

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-Philipp 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-Philipp 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 verzeichnet 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

Einleitung	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

1. Kapitel

Unternehmenskrisen	29
---------------------------------	----

A. Krisenursachen	29
B. Krisenprognose	33
C. Krisenverlauf	34
D. Wege aus der Krise	35

2. Kapitel

Instrumente des Gläubigerschutzes	39
--	----

A. Instrumente des gesetzlichen Gläubigerschutzes	40
I. Mindesteigenkapitalanforderungen	40
II. Bilanzierungsgrundsätze	42
III. Publizitätspflichten	43
IV. Insolvenzeröffnung	44
B. Instrumente des privatrechtlichen Gläubigerschutzes	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) Regelungsbereich Kapitaldienst	63
d) Regelungsbereich Liquidität	63
2. Affirmative Covenants	64
3. Negative Covenants	67
a) Regelungsbereich Finanzierung	67
b) Regelungsbereich Investition	69
c) Regelungsbereich Ausschüttung	70
d) Sonstige Regelungsbereiche	71
4. Covenanteinsatz und Covenantbruch	74
C. Idealtypische und reale Abfolge der Schutzinstrumente	76

3 Kapitel

Gläubigerschutz durch Insolvenzeröffnung	84
A. Historische Entwicklung des Insolvenzrechts	84
B. Insolvenzen in Zahlen	88
I. International	88
II. Deutschland	94
C. Einflussfaktoren auf den Forderungswert in der Insolvenz	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
D. Einfluss der Insolvenzanmeldung auf den Fremd- und Eigenkapitalwert	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

4. Kapitel

Gläubigerschutz durch Financial Covenants	169
A. Historische Entwicklung von Covenants	169
B. Covenants in Zahlen	172
C. Financial Covenants als Krisenfrühindikatoren	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
D. Financial Covenants als Indikatoren des Forderungswerts	205
I. Literaturüberblick	206
II. Datenbasis	206
III. Untersuchungsdesign	208
IV. Regressionsanalysen	209

5. Kapitel

Konsolidierende Betrachtung der Untersuchungen	214
Zusammenfassung	217
Anhang	222
Literaturverzeichnis	234
Urteilsverzeichnis	248
Glossar	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 harmoni- siert 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 Arbeits- plätze und Forderungen	97
Abbildung 18: Unternehmensinsolvenzen nach Antragsteller	97
Abbildung 19: Unternehmensinsolvenzen nach Antragsgrund	98
Abbildung 20: Anteil der Insolvenzpläne und Eigenverwaltungen an Unter- nehmensinsolvenzen	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 Insolvenzanmeldung	139
Abbildung 41: Zeitlicher Verlauf von Gründung, Börsengang und Insolvenzanmeldung (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 Insolvenzverfahren 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 +/- ½ 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 +/- ½ 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 +/- ½ 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 Auslöszeitpunkt (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 Auslöszeitpunkte (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.a.r.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	Unternehmergesellschaft
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)¹

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.²

I. Grundlage für den Bedarf an Gläubigerschutz

Der Bedarf Gläubiger zu schützen ergibt sich originär aus ihrer von Eigentümern abweichenden Rechtsstellung.³ Im Rahmen eines Unternehmens stellen Eigentümer Eigenkapital zur Verfügung mit dem Ziel es in möglichst rentable Projekte zu investieren.⁴ 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.⁵ Dieser Vorteil des Fremdkapitalein-

¹ Sloterdijk (2011), S. 70.

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

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

⁴ Vgl. Rappaport (1986), S. 1, 50.

⁵ 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.⁶

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.⁷ Das von den Gläubigern zu Beginn ihres Engagements erwartete Risiko spiegelt sich im Zins wider, den sie als Kompensation fordern.⁸ 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.⁹ Die zukünftige Entwicklung des Unternehmens ist jedoch mit Unsicherheit behaftet, weshalb es durchaus zu einer späteren Änderung des Schuldnerisikos 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.¹⁰ 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 unternehmerische Risiko auf die Gläubiger übergeht und es gegebenenfalls zu einer Gläubigerschädigung kommt.¹¹ Um dem vorzubeugen und die Rückzahlung ihrer Forderung sicherzustellen verlangen Gläubiger in der Praxis daher regelmäßig die Absicherung ihres Risikos durch Gläubigerschutzmaßnahmen.¹² Somit ist die Diskussion der Möglichkeiten, sich als Gläubiger

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

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

⁸ Vgl. *Sharpe* (1964), S. 425–426.

⁹ Vgl. *Köndgen* (1996), S. 134–136; *Heinrich* (2009), S. 125.

¹⁰ Vgl. *Perridon/Steiner/Rathgeber*, (2009), S. 358.

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

¹² 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.¹³ Letztere verfügen durch die aktive Unternehmensführung über einen Wissensvorsprung bezüglich der wirtschaftlichen Entwicklung des Unternehmens.¹⁴

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,¹⁵ 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.¹⁶

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.“¹⁷ 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-

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

¹⁴ Vgl. *Akerlof* (1973), S. 489–490, 497–499.

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

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

¹⁷ 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.“