

**Deutscher Insolvenzverwalterkongress
Berlin**

29. – 31. Oktober 2009

**3. Workshop: Chapter 11 – übertragende Sanierung –
Insolvenzplan: Ein Vergleich**

- I. Startpunkte**
- II. Determinanten für die Wahl zwischen den verschiedenen Lösungsästen bei einer (drohenden) Insolvenz**
- III. Maximierung des Verwertungserlöses: übertragende Sanierung**
- IV. Anreize zu Gläubiger schonendem Verhalten: übertragende Sanierung**
- V. Maximierung des Verwertungserlöses: Reorganisation per Insolvenzplan**
- VI. Chapter XI BC**
- VII. Gläubigerkoordination**
- VIII. Position der Alteigentümer**
- IX. Debt-Equity Swap (DES)**

I. Startpunkte

A. Unternehmen ist insolvent: $S > \text{Max}(V^F, V^L)$

- Soll Unternehmen fortgeführt oder liquidiert werden? Antwort sollte unabhängig von S sein. Relevant ist, ob der Liquidationswert (V^L) den Fortführungswert übersteigt oder nicht.
- In welcher Form soll Fortführung ggf. stattfinden?
 - a) Reorganisation und damit Beibehaltung des Unternehmensträgers
 - b) Übertragende Sanierung unter Loslösung der Schulden von den assets und der assets vom Unternehmensträger in Form des Verkaufs an Dritte („Auffanggesellschaft“).

B. Ziele insolvenzrechtlicher Regelungen

- Maximierung des Vermögens des Unternehmens im Interesse der Gläubiger;
- Schaffung von Anreizen für Eigentümer (Manager) für eine den Schaden der Gläubiger minimierende Strategie (Finanzentscheidungen, Investitionsentscheidungen, Auslösezeitpunkte für Verhandlungen bzw. Verfahren).

II. Determinanten für die Wahl zwischen den verschiedenen Lösungsästen bei einer (drohenden) Insolvenz

- (1) Zu entscheiden ist zwischen workout (soweit die IT dies zulassen) übertragender Sanierung, Reorganisation per Insolvenzplan, Liquidation.
- (2) Determinanten
 - a) Ist Maximierung des Unternehmensvermögens möglich?
 - b) Bleiben die Eigentümer beteiligt?
 - c) Zeitdauer und Höhe der direkten und indirekten Kosten der Insolvenz
 - d) Qualität der Gläubigerkoordination
 - e) Qualität der Kapitalstruktur nach Austritt aus Verhandlungen bzw. Verfahren (Wahrscheinlichkeit für erneute Insolvenz)

III. Maximierung des Verwertungserlöses

Übertragende Sanierung

- (1) Fortführung auf Basis der Veräußerung von Betriebsteilen vom insolventen Träger auf einen anderen Rechtsträger, losgelöst von den Verbindlichkeiten, aber nicht den Arbeitnehmern.
- (2) Realisierung vor dem Eintritt in ein IV gilt wegen der Risiken als weniger ratsam: § 75 AO; Anfechtungsrisiko durch späteren Insolvenzverwalter; § 613a BGB. Mitwirkung der Eigentümer ist erforderlich.
- (3) Durchführung aus dem IV heraus ist häufig; Mitwirkung der Gläubiger ist gesichert; Beschlussfassung der Eigentümer ist nicht erforderlich.
- (4) Einschätzung dieses Weges war (und ist) kontrovers.

Karsten Schmidt: Listenreiche Trennung der assets von den Schulden käme nur als Hilfslösung in Frage (1982, D 84). Die Reorganisation, also die Sanierung des Unternehmensträgers, sei Primärziel (1990, S. 143).

Manfred Balz: Die übertragende Sanierung ist in einem marktkonformen Rechtsrahmen eine wichtige Verwertungsform, die im Interesse der Gläubiger nicht auf eine hintere Rangstelle verschoben werden darf.

(5) Wird der Wert des Vermögens im Interesse der Gläubiger maximiert? Ganz unterschiedliche Antworten:

- Vallender (2009): dem vorläufigen Insolvenzverwalter würden häufig besonders günstige Angebote gemacht, da Unternehmen noch werbend am Markt sei.
- Nach K. Schmidt (2009) bringen Gläubiger die Sanierungsoffer. Ihnen würde der Zerschlagungswert angeboten, während der höhere Ertragswert den Initiatoren der Auffanggesellschaft zuflösse (2009, S. 204). Einzelne Insolvenzverwalter bestätigen diese Sicht (Wellensiek 1987, S. 196). Hier schlummert ein relevantes Problem: Wie werden die potenziellen Sanierungserfolge auf Altgläubiger und neue Eigentümer bei übertragender Sanierung verteilt?

(6)

- Schleifer/Vishny (1988), (1992): Die Autoren verweisen auf die „asset re-deployability“, die Mehrfachverwendbarkeit. Diese sei Voraussetzung für hohe Marktwerte. Die meisten assets seien aber spezialisiert und nur für Erwerber von Interesse, die eine fast identische Nutzung planen. Damit sinkt der Kreis der Interessenten. In Schwächephase einer Industrie seien die potenziellen Käufer häufig ebenfalls angeschlagen oder begegneten Finanzierungsrestriktionen. Damit sinken die Gebote. Geschäftsfeldfreunde haben Informationsdefizite und bieten noch niedrigere Preise. Ergebnis: „Assets in liquidation fetch prices below value in best use, which is the value when managed by specialists“ (S. 1344).

(7) Vorschläge, die assets insolventer Unternehmen generell im Wege von Auktionen zu versilbern – so etwa Baird (1986) – sind folglich angreifbar.

Easterbrook (1990): die Möglichkeit der Reorganisation (über Chapter 11 ist als Alternative unumgänglich.

(8) Vorläufiges Ergebnis: übertragende Sanierung scheint Marktmechanismus zu nutzen. Aber Bewertung erfolgt unter Zeitdruck, hohen Informationsdefiziten und i.d.R. mit wenigen Bietern. Branchenerfahrene Bieter scheiden oft aus: finanzielle Restriktionen, eigene Performanceschwächen, Kartellrecht.

Branchenfremde zahlen noch niedrigere Preise. Erlöse liegen dann in der Nähe des Liquidationswertes.

IV. Anreize zu Gläubiger schonendem Verhalten: übertragende Sanierung

- (1) Eigentümer (Manager) steuern die ökonomische Position von Gläubigern über Finanzentscheidungen, Investitionen und den Zeitpunkt, zu dem sie in der „Krise“ Verhandlungen mit den Gläubigern aufnehmen bzw. den Eintritt in ein Insolvenzplanverfahren beantragen.
- (2) Ob letzteres zeitig erfolgt oder nicht, ist auch abhängig von den Erwartungen, die Eigentümer (Manager) über die Lösungswege nach Eintritt in ein Verfahren haben.
- (3) Bei übertragender Sanierung ist die Chance der Eigentümer auf weitere Teilhabe am Wert des Eigenkapitals i.d.R. Null. Folglich könnte eine erhebliche Anreizwirkung bestehen, entweder zeitig in freie Verhandlungen einzutreten oder mit Antrag auf Eigenverwaltung, prepackaged plan und Eigenantrag auf ein Insolvenzplanverfahren hinzuarbeiten. Beides ist erwünscht.

V. Maximierung des Verwertungserlöses: Reorganisation per Insolvenzplan

- (1) Von Gläubigern bestimmtes Verfahren;
- (2) Partizipation der Eigentümer am Wert des Eigenkapitals abhängig von § 245 InsO;
- (3) nur begrenzte Nutzung von Marktmechanismen (Ausnahme § 245 InsO);
- (4) Faktoren, die das Wertschöpfungspotential *erhöhen*:
 - hoher Informationsstand der Abstimmungsberechtigten,
 - Insolvenzplan als Vertrag: große Spielräume für autonome Interessen,
 - spezifische Kenntnisse des Managements (der Eigentümer) nutzbar,
 - steuerliche Vorteile: Grunderwerbsteuer, Nutzung von Verlustvorträgen innerhalb der Restriktionen von § 8(4) KStG,
 - weitere Nutzung von günstigen Vertragsbedingungen (Miete, Leasing),
 - Koordination der Gläubiger erleichtert.
- (5) Faktoren, die das Wertschöpfungspotential *mindern*:
 - aufwendiger Ablauf (direkte Insolvenzkosten),
 - Suche nach optimalen Lösungen begrenzt,
 - Lösung von Bewertungsproblemen aufwendig,
 - Alteigentümer haben Blockadeposition.

VI. Chapter 11 BC

- (1) Vorbild für Insolvenzplan-Verfahren: Informationsbereitstellung, Gruppenbildung, gruppenweise Abstimmung, Obstruktionsverbot (Cram Down-rule), Minderheitenschutz. Aber: Eigenverwaltung mit Vorrecht auf Planvorlage als Regelfall.
- (2) Orientierung am Effizienzziel: Rechtsrahmen wird gebildet durch Mehrheitsentscheidung, Obstruktionsverbot und Minderheitenschutz für einzelne Gläubiger und Schuldner.
- (3) Aber Unterschiede: Chapter 11 ist Sanierungsverfahren, das dem Schuldner Neustart erlauben soll; daher starke Schuldnerposition. Amendments von 2005. ¹⁾
Insolvenzplan-Verfahren dient Haftungsverwirklichung und ist von Gläubigern gesteuert.
- (4) Durchschnittliche Verfahrensdauer: 8 Studien zwischen 1983 – 2006: 10-32 Monate; Durchschnitt etwa 2 Jahre. Ergebnis erstaunlich wegen der Möglichkeit des „prevoted prepackaged reorganization plans“. Aber: Amendments von 2005!
- (5) Verletzung der Befriedigungsrangfolge (absolute priority rule) in 3 von 4 Fällen.

¹⁾ Bankruptcy Abuse Prevention and Consumer Protection Act.

(6) Direkte Insolvenzkosten, erhebliche Varianz der Ergebnisse:

- White (1989) 26 Unternehmen 3,4% des Barwertes aller Zahlungen an Gläubiger
- Weiss (1999) 37 Unternehmen 3,1% des Marktwertes Eigenkapital + Buchwert FK ein Jahr von Insolvenz
- Bris/Welch/Zhu (2006) 225 Unternehmen 11,5% der Summe aller Verbindlichkeiten ²⁾

(7) Direkte Kosten im Chapter 7 sind nicht niedriger als die in Chapter 11.

(8) Im Vergleich zu Kosten von Börsengängen und Kapitalerhöhungen sind direkte Insolvenzkosten nicht abschreckend hoch.

(9) Ergebnisse der Studien zur operativen Performance während des Verfahrens und nach Abschluss des Verfahrens fallen unterschiedlich aus.

(10) Unklar: einerseits häufige Verletzungen der APR zugunsten ungesicherter Gläubiger und Schuldner; andererseits präzise Rechtsprechung zur „new value exception“: Unter welchen Bedingungen darf Schuldner am Reorganisationswert beteiligt werden?

²⁾ Vier Ausreißer!

- (11) Probleme:
- Bewertung des zu reorganisierenden Unternehmens;
 - Stop von Plänen durch Stimmverhalten gesicherter Gläubiger.
Aufwendige Prüfverfahren, Zeitverluste.
- (12) Die Steuerung der Fälle durch Richter variiert stark; damit werden Verfahrensdauer, Kosten des Verfahrens und Wertverluste beeinflusst.
- (13) Keine klare Einschätzung zum Leistungsvermögen von Chapter 11 in der Literatur: heftige, z.T. übertriebene Kritik vs. starke Befürwortung. ³⁾

³⁾ Sehr guter Überblick in Warren, E./Westbrook, J.L. (2009).

VII. Gläubigerkoordination

(1) Gläubiger haben i.d.R.

- unterschiedliche Rechtspositionen,
- unterschiedliche ökonomische Verbundenheit mit Unternehmen des Schuldners,
- unterschiedliche Informationsstände über Lage des Schuldners.

(2) Resultat: Interessengleichklang ist gestört; Koordinationsbemühungen sind unerlässlich.

(3) Koordinationsbemühungen in freiwilligen Verhandlungen (Workout)

- Mediation
- Verweis auf Bewertungsergebnisse bei alternativen Bewertungen
- Verhandlungsdruck.

Ergebnis: hartnäckigen Akkordstörern ist nur beizukommen über Sonderzugeständnisse; vgl. Akkordstörer-Urteil des BGH vom 12.12.1991.

Amtlicher Leitsatz 1:

„Nach geltendem Recht entfaltet ein *außergerichtlicher* Sanierungsvergleich eine Bindungswirkung nur für diejenigen Gläubiger, die ihn geschlossen haben. Sogenannte Akkordstörer sind grundsätzlich auch dann nicht gehindert, ihre Ansprüche gegen den Schuldner uneingeschränkt durchzusetzen, wenn eine ganz überwiegende Mehrheit der Gläubiger einen derartigen Vergleich befürwortet“.

- (4) Erheblicher Nachteil für Realisierung wertmaximierender Pläne. Regel widerspricht auch der gewollten Anreizfunktion: Nur Wohlverhalten soll belohnt werden.
- (5) Koordination der Gläubiger im gesetzlich kodifizierten Verfahren ist besser erreichbar:
- Mehrheitsregel für Abstimmung in Gruppe (allerdings doppelte Mehrheit erforderlich), § 244 Abs. 1 InsO.
 - Bindung ganzer Gruppen über § 245 InsO machbar.
 - Rückwirkung des „Schattens“ von § 245 InsO auf freiwillige Verhandlungen ist fraglich wegen höherer Kosten des Verfahrens.

VIII. Position der Alteigentümer

- (1) Die Chance für Alteigentümer einen Teil des Wertes des Eigenkapitals zu retten ist im Workout größer als im Planverfahren und im Planverfahren größer als bei übertragender Sanierung.
- (2) Warum ist sie im Planverfahren kleiner?
 - das Planverfahren setzt später ein: die Relation zwischen Unternehmensgesamtwert und Nominalwert der Verbindlichkeiten ist somit ungünstiger;
 - die letzte in aller Regel nicht voll befriedigte Gläubigergruppe kann Verteilung gemäß Insolvenzplan anfechten, wenn sie nicht „angemessen“ beteiligt ist (§ 245 Abs. 2 Ziffer 2). Damit ist eine Vermögenszuweisung an Alteigentümer generell bedrohbar.
- (3) Unklar ist gemäß deutscher Rechtsprechung, gemäß welchen Kriterien zu entscheiden ist, ob den Alteigentümern gemäß Plan ein wirtschaftlicher Wert zuwächst. Vgl. Urteil LG Traunstein, 27. August 1999.
- (4) Viel entschiedener ist die Position des Supreme Court in der Entscheidung vom 3. Mai 1999: Der wettbewerbslose Versuch, die Eigentumsrechte gegen eine Einzahlung bei den Eigentümern zu belassen, findet keine Zustimmung. „...opportunities free from competition and without benefit of market valuation fall within the prohibition of § 1129(b)“, womit die gerichtliche Planbestätigung nicht erfolgt.
- (5) Für Kapitalmaßnahmen ist die Zustimmung der Altgesellschafter erforderlich, was ihnen ein Blockadepotenzial liefert, das sie einsetzen können, auch wenn ihre Anteile ökonomisch wertlos sind. Viele Autoren schlagen vor, den Gläubigern im Insolvenzverfahren zu erlauben, Kapitalmaßnahmen gegen den Willen der Altgesellschafter zu beschließen. Das ist aus ökonomischer Sicht sinnvoll; wenn der Wert der Anteile Null ist. Wäre er werthaltig, müsste eine Kompensation der Eigentümer stattfinden.

IX. Debt-Equity-Swap (DES) als Beispiel effizienter Sanierungsfinanzierung

(1) Regelfall ist, dass im Vorfeld der Insolvenz das Vermögen der Alteigentümer (Wert des Eigenkapitals) sehr klein (B) bzw. Null (C) ist. Unterstellt: Beschränkte Haftung. Ökonomische Überschuldung ist häufig.

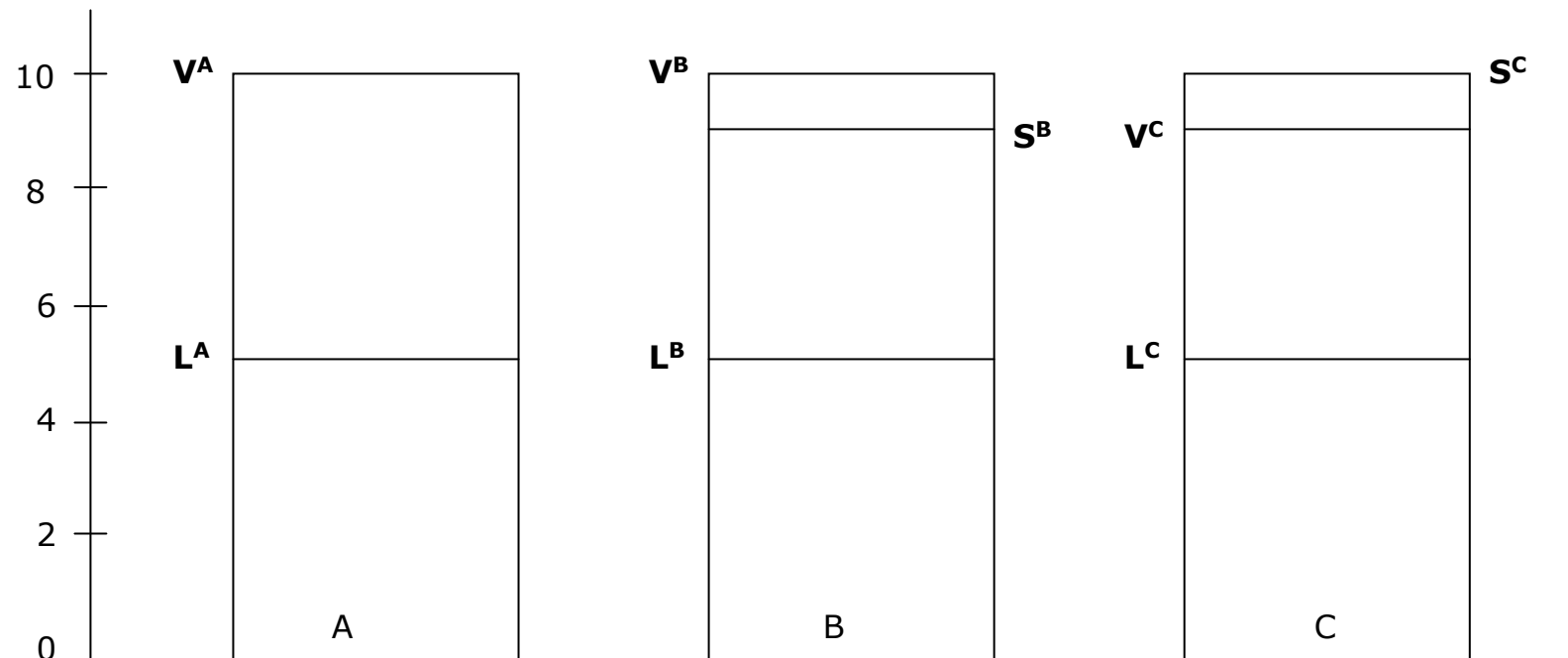


Abb. 1: Unternehmensgesamtwerte, Liquidationswerte und Gläubigeransprüche

(2) Ein intelligenter Lösungsweg besteht darin, den Gläubigern das ökonomische Vermögen (V) in Form von Eigenkapitalanteilen (Aktien, GmbH-Anteile) zu übertragen. Die Kapitalstruktur entspricht dann dem Fall A: Vollständige Eigenfinanzierung

(3) Die ökonomischen Vorteile sind bemerkenswert:

- Die gesetzliche bzw. vertraglich vereinbarte Befriedigungsrangfolge der Gläubiger wird beachtet.
- Die Insolvenzwahrscheinlichkeit sinkt radikal.
- Gläubigerinteressen werden homogenisiert, weil der Gegensatz zwischen Fest- und Restbetragsansprüchen verschwindet.
- Die künftige Liquiditätsbelastung sinkt um den Kapitaldienst.
- Bonität und Kreditfähigkeit sind positiv.
- Der DES über eine Kapitalerhöhung mit nachfolgender Sacheinlage umgeht das Problem, die eine Eigenkapitalzuführung für Eigentümer entstehen lässt: Eine Zuführung von Eigenkapital, die investiert wird, wirkt vorrangig zugunsten der Gläubiger, die die Erträge gestützt auf ihre Altverträge abschöpfen. Folglich ist die Zufuhr von Eigenkapital für Alteigentümer nicht interessant.

Die Umwandlung von FK zu EK lässt die oben genannte Umverteilung nicht entstehen, weil der Anspruch auf vorrangige Kapitaldienst-Leistung entfällt. An die Stelle tritt ein für alle gleicher pro-rate-Anspruch auf Erfolgsbeteiligung. An die Stelle der asymmetrischen Verteilung gemäß der alten Kapitalstruktur tritt ein symmetrischer, Verteilungsprobleme beseitigender Anspruch.

- (4) Im Workout kann ein DES nicht erzwungen werden. In der übertragenden Sanierung kann er nicht zum Einsatz kommen, da die Schulden abgetrennt werden.
- (5) Im Planverfahren können *Gläubiger* zur Akzeptanz von DES gezwungen werden (§§ 244, 245 InsO). Nicht dagegen die *Eigentümer*: Kapitalerhöhung und damit DES ist abhängig von Beschlüssen der Gesellschafter. Altgesellschafter müssten folglich dem Planverfahren unterworfen werden.
- (6) Bewertungsprobleme der Forderung (Differenzhaftung), die Frage, ob die Regeln zum Eigenkapitalersatz zu beachten sind, Befreiung von potenziellen Übernahmeangeboten werden hier ausgeklammert.

Baird (1986), The uneasy case of corporate reorganization, *Journal of Legal Studies*, 15. Bd., S. 127-147.

Balz (1986), Sanierung von Unternehmen oder von Unternehmensträgern?, Köln

Bebchuk (1988), a New Approach to Corporate Reorganizations, in: *Harvard Law Review*, Bd. 101, S. 775-804.

Braun/Uhlenbruck (1997), Unternehmensinsolvenz, Düsseldorf.

Bris/Welch/Zhu (2006), The Costs of Bankruptcy: Chapter 7 Liquidation versus Chapter 11 Reorganization, in: *The Journal of Finance*, Vol. 61, S. 1253-1303.

Brüning (2006), Gesellschafter und Insolvenzplan, Hamburg.

Buth/Hermanns (Hrsg.) (1998), Restrukturierung, Sanierung, Insolvenz, München.

Denis/Rodgers (2007), Chapter 11: Duration, Outcome and Post-Reorganization Performance, in: *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 43, S. 101-118.

Drukarczyk (2008), Kommentierung zu § 245 InsO, in: *Münchener Kommentar zur Insolvenzordnung*, 2. Aufl., S. 1998-2034.

Easterbruck (1990), Is corporate bankruptcy efficient? *Journal of Financial Economics*, 27. Bd., S. 414-418.

Eidenmüller (1997), Insolvenzbewältigung durch Reorganisation, in: *Effiziente Verhaltenssteuerung und Kooperation im Zivilrecht*, S. 145-172.

Eidenmüller (1999), Unternehmenssanierung zwischen Markt und Gesetz, Köln.

Eidenmüller (2003), Obstruktionsverbot, Vorrangregel und Absonderungsrechte, in: Kapitalgeberansprüche, Marktwertorientierung und Unternehmenswert, FS Jochen Drukarczyk, Richter/Schüler/Schwetzler (Hrsg.), S. 187-204.

Eidenmüller (2007), Leveraged Buyouts und die Effizienz des deutschen Restrukturierungsrechts, ZIP, 28. Jg., S. 1729-1737.

Eidenmüller (2008), Kommentierung zu §§ 217-269, in: Münchener Kommentar zur Insolvenzordnung, 2. Aufl., S. 1632-1656.

Eidenmüller/Engert (2009), Reformperspektiven einer Umwandlung von Fremd- in Eigenkapital (Debt-Equity-Swap) im Insolvenzplanverfahren, ZIP, 30. Jg., S. 541-554.

Evans/Koch (2007), Surviving Chapter 11: Why small firms prefer supplier financing, in: Journal of Economics and Finance, Vol. 31, S. 186-206.

Fritze (2007), Sanierung von Groß- und Konzernunternehmen durch Insolvenzpläne – Der Fall Senator Entertainment AG, in: Deutsche Zeitschrift für Wirtschafts- und Insolvenzrecht, 17. Jg., S. 89-93.

Fröhlich/Sittel (2009), Game over? Auswirkungen der Finanzmarktkrise auf die übertragende Sanierung, ZInsO, 19, S. 858-863.

Kalay/Shinghal/Tashjian (2007), Is Chapter 11 costly?, in: Journal of Financial Economics, Vol. 84, S. 772-796.

Paffenholz/Kranzusch (2007), Insolvenzplanverfahren, Sanierungsoption für mittelständische Unternehmen, Bonn.

Paulus (2008), Die ausländische Sanierung über einen Debt-Equity-Swap als Angriff auf das deutsche Insolvenzrecht? DZWIR, Heft 1, S. 6-14.

Schleifer/Vishny (1988), Value Maximization and the Acquisition Process, *Journal of Economic Perspectives*, Bd. 2, S. 7-20.

Schleifer/Vishny (1992), Liquidation Values and Debt Capacity: A Market Equilibrium Approach, *The Journal of Finance*, Bd. 48, S. 1343-1366.

Schmidt (1990), *Wege zum Insolvenzrecht der Unternehmen*, Köln.

Schmidt, H./Uhlenbruck (2009), *Die GmbH in Krise, Sanierung und Insolvenz*, 4. Aufl., Köln.

Terhart (1996), Chapter 11 Bankruptcy Code: Eine Alternative für Deutschland?, in: *Regensburger Beiträge zur betriebswirtschaftlichen Forschung*, Bd. 10, Frankfurt am Main, Berlin, Bern.

Warren/Westbrook (1999), Financial characteristics of Businesses in Bankruptcy, in: *American Bankruptcy Law Journal*, Vol. 73, S. 499-579.

Warren/Westbrook (2009), The Success of Chapter 11: A Challenge to the Critics, in: *Michigan Law Review*, Bd. 107, S. 603-641.

Wong/Partington/Stevenson/Torbey (2007), Surviving Chapter 11 Bankruptcies: Duration and Payoff?, in: *Abacus*, Vol. 43, S. 363-387.