

Betriebswirtschaftliche Schriften

---

Band 169

**Zum Beitrag von  
Insolvenzeröffnungsgründen  
und Financial Covenants  
zum Gläubigerschutz**

**Eine empirische Analyse ihrer Warnfunktion  
und ihres Einflusses auf den Wert der Ansprüche  
von Fremd- und Eigenkapitalgebern**

Von

**Louis-Philippe Schulte**



**Duncker & Humblot · Berlin**

LOUIS-PHILIPP SCHULTE

Zum Beitrag von Insolvenzeröffnungsgründen und  
Financial Covenants zum Gläubigerschutz

Betriebswirtschaftliche Schriften

Band 169

# Zum Beitrag von Insolvenzeröffnungsgründen und Financial Covenants zum Gläubigerschutz

Eine empirische Analyse ihrer Warnfunktion  
und ihres Einflusses auf den Wert der Ansprüche  
von Fremd- und Eigenkapitalgebern

Von

Louis-Philippe Schulte



Duncker & Humblot · Berlin

Die Fakultät für Wirtschafts- und Organisationswissenschaften  
der Universität der Bundeswehr München hat diese Arbeit  
im Jahre 2014 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnetet diese Publikation in  
der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten  
sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Alle Rechte vorbehalten

© 2016 Duncker & Humblot GmbH, Berlin  
Fremddatenübernahme: L101 Mediengestaltung, Berlin  
Druck: buchbücher.de gmbh, Birkach  
Printed in Germany

ISSN 0523-1035

ISBN 978-3-428-14761-8 (Print)

ISBN 978-3-428-54761-6 (E-Book)

ISBN 978-3-428-84761-7 (Print & E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier  
entsprechend ISO 9706 ☺

Internet: <http://www.duncker-humblot.de>

# Inhaltsverzeichnis

<b>Einleitung</b> .....	19
I. Grundlage für den Bedarf an Gläubigerschutz .....	19
II. Idealtypische und reale Gestaltung von Gläubigerschutz .....	21
III. Eingrenzung des Themas und Gegenstand der Untersuchung .....	24
IV. Gang der Arbeit .....	26
<i>1. Kapitel</i>	
<b>Unternehmenskrisen</b>	29
<b>A. Krisenursachen</b> .....	29
<b>B. Krisenprognose</b> .....	33
<b>C. Krisenverlauf</b> .....	34
<b>D. Wege aus der Krise</b> .....	35
<i>2. Kapitel</i>	
<b>Instrumente des Gläubigerschutzes</b>	39
<b>A. Instrumente des gesetzlichen Gläubigerschutzes</b> .....	40
I. Mindesteigenkapitalanforderungen .....	40
II. Bilanzierungsgrundsätze .....	42
III. Publizitätspflichten .....	43
IV. Insolvenzeröffnung .....	44
<b>B. Instrumente des privatrechtlichen Gläubigerschutzes</b> .....	51
I. Personalsicherheiten .....	51
II. Realsicherheiten .....	53
1. An beweglichen Sachen .....	53
2. An unbeweglichen Sachen .....	54
3. An Rechten .....	55
III. Covenants .....	58
1. Financial Covenants .....	60
a) Reglungsbereich Eigenkapital .....	61
b) Reglungsbereich Verschuldung .....	62

c) Reglungsbereich Kapitaldienst .....	63
d) Reglungsbereich Liquidität .....	63
2. Affirmative Covenants .....	64
3. Negative Covenants .....	67
a) Reglungsbereich Finanzierung .....	67
b) Reglungsbereich Investition .....	69
c) Reglungsbereich Ausschüttung .....	70
d) Sonstige Reglungsbereiche .....	71
4. Covenanteinsatz und Covenantbruch .....	74
<b>C. Idealtypische und reale Abfolge der Schutzinstrumente</b> .....	<b>76</b>
 <i>3 Kapitel</i>	
<b>Gläubigerschutz durch Insolvenzeröffnung</b>	84
<b>A. Historische Entwicklung des Insolvenzrechts</b> .....	84
<b>B. Insolvenzen in Zahlen</b> .....	88
I. International .....	88
II. Deutschland .....	94
<b>C. Einflussfaktoren auf den Forderungswert in der Insolvenz</b> .....	106
I. Literaturüberblick .....	107
II. Datenbasis .....	107
III. Untersuchungsdesign .....	114
IV. Grundgesamtheit der Insolvenzen .....	115
V. Faktor Schuldner .....	116
VI. Faktor Insolvenzverwalter .....	119
VII. Faktor Insolvenzgericht .....	122
VIII. Faktor Verfahrensdauer .....	124
<b>D. Einfluss der Insolvenzanmeldung auf den Fremd- und Eigenkapitalwert</b> .....	130
I. Literaturüberblick .....	130
II. Datenbasis .....	132
III. Untersuchungsdesign .....	134
IV. Deskriptive Analyse .....	135
1. Analyse der Schuldnerunternehmen .....	136
2. Analyse der Insolvenzverwalter und Insolvenzgerichte .....	141
3. Analyse der Insolvenzverfahren .....	143
V. Einfluss auf den Eigenkapitalwert .....	148
1. Kurzfristige Untersuchung .....	151
2. Langfristige Untersuchung – symmetrisch .....	156
3. Langfristige Untersuchung – asymmetrisch .....	157
VI. Einfluss auf den Fremdkapitalwert .....	160

1. Kurzfristige Untersuchung . . . . .	162
2. Langfristige Untersuchung – symmetrisch . . . . .	163
3. Langfristige Untersuchung – asymmetrisch . . . . .	164
VII. Vergleichende Darstellung . . . . .	165
1. Kurzfristige Untersuchung . . . . .	165
2. Langfristige Untersuchung – symmetrisch . . . . .	166
3. Langfristige Untersuchung – asymmetrisch . . . . .	167
 <i>4. Kapitel</i>	
<b>Gläubigerschutz durch Financial Covenants</b>	169
<b>A. Historische Entwicklung von Covenants</b> . . . . .	169
<b>B. Covenants in Zahlen</b> . . . . .	172
<b>C. Financial Covenants als Krisenfrühindikatoren</b> . . . . .	181
I. Literaturüberblick . . . . .	182
II. Datenbasis . . . . .	183
III. Untersuchungsdesign . . . . .	184
IV. Deskriptive Analyse . . . . .	185
1. Rentabilität . . . . .	188
2. Verschuldung . . . . .	190
3. Kapitaldienst . . . . .	196
4. Liquidität . . . . .	200
<b>D. Financial Covenants als Indikatoren des Forderungswerts</b> . . . . .	205
I. Literaturüberblick . . . . .	206
II. Datenbasis . . . . .	206
III. Untersuchungsdesign . . . . .	208
IV. Regressionsanalysen . . . . .	209
 <i>5. Kapitel</i>	
<b>Konsolidierende Betrachtung der Untersuchungen</b>	214
<b>Zusammenfassung</b> . . . . .	217
<b>Anhang</b> . . . . .	222
<b>Literaturverzeichnis</b> . . . . .	234
<b>Urteilsverzeichnis</b> . . . . .	248
<b>Glossar</b> . . . . .	249

## **Abbildungsverzeichnis**

Abbildung 1:	Krisenursachen . . . . .	30
Abbildung 2:	Wege aus der Krise . . . . .	36
Abbildung 3:	Zahlungsunfähigkeit . . . . .	45
Abbildung 4:	Überschuldung nach InsO bis Oktober 2008 . . . . .	47
Abbildung 5:	Überschuldung nach InsO ab Oktober 2008 . . . . .	47
Abbildung 6:	Klassifikation von Covenants . . . . .	59
Abbildung 7:	Beispielhafte Gestaltung einer Financial Covenant Kennzahl . . . . .	60
Abbildung 8:	Idealtypischer Weg in die Insolvenz . . . . .	77
Abbildung 9:	Arcandors Weg in die Insolvenz . . . . .	80
Abbildung 10:	Optionen der Gläubiger bei Wertverlust des Fremdkapitals . . . . .	82
Abbildung 11:	Anzahl der Unternehmensinsolvenzen nach Land . . . . .	89
Abbildung 12:	Unternehmensinsolvenzen pro aktivem Unternehmen nach Land . . . . .	90
Abbildung 13:	Unternehmensinsolvenzen pro aktivem Unternehmen harmonisiert nach Land . . . . .	91
Abbildung 14:	Anzahl der Unternehmensinsolvenzen in Europa nach Land kumuliert . . . . .	92
Abbildung 15:	Unternehmensinsolvenzen pro aktivem Unternehmen in Europa nach Land . . . . .	93
Abbildung 16:	Anzahl der Unternehmensinsolvenzen in Deutschland . . . . .	96
Abbildung 17:	Anzahl von Unternehmensinsolvenzen betroffener Arbeitsplätze und Forderungen . . . . .	97
Abbildung 18:	Unternehmensinsolvenzen nach Antragsteller . . . . .	97
Abbildung 19:	Unternehmensinsolvenzen nach Antragsgrund . . . . .	98
Abbildung 20:	Anteil der Insolvenzpläne und Eigenverwaltungen an Unternehmensinsolvenzen . . . . .	99
Abbildung 21:	Unternehmensinsolvenzen absolut und pro aktivem Unternehmen nach Kreisen 2000–2008 . . . . .	100
Abbildung 22:	Anteil nicht eröffneter Unternehmensinsolvenzen nach Kreisen 2000–2008 . . . . .	101
Abbildung 23:	Anteil von Unternehmensinsolvenzen betroffener Arbeitsplätze und Forderungen pro BIP nach Kreisen 2000–2008 . . . . .	102

Abbildung 24: Zusammenhang Insolvenzverfahren pro Gericht und Insolvenzverfahren pro Verwalter 2006–2009 . . . . .	104
Abbildung 25: Anteil der größten Kanzleien an den Regelinsolvenzverfahren . . . . .	105
Abbildung 26: Befriedigungsquote der Unternehmensinsolvenzen in Deutschland . . . . .	106
Abbildung 27: Anteil von Forderungen, Masse und Befriedigungsquote nach deren Höhe . . . . .	115
Abbildung 28: Untersuchte Insolvenzverfahren nach Verfahrensstand . . . . .	116
Abbildung 29: Zusammenhang Befriedigungsquote und Höhe betreuter Masse pro Kanzlei . . . . .	120
Abbildung 30: Zusammenhang Befriedigungsquote und Anzahl betreuter Verfahren pro Insolvenzgericht . . . . .	124
Abbildung 31: Zusammenhang Befriedigungsquote und Verfahrensdauer in Tagen . . . . .	125
Abbildung 32: Zusammenhang Befriedigungsquote und Verfahrensdauer in Tagen (bis drei Jahre) . . . . .	126
Abbildung 33: Minimum, Mittelwert und Maximum der Befriedigungsquote . . . . .	127
Abbildung 34: Zusammenhang Befriedigungsquote und Verfahrensdauer in Jahren . . . . .	128
Abbildung 35: Befriedigungsquote in Abhängigkeit der Verfahrensdauer (schematisch) . . . . .	129
Abbildung 36: Anzahl Insolvenzanträge deutscher börsennotierter Unternehmen pro Jahr 1999–2009 . . . . .	136
Abbildung 37: Anzahl Insolvenzanträge nach Industrie und Jahr . . . . .	137
Abbildung 38: Anzahl Insolvenzanträge nach Börsensegment . . . . .	137
Abbildung 39: Anzahl Insolvenzanträge von ehemals im Neuen Markt gelisteten Unternehmen . . . . .	138
Abbildung 40: Zeitlicher Verlauf von Gründung, Börsengang und Insolvenz anmeldung . . . . .	139
Abbildung 41: Zeitlicher Verlauf von Gründung, Börsengang und Insolvenz anmeldung (bis 50 Jahre) . . . . .	140
Abbildung 42: Mittelwert der Mitarbeiteranzahl in den fünf Jahren vor dem Insolvenzantrag . . . . .	140
Abbildung 43: Anzahl betreuter Insolvenzverfahren nach Verwalter und Kanzlei . . . . .	142
Abbildung 44: Anzahl betreuter Insolvenzerfahren nach Insolvenzgericht . . . . .	142
Abbildung 45: Zeitlicher Verfahrensfortschritt vor der Insolvenzeröffnung . . . . .	146
Abbildung 46: Zeitlicher Verfahrensfortschritt ab der Insolvenzeröffnung . . . . .	146
Abbildung 47: Verteilung der untersuchten Insolvenzen nach Verfahrensstand . . . . .	147
Abbildung 48: Zeitlicher Verfahrensfortschritt bis Masse unzulänglich bzw. Verfahrensende . . . . .	148

Abbildung 49: Zusammensetzung von CDAX und Datenbasis im Vergleich ..	150
Abbildung 50: Darstellung der untersuchten kurzfristigen Zeitintervalle .....	151
Abbildung 51: Darstellung der untersuchten langfristigen symmetrischen Zeitintervalle .....	156
Abbildung 52: Darstellung der untersuchten langfristigen Zeitintervalle .....	157
Abbildung 53: BHAR Eigenkapital $+/- \frac{1}{2}$ Jahr um die Ad-hoc Mitteilung ..	158
Abbildung 54: BHAR Eigenkapital $+/- 3$ Jahre um die Ad-hoc Mitteilung ..	158
Abbildung 55: BHAR Eigenkapital im Regulierten Markt und im Freiverkehr	159
Abbildung 56: BHAR Eigenkapital bei Eigenantrag und bei Fremdantrag ..	160
Abbildung 57: BHAR Fremdkapital $+/- \frac{1}{2}$ Jahr um die Ad-hoc Mitteilung ..	164
Abbildung 58: BHAR Fremdkapital $+/- 3$ Jahre um die Ad-hoc Mitteilung ..	165
Abbildung 59: BHAR Fremd- und Eigenkapitalwert $+/- \frac{1}{2}$ Jahr um die Ad-hoc Mitteilung .....	167
Abbildung 60: BHAR Fremd- und Eigenkapitalwert $+/- 3$ Jahre um die Ad-hoc Mitteilung .....	167
Abbildung 61: Anleihe- und Kreditemissionen von US-Unternehmen 1996– 2010.....	174
Abbildung 62: Anteil der Anleihen und Kredite mit Covenants 1985–2010 ..	175
Abbildung 63: Anzahl eingesetzter Covenants in US-Krediten 1997–2010 ..	177
Abbildung 64: Anteil US-Kredite mit entsprechendem Covenant 1997–2010 ..	177
Abbildung 65: Durchschnittlich vereinbarte Debt Coverage .....	178
Abbildung 66: Operating Margin im Zeitverlauf.....	189
Abbildung 67: Return on Capital im Zeitverlauf .....	190
Abbildung 68: Leverage Ratio (Kehrwert) im Zeitverlauf .....	191
Abbildung 69: Leverage Ratio im Zeitverlauf .....	192
Abbildung 70: Debt Coverage (Kehrwert) im Zeitverlauf .....	193
Abbildung 71: Debt Coverage im Zeitverlauf .....	193
Abbildung 72: Debt Coverage im Zeitverlauf (ausschließlich positive EBITDA).....	194
Abbildung 73: Cash Debt Coverage (Kehrwert) im Zeitverlauf .....	195
Abbildung 74: Cash Debt Coverage im Zeitverlauf .....	196
Abbildung 75: EBITDA und OCF im Zeitverlauf .....	197
Abbildung 76: Interest Coverage im Zeitverlauf .....	198
Abbildung 77: Debt Service Coverage im Zeitverlauf .....	199
Abbildung 78: Fixed Charge Coverage im Zeitverlauf .....	199
Abbildung 79: Cash Ratio im Zeitverlauf .....	200
Abbildung 80: Quick Ratio im Zeitverlauf .....	201
Abbildung 81: Current Ratio im Zeitverlauf .....	202

Abbildung 82: Wertentwicklung (BHAR) und Auslösezeitpunkt (Jahre vor Ad-hoc Mitteilung) von Financial Covenants .....	215
Abbildung 83: Unternehmensinsolvenzen pro Million Einwohner nach Land 1950–2008 .....	222
Abbildung 84: Insolvenzanträge in Deutschland nach Verfahrensart .....	223
Abbildung 85: Anzahl Unternehmensinsolvenzen nach Kreisen 2000–2008 ..	224
Abbildung 86: Unternehmensinsolvenzen pro aktivem Unternehmen nach Kreisen 2000–2008 .....	225
Abbildung 87: Anteil nicht eröffneter Unternehmensinsolvenzen nach Kreisen 2000–2008 .....	226
Abbildung 88: Anteil betroffener Arbeitsplätze nach Kreisen 2000–2008 ..	227
Abbildung 89: Anteil betroffener Forderungen pro BIP nach Kreisen 2000–2007 .....	228
Abbildung 90: Zusammenhang Befriedigungsquote und Jahrgang des Schuldners .....	229
Abbildung 91: Anzahl der Ad-hoc Mitteilungen nach Tag und Eigen- bzw. Fremdantrag .....	230
Abbildung 92: Anzahl der Ad-hoc Mitteilungen nach Uhrzeit und vor/nach Insolvenzantrag .....	231
Abbildung 93: Fremdkapital absolut +/- ½ Jahr um die Ad-hoc Mitteilung ..	232
Abbildung 94: Fremdkapital absolut +/- 3 Jahre um die Ad-hoc Mitteilung ..	232
Abbildung 95: Wertentwicklung (absolut) und Auslösezeitpunkte (Jahre vor Ad-hoc Mitteilung) von Financial Covenants .....	233

## Tabellenverzeichnis

Tabelle 1:	Struktur der Arbeit .....	28
Tabelle 2:	Krisenursachen nach Bereichen .....	31
Tabelle 3:	Insolvenzursachen .....	32
Tabelle 4:	Krisenphasen .....	35
Tabelle 5:	Bereitschaft eine Sanierung mitzutragen und voraussichtliche Wertentwicklung nach Anspruchsgruppen .....	38
Tabelle 6:	Publizitätspflichten nach Größenklassen .....	43
Tabelle 7:	Insolvenzantragspflichten und -rechte von Gläubiger und Schuldner .....	48
Tabelle 8:	Überblick über Personal- und Realsicherheiten .....	57
Tabelle 9:	Covenants und deren Schutzwirkung .....	73
Tabelle 10:	Bruttoinlandsprodukt nach Land 2008 in Mrd. US-Dollar .....	89
Tabelle 11:	Gegenüberstellung des Insolvenzrechts in Frankreich, Deutschland, Großbritannien und den USA .....	95
Tabelle 12:	Insolvenzverfahren pro Insolvenzverwalter .....	103
Tabelle 13:	Mögliche Kombinationen aus Forderung, Masse und Quote in der INdat Datenbank .....	110
Tabelle 14:	Datenbasis nach Jahr, Forderung, Masse und Befriedigungsquote .....	110
Tabelle 15:	Datenbestand INDat Datenbank im Vergleich zur amtlichen Statistik (IN-Verfahren) .....	113
Tabelle 16:	Vermuteter Wirkungszusammenhang der unterschiedlichen Einflussfaktoren auf die Befriedigungsquote .....	114
Tabelle 17:	Forderungen, Masse und Befriedigungsquote nach Firmierung .....	117
Tabelle 18:	Vergleich durchschnittlicher Befriedigungsquoten nach Firmierung .....	118
Tabelle 19:	Befriedigungsquote nach Qualifikation des Insolvenzverwalters .....	122
Tabelle 20:	Befriedigungsquote nach Bundesland .....	123
Tabelle 21:	Studien zum Einfluss eines Insolvenzantrags auf den Eigenkapitalwert börsennotierter Unternehmen .....	131
Tabelle 22:	Anzahl Insolvenzen nach Quelle und Anzahl der Quellen bei Mehrfacherhebung .....	133
Tabelle 23:	Insolvenzeröffnungsgründe in Ad-hoc Mitteilungen und Insolvenzeröffnungsbeschlüssen .....	144
Tabelle 24:	Einschätzung des Insolvenzantragsgrunds durch Unternehmen und Insolvenzgericht .....	145

Tabelle 25: Überrendite Eigenkapital um die Ad-hoc Mitteilung .....	151
Tabelle 26: Mittelwert Überrendite Eigenkapital nach Antragsteller sowie Zeitpunkt .....	153
Tabelle 27: Mittelwert Überrendite Eigenkapital nach Antragsgrund sowie Eröffnungsgrund .....	153
Tabelle 28: Mittelwert Überrendite Eigenkapital nach Börsensegment .....	154
Tabelle 29: Mittelwert Überrendite Eigenkapital nach Zeitpunkt sowie Häufigkeit des Antrags .....	155
Tabelle 30: Überrendite Eigenkapital zu weiteren wertrelevanten Zeitpunkten	156
Tabelle 31: BHAR Eigenkapital um die Ad-hoc Mitteilung .....	157
Tabelle 32: Anzahl der untersuchten Insolvenzen .....	161
Tabelle 33: Kenngrößen der untersuchten Anleihen .....	162
Tabelle 34: Überrendite Fremdkapital um die Ad-hoc Mitteilung .....	162
Tabelle 35: BHAR Fremdkapital um die Ad-hoc Mitteilung .....	163
Tabelle 36: Überrendite Fremd- und Eigenkapitalwert um die Ad-hoc Mitteilung .....	166
Tabelle 37: BHAR Fremd- und Eigenkapitalwert um die Ad-hoc Mitteilung ..	166
Tabelle 38: Eingesetzte absolute Financial Covenants in US-Krediten 1999–2004 .....	179
Tabelle 39: Eingesetzte relative Financial Covenants in US-Krediten 1999–2004 .....	179
Tabelle 40: Änderung der Ausprägung von vereinbarten relativen Financial Covenants über deren Laufzeit in US-Krediten 1999–2004 .....	180
Tabelle 41: Anzahl der untersuchten Insolvenzanträge .....	184
Tabelle 42: Regelungsbereiche von Financial Covenants .....	185
Tabelle 43: Financial Covenants in Standard- und geschlossenen Kreditverträgen sowie der Einsatz von Finanzkennzahlen bei Ratingagenturen .....	187
Tabelle 44: Brechen der kritischen Grenze von Financial Covenants in Jahren vor der Ad-hoc Mitteilung .....	204
Tabelle 45: Anzahl der untersuchten Insolvenzanträge .....	207
Tabelle 46: Vermutete Wirkungszusammenhänge zwischen Financial Covenants und Forderungswert .....	209
Tabelle 47: Regression Financial Covenant-Ratios und Kurs (Jahresabschlüsse) .....	210
Tabelle 48: Regression Financial Covenant-Ratios und Kurs (unterjährige Abschlüsse) .....	211

## **Abkürzungsverzeichnis**

AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BB	Brandenburg
BBR	Baetge-Bilanz-Rating
BE	Berlin
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGH	Bundesgerichtshof
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen
BHAR	Buy-and-hold Abnormal Return
BIP	Bruttoinlandsprodukt
BörsG	Börsengesetz
BP-14	Backpropagation-Netz 14 von Baetge
BRD	Bundesrepublik Deutschland
BStatG	Gesetz über die Statistik für Bundeszwecke
BW	Baden-Württemberg
BY	Bayern
CACT	Corporate Actions
CAR	Cumulative Abnormal Return
CDAX	Composite DAX
DAX	Deutscher Aktienindex
DDR	Deutsche Demokratische Republik
DE	Deutschland
Dipl.-Wi.	Gesamtheit aller wirtschaftlich orientierter Diplomabschlüsse
DZU	drohende Zahlungsunfähigkeit
EBIT	Earnings before Interest and Taxes
EBITDA	Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
EDGAR	Electronic Data-Gathering, Analysis, and Retrieval System
e.G.	eingetragene Genossenschaft
EGInsO	Einführungsgesetz zur Insolvenzordnung
EHUG	Gesetz über elektronische Handelsregister und Genossenschaftsregister sowie das Unternehmensregister

e.K.	eingetragene Kauffrau/eingetragener Kaufmann
EU	Europäische Union
EU-15	Europäische Union zum Gebietsstand vom April 2004 mit 15 Mitgliedsstaaten
EuGH	Europäischer Gerichtshof
e. V.	eingetragener Verein
EWG	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft
F&E	Forschung & Entwicklung
FA InsR	Fachanwalt für Insolvenzrecht
FFO	Funds from Operations
FISD	Fixed Income Securities Database
FMStG	Finanzmarktstabilisierungsgesetz
Form 8-K	Vordruck für Unternehmen zur Pflichtmitteilung wesentlicher Ereignisse bei der SEC
FR	Frankreich
FTSE	Financial Times Stock Exchange Index
GB	Großbritannien
GbR	Gesellschaft bürgerlichen Rechts
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
HB	Bremen
HE	Hessen
HGB	Handelsgesetzbuch
HH	Hamburg
HJ	Halbjahr, Halbjahre
HT	Handelstag, Handelstage
IAS	International Accounting Standards
IE	Insolvenzverfahren nach Recht eines anderen europäischen Staats
IFRS	International Financial Reporting Standards
IK	Verbraucher- und sonstige Kleininsolvenzverfahren
IN	Regelinsolvenzverfahren
InsO	Insolvenzordnung
InsOBekV	Verordnung zu öffentlichen Bekanntmachungen in Insolvenzverfahren im Internet
InsVerfVereinfG	Gesetz zur Vereinfachung des Insolvenzverfahrens
InsVV	Insolvenzrechtliche Vergütungsverordnung
ISIN	International Securities Identification Number

IT	Italien
J	Jahr, Jahre
JP	Japan
KG	Kommanditgesellschaft
KO	Konkursordnung
KWG	Gesetz über das Kreditwesen
LCD	Leveraged Commentary and Data
LLSV	Gläubigerschutz-Maßzahl von La Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer/Vishny
LMA	Loan Market Association
LPC	Loan Pricing Corporation
LSTA	Loan Syndications & Trading Association
Ltd.	Limited
MSCI	Morgan Stanley Capital International
MV	Mecklenburg-Vorpommern
N	Stichprobenumfang
NACE	Nomenclature statistique des activités économiques dans la Communauté européenne
NI	Niedersachsen
NW	Nordrhein-Westfalen
N-Wert	Netz-Wert von Baetge
S&P	Standard & Poor's
S.ar.l.	Société à responsabilité limitée
SdK	Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger
SEC	Securities and Exchange Commission
SH	Schleswig-Holstein
SL	Saarland
SLIM	Simplification of the Legislation for the Internal Market
SN	Sachsen
SPE	Societas Privata Europaea
ST	Sachsen-Anhalt
OCF	Operating Cashflow
OECD	Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung
OHG	Offene Handelsgesellschaft
P	Probability
PIK	Payment-in-kind
Q	Quartal, Quartale
RA	Rechtsanwalt

RegE-InsO	Entwurf einer Insolvenzordnung (Regierungsentwurf)
RGZ	Entscheidungen des Reichsgerichts in Zivilsachen
RP	Rheinland-Pfalz
SdK	Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger
SOX	Sarbanes-Oxley Act (US Public Law 107–204)
StB	Steuerberater
T	Tag, Tage
TH	Thüringen
TNW	Tangible Net Worth
Ü	Überschuldung
UG	Unternehmergegesellschaft
US	Vereinigte Staaten von Amerika
US-GAAP	United States Generally Accepted Accounting Principles
vBP	vereidigter Buchprüfer
Vordruck RA	Erhebungsbogen der Insolvenzstatistik bei Eröffnung bzw. Abweisung mangels Masse
Vordruck RB	Erhebungsbogen der Insolvenzstatistik bei Einstellung bzw. Ende des zweiten Verfahrensjahrs
WP	Wirtschaftsprüfer
WpHG	Gesetz über den Wertpapierhandel
XETRA	Exchange Electronic Trading
ZIS	Zentrum für Insolvenz und Sanierung an der Universität Mannheim
ZPO	Zivilprozessordnung
ZU	Zahlungsunfähigkeit



*„Der Schuldmechanismus kann nur so lange wirken, wie es Menschen gibt, die allen Ernstes glauben, dass ein Schuldner imstande sein wird, a) die ganze Kreditsumme zu tilgen und b) den Aufschlag in Form von Zins zu erbringen. Wer fähig ist, solches zu glauben, kann Gläubiger werden. [...] Der Kredit wiederum muss an zwei Verankerungen befestigt sein: zum einen am Pfand, zum anderen an einem Staat, der die Zwangsvollstreckung garantiert.“*

Sloterdijk (2011)<sup>1</sup>

## Einleitung

Die von Sloterdijk genannten Verankerungen stellen die beiden grundlegenden Ausprägungen des Gläubigerschutzes dar, wobei das Pfand die privatrechtliche und die Garantie der Zwangsvollstreckung die gesetzlich verankerte Form verkörpert. Die Diskussion um die adäquate Gestaltung der Gläubigerschutzinstrumente wird in der Wissenschaft seit langem rege geführt und flammt auch in der Praxis besonders in Krisenjahren immer wieder erneut auf.<sup>2</sup>

### I. Grundlage für den Bedarf an Gläubigerschutz

Der Bedarf Gläubiger zu schützen ergibt sich originär aus ihrer von Eigentümern abweichenden Rechtsstellung.<sup>3</sup> Im Rahmen eines Unternehmens stellen Eigentümer Eigenkapital zur Verfügung mit dem Ziel es in möglichst rentable Projekte zu investieren.<sup>4</sup> Zum Auffinden und Durchführen dieser Projekte beauftragen sie in der Regel ein Management, wobei der Umfang der Projekte zunächst durch die Höhe des Eigenkapitals begrenzt ist. Durch Gläubiger bereitgestelltes Fremdkapital erlaubt es bei gleicher Eigenkapitalbasis zusätzliche Projekte durchzuführen. Dabei kann durch die steuerliche Bevorzugung des Fremdkapitals, wenn auch bei steigendem Risiko, Wert für die Eigentümer geschaffen werden.<sup>5</sup> Dieser Vorteil des Fremdkapitalein-

---

<sup>1</sup> Sloterdijk (2011), S. 70.

<sup>2</sup> Vgl. Altman (1971); Baetge/Jerschensky (1996); Beaver (1966); Davydenko/Franks (2008); Drukarczyk (1987); Gessner/Rhode/Strate/Ziegert (1978); Smith/Warner (1979); Wittig (1996).

<sup>3</sup> Vgl. Perridon/Steiner/Rathgeber (2009), S. 357–358.

<sup>4</sup> Vgl. Rappaport (1986), S. 1, 50.

<sup>5</sup> Vgl. Modigliani/Miller (1963), S. 438–439, 442–443; Drukarczyk/Schüler (2009), S. 118–119, 125.

satzes wird jedoch ab einem gewissen Punkt durch die Kosten einer potentiellen Unternehmenskrise (englisch: Costs of Financial Distress) überkompensiert, wodurch der Unternehmenswert mit zusätzlich aufgenommenem Fremdkapital fortan sinkt.<sup>6</sup>

Während die Eigentümer das Unternehmerrisiko tragen, für das sie mit dem Residualgewinn kompensiert werden, tragen die Gläubiger das Kreditrisiko, dass das Unternehmen die vereinbarten Zins- und Tilgungszahlungen nicht leisten kann.<sup>7</sup> Das von den Gläubigern zu Beginn ihres Engagements erwartete Risiko spiegelt sich im Zins wider, den sie als Kompensation fordern.<sup>8</sup> Grundsätzlich bedürfte es somit zumindest theoretisch keines zusätzlichen Gläubigerschutzes. Die Tatsache, dass Gläubiger in der Praxis jedoch durch das Gesetz geschützt werden und sich darüber hinaus selbst privatrechtlich absichern, liegt insbesondere darin begründet, dass der Zins, der für das eingegangene Risiko entschädigen soll, lediglich die Faktenlage zum Zeitpunkt seiner Bestimmung widerspiegelt.<sup>9</sup> Die zukünftige Entwicklung des Unternehmens ist jedoch mit Unsicherheit behaftet, weshalb es durchaus zu einer späteren Änderung des Schuldner-Risikos kommen kann, die von den Gläubigern nicht antizipiert wurde. Eine Vorab-Erfassung dieser Risiken im Zins ist nicht möglich, eine pauschale Übererfassung der Risiken nicht zweckmäßig.

Solange die Eigentümer bzw. das von ihnen bestellte Management das Unternehmen erfolgreich führen, liegt das gesamte Risiko, aber auch der alleinige Einfluss auf die Unternehmensführung bei diesen.<sup>10</sup> Wirtschaften sie nicht solide oder ändern sich exogene Einflussfaktoren, besteht die Gefahr, dass es zu einer Unternehmenskrise kommt. Dabei können die entstehenden Verluste das Eigenkapital aufbrauchen, sodass das unternehmerrische Risiko auf die Gläubiger übergeht und es gegebenenfalls zu einer Gläubigerschädigung kommt.<sup>11</sup> Um dem vorzubeugen und die Rückzahlung ihrer Forderung sicherzustellen verlangen Gläubiger in der Praxis daher regelmäßig die Absicherung ihres Risikos durch Gläubigerschutzmaßnahmen.<sup>12</sup> Somit ist die Diskussion der Möglichkeiten, sich als Gläubiger

<sup>6</sup> Vgl. Modigliani/Miller (1958), Fn. 18, S. 293; Myers (1984), S. 577; daneben bestehen weitere Theorien zur Erklärung der empirisch beobachtbaren Kapitalstrukturen, was Myers (1984), S. 575 wie folgt kommentiert: „*How do firms choose their capital structures? [...] We don't know.*“

<sup>7</sup> Vgl. Perridon/Steiner/Rathgeber (2009), S. 184–188, 357–358.

<sup>8</sup> Vgl. Sharpe (1964), S. 425–426.

<sup>9</sup> Vgl. Kändgen (1996), S. 134–136; Heinrich (2009), S. 125.

<sup>10</sup> Vgl. Perridon/Steiner/Rathgeber, (2009), S. 358.

<sup>11</sup> Vgl. Krystek/Moldenhauer (2007), S. 34–39; Weber (2011), S. 14–17.

<sup>12</sup> Vgl. Nikoleyczik (2007), S. 24–25.

vor dem Zahlungsausfall eines Schuldners zu schützen, untrennbar mit der Kreditvergabe verbunden.

## II. Idealtypische und reale Gestaltung von Gläubigerschutz

Dieser Bedarf der Gläubiger die abweichenden Interessen der Eigentümer zu kontrollieren, wird durch die auf *Jensen/Meckling* (1976) zurückgehende Agency Theorie beschrieben. Dabei stellt der Gläubiger den Prinzipal, der Eigentümer bzw. das von ihnen bestellte Management den Agenten dar.<sup>13</sup> Letztere verfügen durch die aktive Unternehmensführung über einen Wissensvorsprung bezüglich der wirtschaftlichen Entwicklung des Unternehmens.<sup>14</sup>

Aufbauend auf dieser Informationsasymmetrie könnte der Eigentümer bzw. das Management Handlungen zu Ungunsten des Gläubigers vornehmen und somit den Wert für sich steigern, während er den Wert für die Gläubiger,<sup>15</sup> aber auch den Gesamtwert des Unternehmens, senkt. Der Gläubiger hat somit ein großes Interesse daran den bestehenden Interessenskonflikt zu überwinden und die ihm daraus direkt oder indirekt resultierenden Agencykosten zu reduzieren. Aus diesem Grund sucht er Maßnahmen, die die Überwachung des Schuldners erlauben, oder aber zu einer Kongruenz der Interessen führen.<sup>16</sup>

*Jensen/Meckling* (1976) schreiben, dass „*die Höhe der Agencykosten unter anderem vom kodifizierten und Gewohnheitsrecht sowie dem menschlichen Einfallsreichtum Verträge zu formulieren abhängen. Beide [...] sind die Produkte eines historischen Prozesses in dem starke Anreize dafür bestanden die Agencykosten minimieren.*“<sup>17</sup> Dieser Entwicklungsprozess ist auch heute noch nicht abgeschlossen.

Idealtypischerweise sollten Gläubigerschutzinstrumente jegliche Schädigung der Gläubiger abwenden. Somit ist der Referenzzeitpunkt zu dem die Gläubiger idealerweise die volle Entscheidungsbefugnis über das Unternehmen von den Eigentümern übernehmen der Zeitpunkt, zu dem der tatsächliche Wert der Gläubigeransprüche unter den Wert der vertraglich vereinbar-

<sup>13</sup> Vgl. *Jensen/Meckling* (1976), S. 310.

<sup>14</sup> Vgl. *Akerlof* (1973), S. 489–490, 497–499.

<sup>15</sup> Vgl. *Jensen/Meckling* (1976), S. 325.

<sup>16</sup> Vgl. *Jensen/Meckling* (1976), S. 308.

<sup>17</sup> Vgl. *Jensen/Meckling* (1976), S. 357 im Original: „*The level of agency costs depends among other things on statutory and common law and human ingenuity in devising contracts. Both [...] are the products of a historical process in which there were strong incentives for individuals to minimize agency costs.*“