besichert: $\theta_B F_T > K$. James konzentriert sich auf den Fall, dass Forderungen der Banken besichert sind, da Bankforderungen in der Regel besichert werden.

Zur Unterscheidung der einzelnen Fälle

Unbeeinträchtigte Bankschulden

Die Bedingung für die Bank ihre risikofreie Forderung einseitig zu verkleinern ist, dem Austausch für Aktien (d.h. durch Eigenkapital) zuzustimmen, wenn der Liquidationswert nicht den Nennwert der Forderungen der Bank übersteigt. Dies formuliert James in seiner ersten Behauptung wie folgt:

Wenn die Bank ungedeckte besicherte Forderungen $\theta_B F_T < K$ hält und keine öffentlichen Schulden ausstehen, wird die Bank ihre Forderungen nur reduzieren, wenn die öffentlichen Fremdkapitalgeber ihre Forderungen ebenfalls reduzieren (vgl. James 1995, S. 1216)¹².

Gefährdete Forderungen der Banken

Betrachten wir den Fall, dass die Bankforderungen gefährdet sind, in dem Sinne, dass der Nennwert der Forderungen den Liquidationswert des Unternehmens übersteigt ($\theta_B F_T > K$).

¹²Zum Beweis vgl. James 1995, S.1216

Hierbei sind wiederum zwei Fälle zu unterscheiden. Der erste Fall beinhaltet einen Überhang von öffentlichen Schulden. Betrachten wir zuerst diesen Fall eines öffentlichen Schuldenüberhangs. Die folgende Behauptung von James beschreibt die Bedingungen unter denen ein besicherter Kreditgeber seine ausstehenden Forderungen einseitig reduziert. Mit einer riskanten erstrangigen Verschuldung und einem ausreichend hohen Anteil an öffentlicher Verschuldung unter der Nebenbedingung, dass $\theta_B F_T > (M - pH) / (1 - p)$, werden die Banken ihre Forderungen nur reduzieren, wenn die öffentlichen Kreditgeber ihre Forderungen ebenfalls reduzieren.¹³ Im Falle, dass es keinen Überhang an öffentlicher Verschuldung gibt, muss das Vermeiden einer Liquidation nicht immer notwendigerweise voraussetzen, dass die öffentliche Verschuldung umstrukturiert wird. Ob die Bank einseitig ihren Forderungsanspruch reduziert, hängt von dem Wert der Sicherheiten, dem Wert des Unternehmens, den Investitionsmöglichkeiten und dem Anteil an der Gesamtverschuldung des Unternehmens ab. Hierbei ist dies die notwendige Bedingung für die Bank um Zugeständnisse im Austausch zu Eigenkapitalanteilen zu machen:

$$M - \theta_B F_T > K$$

Der Wert des potenziellen Eigenkapitals, das die Bank halten würde, übersteigt den Betrag den die Bank im Falle einer Liquidation erhalten würde.¹⁴

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass mit einem höheren Anteil von Bankforderungen die Wahrscheinlichkeit erhöht wird, dass der Schuldenüberhang in Richtung der Bank liegt, sodass Zugeständnisse seitens der Bank für eine Restrukturierung notwendig werden. Hierzu Näheres in Abschnitt 3.2.¹⁵

3.2 Ergebnisse und Anwendung des Modells

Bei der Auswahl der Probe betrachtet James eine Zeitspanne von 1981 bis 1990. In dieser Zeitspanne betraf seine Auswahl 102 Bank- oder öffentliche Schuldumstrukturierungen. Alle diese Unternehmen versuchten eine Umstrukturierung ihrer Bankverschuldung. 40 Unternehmen unterbreiteten auch Austauschangebote, die öffentliche Verschuldung einschlossen (vgl. James 1995, S. 1220).

James unterteilt seine Untersuchungen in zwei Panels. Es zeigt sich in Panel A, dass in 31 Prozent der Restrukturierungsfälle mit Bankforderungen die Bank sich mit Eigenkapital am Unternehmen beteiligt hat. In der Hauptzahl der Fälle (91 Prozent) gab die Bank Eigenkapital im Austausch für die Reduzierung der Forderungen. Weiterhin waren die untersuchten Unternehmen in fast der Hälfte (47 Prozent) der Transaktionen, bei denen die Bank sich mit Eigenkapital beteiligte, öffentlich verschuldet. Es also nicht der Fall, dass Banken nur dann

¹³Zum Beweis vgl. James 1995, S.1217f.

¹⁴Zum Beweis vgl. James 1995, S.1218f.

¹⁵Für Erweiterungen und Modifikationen des Grundmodells vgl. James 1995, S.1219

Zugeständnisse machen, wenn das Unternehmen keine öffentlichen Schulden besitzt. Da wie in Abschnitt 3.1 angesprochen die öffentliche Verschuldung ein Hindernis für Banken darstellt, ist die Bank nach einem Vermögenstransfer keineswegs mehr ein nachrangiger Kapitalgeber. Allerdings waren in den Transaktion, in denen Banken Forderungen gegen Eigenkapital austauschten und öffentliche Schulden vorhanden waren, so wurde die öffentliche Verschuldung ebenfalls umstrukturiert. (vgl. James 1995, S. 1221).

Darüberhinaus würden in allen Fällen von öffentlichen Verschuldungen die Forderungen im Austausch für Eigenkapital verkleinert. Banken tauschen ihre Forderungen nicht in Eigenkapital, ohne dass die öffentlichen Anleihehaber auch ihre Forderungen umstrukturieren. In 43 Prozent der Transaktionen, bei denen öffentliche Anleihehaber Schulden gegen Eigenkapital getauscht haben, hielt die Bank auch Eigenkapital. So scheint es, dass Anleihegläubiger eher bereit sind ihre Schulden für Eigenkapital zu tauschen, als private Kreditgeber. Wie aus James Panel B hervorgeht, sind die Banken bereit erhebliche Zugeständnisse zu machen, wenn sie sich mit Eigenkapital beteiligen. Die durchschnittliche Reduktion betrug in der Untersuchung 41 Prozent der Kreditsumme (die mediane Reduktion betrug 39,6 Prozent). Die durchschnittliche und die mediane prozentuale Reduktion sind für Unternehmen ohne öffentliche Schulden grundsätzlich höher als für Unternehmen mit öffentlicher Verschuldung. Panel B zeigt, dass die Banken sich an den Unternehmen in der Regel mit einem hohen Anteil beteiligen. Im Durchschnitt beteiligten sie sich an 43 Prozent der Unternehmensaktien. In Firmen mit öffentlicher Verschuldung hält die Bank im Durchschnitt einen größten Anteil als die öffentlichen Gläubiger. Hinzu kommt, dass die Banken auch über zwei Jahre hinaus noch erhebliche Aktienmengen halten, obwohl die Transaktion schon abgeschlossen wurde. Zusammenfassend zeigen James Ergebnisse, dass sich Banken häufig an finanziell in Not geratenen Unternehmen beteiligen im Austausch für eine deutliche Verringerung der Darlehen. Auch zeigt James, dass Banken nie einseitige Zugeständnisse an Unternehmen machen die öffentliche Verschuldung aufweisen. (vgl. James 1995, S. 1224f.)

Anhand der finanziellen Merkmale zeigt James auf, dass Unternehmen in denen Banken Eigenkapital halten einen stärkeren Leveragegrad ausweisen. Das heißt, sie haben niedrigere Deckungsraten und eine höhere Zahlungsfähigkeit. Auch haben sie ein niedrigeres Ergebnis (gemessen am EBIT¹⁶). Unternehmen, die ihren Banken Eigenkapital anbieten, scheinen ernsthafteren Cash-Flow Problemen ausgesetzt zu sein, als Unternehmen, die ihren Banken keine Aktien andienen. Dieses Ergebnis stimmt jedoch mit James Hypothese überein, dass Banken eher zu Eigenkapital neigen, wenn ihre Forderungen beeinträchtigt sind (vgl. James 1995, S. 1225f.).

¹⁶Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen im Vergleich zum Anlagevermögen

Anhand einer Regressionsanalyse findet James eine Erklärung für die Hypothese von Asquith, Gertner und Scharfstein (1991), dass für Emittenten von hoch verzinsten Anleihen, Banken praktisch nie einer Reduzierung ihrer Forderungen im Austausch für Eigenkapital zustimmen. Als Begründungen wird genannt, dass Emittenten von hoch verzinslichen Wertpapieren einen hohen Anteil an öffentlicher Verschuldung im Vergleich zur Gesamtverschuldung ausstehen haben. Hinzu kommen die begrenzten Wachstumsmöglichkeiten (vgl. James 1995, S. 1226ff.).

Bei der Analyse der Veränderungen der Investitionsausgaben wird deutlich, dass Unternehmen während einer Restrukturierung einen deutlich geringeren Cash-Flow aufweisen wie zuvor. Jedoch steigt der Cash-Flow signifikant nach Beendigung der Restrukturierung. Der Cash-Flow dieser Unternehmen ist dann höher als der Cash-Flow derer Unternehmen in denen sich die Bank nicht mit Eigenkapital beteiligt hat. Diese These bestätigt die durchschnittliche und mediane Veränderung der in Cashflows aus James Analyse. Von $t - 1$ bis $t + 2$ ist der Cash-Flow bei Unternehmen mit Eigenkapitalbeteiligung deutlich höher. Diese bessere Performance der Unternehmen, bei denen Banken mit Eigenkapital beteiligt sind, steht im Einklang mit dem Argument, dass diese Unternehmen einen höheren Unternehmenswert haben, als Unternehmen ohne Eigenkapitalbeteiligung (vgl. James 1995, S. 1230f.).

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass die Wahrscheinlichkeit, dass eine Bank sich Eigenkapital an einem Unternehmen beteiligt, positiv mit dem Wert der Wachstumschancen des notleidenden Unternehmens und negativ mit dem Grad der öffentlichen Verschuldung zusammenhängt ist. Zusätzlich ist festzustellen, dass Unternehmen mit Eigenkapitalbeteiligung von Banken im Jahr vor der Umstrukturierung eine deutlich schlechtere operative Leistung haben. Die Ergebnisse zeigen, dass die Existenz von öffentlicher Verschuldung (die Kapitalstruktur) das Handeln von Banken entscheidend beeinflusst. Unternehmen mit öffentlichen Schulden erscheinen indes für Restrukturierungen nur wenig attraktiv. (vgl. James 1995, S. 1231ff.)

4 Fachkritische Gegenüberstellung der Modelle

Sowohl James (1995) als auch Schäfer (2002) stellen heraus, dass Liquidationen von Unternehmen oft ineffizient sind. Man sollte nicht nur die gegenwärtigen Erlöse, sondern auch die Zukünftigen betrachten. Es kann daher für eine Bank sehr sinnvoll sein Restructuring Know-how aufzubauen (vgl. Schäfer 2002, S. 573; James 1995, S. 1212f.). Schäfer stellt in ihrer Analyse das Wissen um die Restrukturierung, die Expertise an sich, in den Vordergrund. Während für James in seinen Untersuchungen die Wahl zwischen Restrukturierung und Liquidation von zentraler Bedeutung ist. Zusätzlich hierzu untersucht

James die Wirkung von öffentlicher Verschuldung. Diese lässt Schäfer in ihrem Modell außen vor. Zu bemerken ist ebenfalls, dass Schäfer keine empirische Untersuchung durchgeführt hat, James hingegen gleich seine Annahmen mit Praxisdaten ab. Das Modell von Schäfer basiert somit nur auf theoretischen Grundlagen. Weiter lässt Schäfer offen, wie der Anreiz Restructuring Know-how aufzubauen wäre, wenn mehrere Kreditgeber im Spiel wären. Eine empirische Studie müsste klar aufzeigen, wie Restructuring Know-how die Rückzahlung des Anfangskredites für die Bank sichert, gerade im Vergleich zur Einlösung von Sicherheiten. Weiter gilt es zu untersuchen, wie die bloße Drohung der Einlösung von Sicherheiten wirken könnte. Der Datensatz von James ist relativ alt, vor allem im Bezug auf die aktuelle Finanz- und Wirtschaftskrise wären aktuelle Analysen sicherlich sehr interessant. Die Zahl der Insolvenzen ist in Deutschland in den letzten Jahren kontinuierlich angestiegen, hier wären aktuelle Analysen sicherlich von Bedeutung und sehr aufschlussreich. Ein Blick in die Vergangenheit zeigt jedoch, dass das James-Modell anwendbar ist. Eine Untersuchung von Hoshi, Kashyap und Scharfstein (1990) am Beispiel von Japan zeigte auf, wie sich Insolvenzen auf die Unternehmen auswirken. Es wurde festgestellt, dass Insolvenzsituationen für Unternehmen sehr kostspielig sein können und unter ihren Gläubigern Konflikte auftreten können (Hoschi et al. 1990, S. 68ff.). Diese Analyse bestätigte genau die Vermutungen in James Modell, dass die Restrukturierung für viele in Not geratene Unternehmen eine bessere Lösung wäre, als eine bloße Liquidation der Vermögensgegenstände.

5 Zusammenfassung der Ergebnisse und Ausblick

Corporate Restructuring ist ein weit gefasster Begriff, der sich sowohl auf organisatorische Umstrukturierungen als auch auf Veränderungen der Besitzverhältnisse bezieht. Banken stehen bei Not leidenden Unternehmen (diese stehen im Fokus der vorliegenden Arbeit) vor der Wahl Restrukturierungswissen anzuwenden oder eine Liquidation des Unternehmens zu vollziehen. Zunächst wurde das Modell von Dorothea Schäfer (2002) betrachtet. In diesem Modell werden zwei Typen von Banken unterschieden, Banken die Restructuring Know-how besitzen bzw. danach streben und Banken, die auf dieses Know-how verzichten und dabei auf die Liquidierung des Not leidenden Unternehmens setzen. Schäfer beweist anhand eines Modells, dass es in der Regel für Banken sinnvoll ist über Restructuring Know-how zu verfügen. Dieses kann schon in der Vertragsverhandlung als Drohpotenzial genutzt werden. Insbesondere bei höherer Marktmacht der Bank ist Restructuring Know-how sinnvoll und vice versa. Weiter behandelt Schäfer die Frage, ob nun externe Sicherheiten oder Restructuring Know-how bei der Gestaltung von Kreditverträgen zu Anwendung kommen sollten. Es ist festzustellen, dass diese vom reinen Nutzen als gleichwertig zu betrachten sind, jedoch können Sicherheiten immer nur einen gewissen Wert eines Kredites abdecken,

was dazu führen kann, dass die Bank nicht ihren vollen Investitionsbetrag zurückbekommen könnte.

Anschließend wurde das Modell von Christopher James (1995) betrachtet. Dieser bestätigt mit seinem Modell anhand von empirischen Daten, dass ein Unternehmen nur für eine Restrukturierung geeignet ist, wenn die Cash-Flows aus den verbleibenden Investitionsprojekten einen positiven Überschuss für das Unternehmen generieren, andernfalls sollte die Bank eine Liquidation in Betracht ziehen. Unternehmen mit Eigenkapitalbeteiligung von Banken haben im Jahr nach der Umstrukturierung eine deutlich schlechtere operative Leistung bzw. Cash-Flow. Dieser verbessert sich in der Regel aber stark nach Abschluss der Restrukturierungsmaßnahmen. Zusätzlich wurde festgestellt, dass die Wahrscheinlichkeit, dass die Bank sich mit Eigenkapital an einem Unternehmen beteiligt, positiv mit dem Wert der Wachstumschancen des Not leidenden Unternehmens und negativ mit dem Grad der öffentlichen Verschuldung zusammenhängt. Die Ergebnisse zeigen ebenfalls, dass die Existenz öffentlicher Verschuldung und die Verteilung der Schulden des Unternehmens auf seine Gläubiger das Handeln der Bank beeinflusst. James zeigt anhand seiner Ergebnisse, dass Unternehmen mit öffentlichen Schulden für Restrukturierungsmaßnahmen der Banken nur wenig attraktiv scheinen.

Versucht man die Modelle auf die Gegenwart zu übertragen, stellt sich die Frage welche Überlegungen Banken bei Corporate Restructuring-Entscheidungen zu Rate ziehen. Der Fall mit nur einem oder wenigen Gläubigern ist ein Modellfall, jedoch ist die Realität bunter. Man sollte auch die Umweltgegebenheiten nicht außer Acht lassen (beispielsweise die Systemrelevanz eines Unternehmens oder die politische Einflussnahme auf Unternehmen und Projekte). Dazu sollte man in einem großen Datensatz beide Modelle einem Praxistest unterziehen, um abschließend die Frage der Anwendbarkeit beantworten zu können. Die Frage von Unternehmensrestrukturierungen im Allgemeinen ist jedoch gerade im Kontext der aktuellen Finanzmarktkrise ein Thema von höchstem Interesse.

Literaturverzeichnis

ACHLEITNER, ANN-KRISTIN/WAHL, SIMON (2003): Corporate Restructuring in Deutschland, Sternenfels 2003.

ASQUITH, PAUL / GERTNER, ROBERT / SCHARFSTEIN, DAVID (1991): Anatomy of Financial Distress: of Junk Bond Issuers, Working paper, Massachusetts Institute of Technology.

BERGER, ALLEN N. / UDELL GREGORY F. (1995): Relationship Lending and Lines of Credit in Small Firm Finance, Journal of Business 68, S.351-381.

BERGLÖF, ERIK (1991): Corporate Control and Capital Structure, Stockholm 1991.

BERGLÖF, ERIK / VON THADDEN, ERNST-LUDWIG (1994): Short-Term versus Long-Term Interests: Capital Structure with Multiple Investors, Quarterly Journal of Economics 109, S. 1055-1084.

BESTER, HELMUT (1994): The Role of Collateral in a Model of Debt Renegotiation, Journal of Money, Credit, and Banking 26, S.72-86.

BRUNNER, ANTJE / KRAHNEN, JAN PIETER (2000): Corporate Debt Restructuring: Evidence on Coordination Risk in Financial Distress, Center for Financial Studies: Working Paper 2000.

EDWARDS, JEREMY / FISCHER, KLAUS (1993): Banks, Finance and Investment in Germany, Cambridge.

GERTNER, ROBERT /SCHARFSTEIN, DAVID(1991): A Theory of Workouts and the Effects of Reorganization Law, Journal of Finance, 46, S.1189-1222.

GILSON, S / JOHN, K. / LANG, L. (1990), Troubled Debt Restructurings: An Empirical Study of Private Reorganizations of Firms in Default, Journal of Financial Economics, 27, S.315-353.

HART, OLIVER / MOORE, JOHN (1994): A Theory of Debt Based on the Inalienability of Human Capital, Quarterly Journal of Economics 109, S.841-879.

HOSHI, TAKEO / KASHYAP, ANIL /SCHARFSTEIN, DAVID (1990): The role of banks in reducing the costs of financial distress in Japan, in: Journal of Financial Economics,27, S.67–88.

JAMES, CHRISTOPHER (1995): When Do Banks Take Equity in Debt Restructurings?, The Review of Financial Studies, Vol.8, No.4, S.1209-1234.

LÖFFLER, YVONNE (2001): Desinvestitionen durch Verkäufe und Börseneinführungen von Tochterunternehmen, Köln 2001.

SCHÄFER, DOROTHEA (2002): Restructuring Know-how and Collateral, in: Kredit und Kapital, Heft 4, S.572-597.

VANCE, DAVID (2009): Corporate Restructuring, From Cause Analysis to Execution, Heidelberg 2009.