

„Insolvenzplan, optionsbasierte Finanzierung und Sanierungshemmnisse“

**Prof. Dr. Dr. h. c. Jochen Drukarczyk
Universität Regensburg**



**2. Mannheimer Insolvenzrechtstag
21. Juli 2006**

- I. Ingangsetzung der Verhandlungen und Lösungsmöglichkeiten**

- II. Insolvenztatbestände und Fortführungschance am Beispiel der Überschuldung**
 - 1. Konzeption der Überschuldungsmessung**
 - 2. Fortbestehensprognose und überwiegende Wahrscheinlichkeit**
 - 3. Vermögensmessung bei positiver Fortbestehensprognose**
 - 4. Folgerungen**

- III. Insolvenzplan und Obstruktionsverbot**
 - 1. Struktur des Obstruktionsverbots**
 - 2. Unternehmensgesamt看t – Ermittlung und Aufteilung auf Anspruchsinhaber (Altfinanciers)**

IV. Optionsbasierte Finanzierung und Aufteilung des Unternehmensgesamtwertes

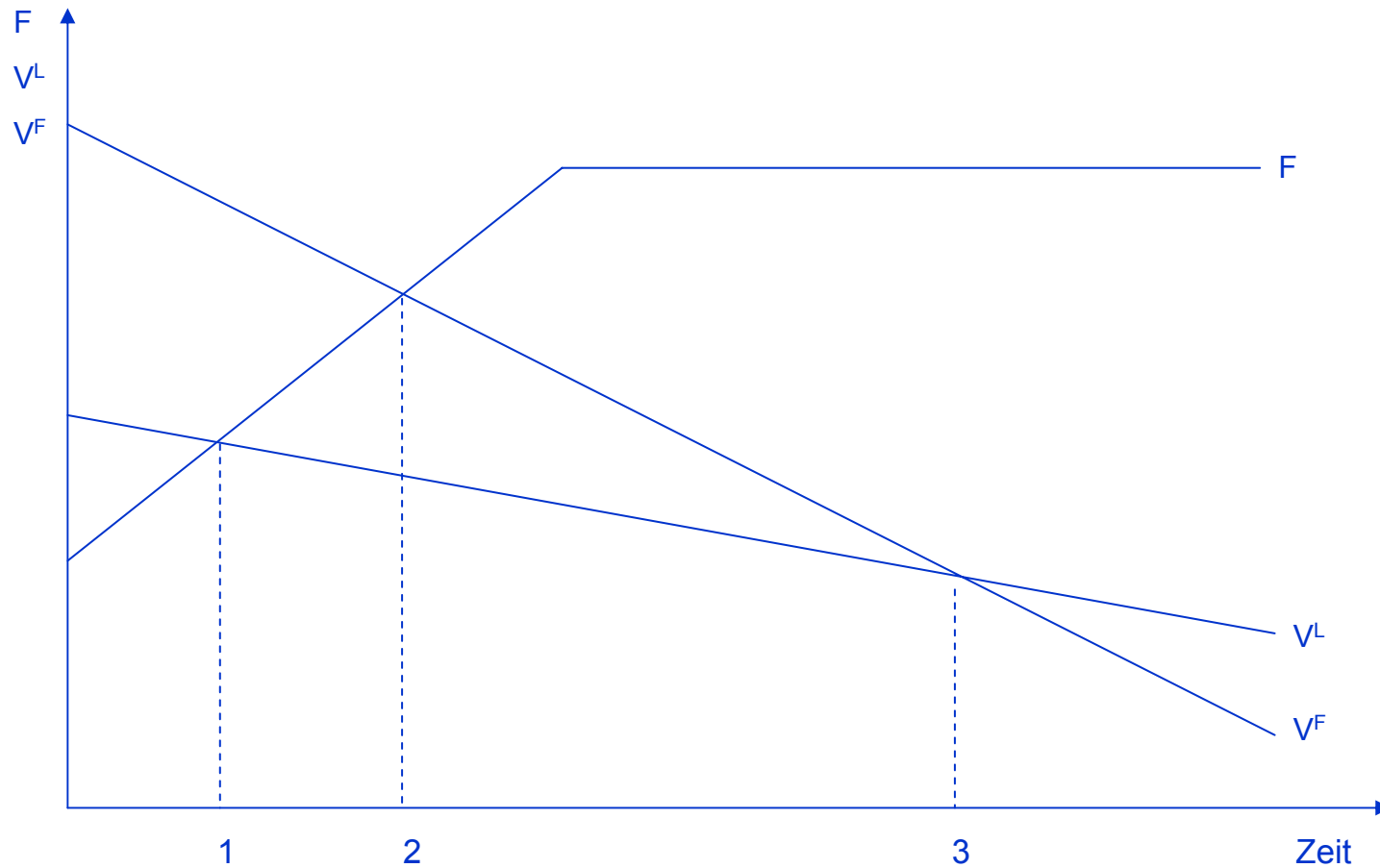
- 1. Vorschlag von Bebchuk**
- 2. Modifikationen von Aghion/Hart/Moore**

V. Sanierungshemmnisse

- 1. Beharrungsvermögen der Alteigentümer**
- 2. Verlustvorträge**

VI. Ergebnisse

I. Ingangsetzung der Verhandlungen und Lösungsmöglichkeiten



V^L = Liquidationswert (nach Verwertungskosten) vor Abzug von Verbindlichkeiten

V^F = Unternehmensgesamtwert vor Abzug von Verbindlichkeiten

F = Ansprüche aller Gläubiger (Nominalwert bzw. Rückzahlungsbetrag)

I. Ingangsetzung der Verhandlungen und Lösungsmöglichkeiten

- **Zeitpunkt 1:** rechts von 1 liegt „rechnerische Überschuldung“ vor
- **Zeitpunkt 2:** rechts von 2 liegt der Wert des Unternehmens bei Fortführung, also der Barwert aller künftig erzielbaren finanziellen Überschüsse im Zeitpunkt t unter dem Betrag, den alle Gläubiger zusammen im Zeitpunkt t fordern; es liegt *ökonomische* Überschuldung vor. Dieser Zustand bedeutet: auch wenn die (Alt)Eigentümer alle finanziellen Ansprüche an die Gläubiger entschädigungslos abtreten würden, könnten die Ansprüche der Gläubiger nicht vollständig erfüllt werden.
- **Zeitpunkt 3:** rechts von 3 liegt der Liquidationswert über dem Fortführungswert des Unternehmens. Liquidation ist die günstigere Verwertungsform.

Folgerung: Ab Zeitpunkt 2 sind neue Finanzierungsbeiträge nur erlangbar, wenn es zugleich gelingt, den Unternehmensgesamtwert zu steigern oder die Altansprüche zu reduzieren.

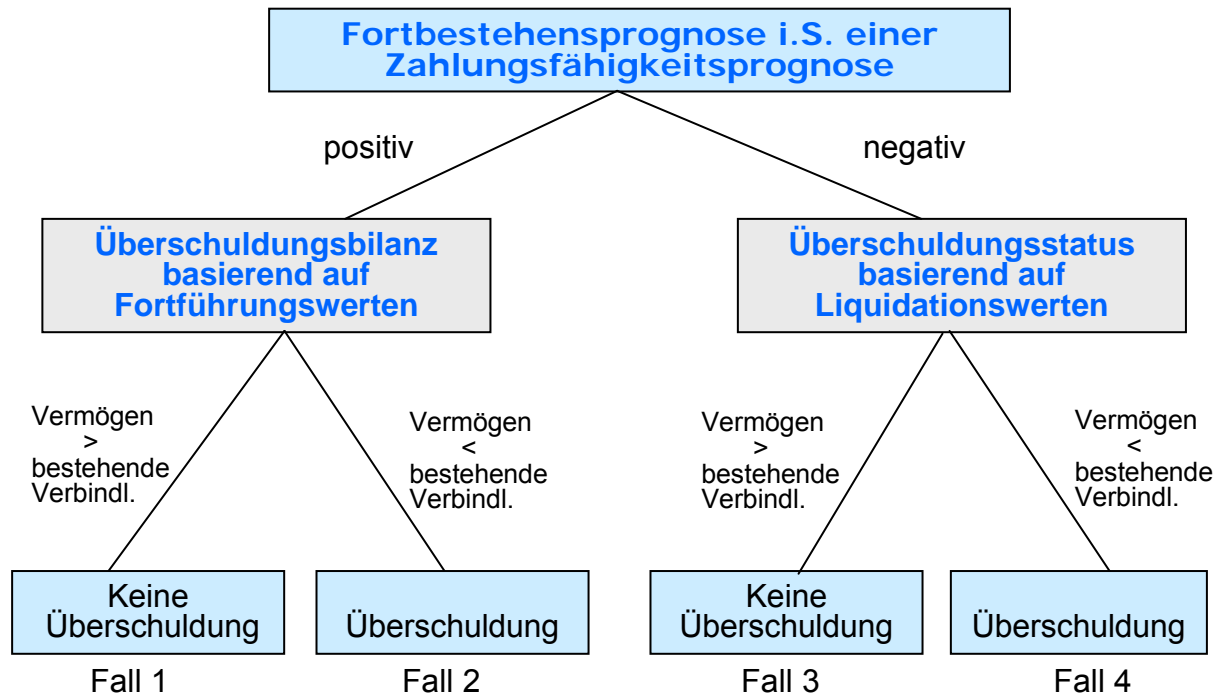
Ab Zeitpunkt 3 besteht ein Liquidationsbias. Die Suche nach Finanzierungsmöglichkeiten erübrigt sich.

II. Insolvenzstatbestände und Fortführungschance am Beispiel der Überschuldung

1. Konzeption der Überschuldungsmessung

Insolvenstatbestand	Zahlungsunfähigkeit	Drohende Zahlungsunfähigkeit	Überschuldung
Regelung in	§ 17 InsO	§ 18 InsO	§ 19 InsO
Definition	Der Schuldner ist zahlungsunfähig, wenn er nicht in der Lage ist, die fälligen Zahlungspflichten zu erfüllen.	Der Schuldner droht zahlungsunfähig zu werden, wenn er voraussichtlich nicht in der Lage sein wird, die bestehenden Zahlungspflichten im Zeitpunkt der Fälligkeit zu erfüllen.	Überschuldung liegt vor, wenn das Vermögen des Schuldners die bestehenden Verbindlichkeiten nicht mehr deckt. Bei der Bewertung des Vermögens ist die Fortführung des Unternehmens zugrunde zu legen, wenn diese nach den Umständen überwiegend wahrscheinlich ist.
Auslösung durch Schuldner	Pflicht	Recht	Pflicht
Auslöserecht des Gläubigers (Außenlösung)	Recht	Kein Recht	Recht

II. Insolvenztatbestände und Fortführungschance am Beispiel der Überschuldung



Überschuldungsprüfung gemäß § 19 InsO

II. Insolvenzstatbestände und Fortführungschance am Beispiel der Überschuldung

Eigenschaften:

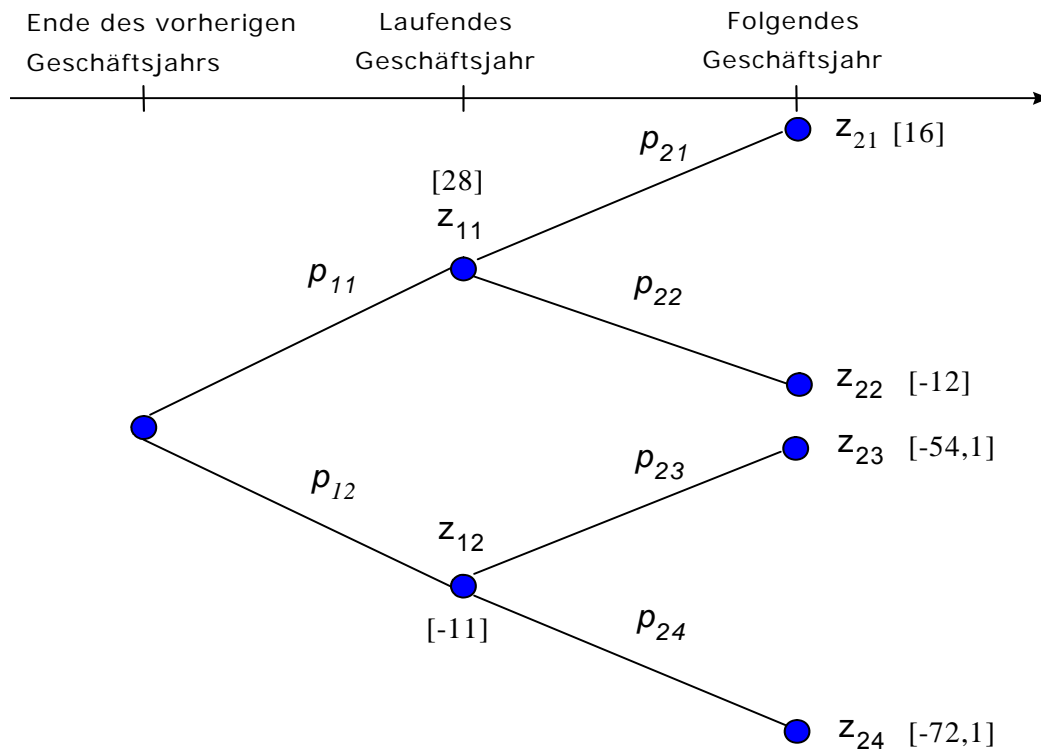
- Wiederbelebung der Konzeption einer Vermögensbindung in Höhe der Verbindlichkeiten als Gegengewicht zur beschränkten Haftung der Eigentümer
- Rückkehr zur „älteren“ zweistufigen Methode und Abkehr von der „modifizierten zweistufigen Methode“ i.S.v. Karsten Schmidt und BGH-Entscheidung vom 9.07.1992 (Dornier-Fall)
- 1.Stufe: Prüfung der Überlebensfähigkeit per Finanzplanung für einen Prognosezeitraum von maximal zwei Jahren
- 2.Stufe: Vergleich von „Vermögen“ und bestehenden Verbindlichkeiten, wobei der Ausgang der Prüfung auf Stufe 1 darüber entscheidet, unter welcher Prämisse (Fortführung oder Liquidation) Vermögen bzw. bestehende Verbindlichkeiten zu bewerten sind.

Kritische Punkte:

- (1) Feststellung der „überwiegenden Wahrscheinlichkeit“
- (2) Bewertung des Vermögens im Fortführungsfall: was sind zweckkonforme „Betriebsbestehenswerte“?

II. Insolvenzstatbestände und Fortführungschance am Beispiel der Überschuldung

Angenommen, die finanzielle Planung führe zu folgendem Ergebnis:



- Management kann Defizit in z_{12} von -11 durch Bankkredit decken.
- Es wird nicht erwartet, dass Kreditinstitute im Folgejahr weitere Kredite gewähren.
- Eigenkapital steigt in z_{11} durch Thesaurierung, wenn positiver Jahresüberschuss vorliegt.
- Finanzielles Defizit in z_{22} von -12 kann durch Einbehaltung des finanziellen Überschusses aus Periode 1 (Finanzanlage) finanziert werden.
- Eigenkapital und Cash-flow in z_{23} und z_{24} sind negativ; finanzielle Defizite sind nicht auffüllbar.

Es hängt von den Wahrscheinlichkeiten für die Zustände z_{23} und z_{24} ab, wie Antwort auf die Prüfung in Stufe 1 aussieht.

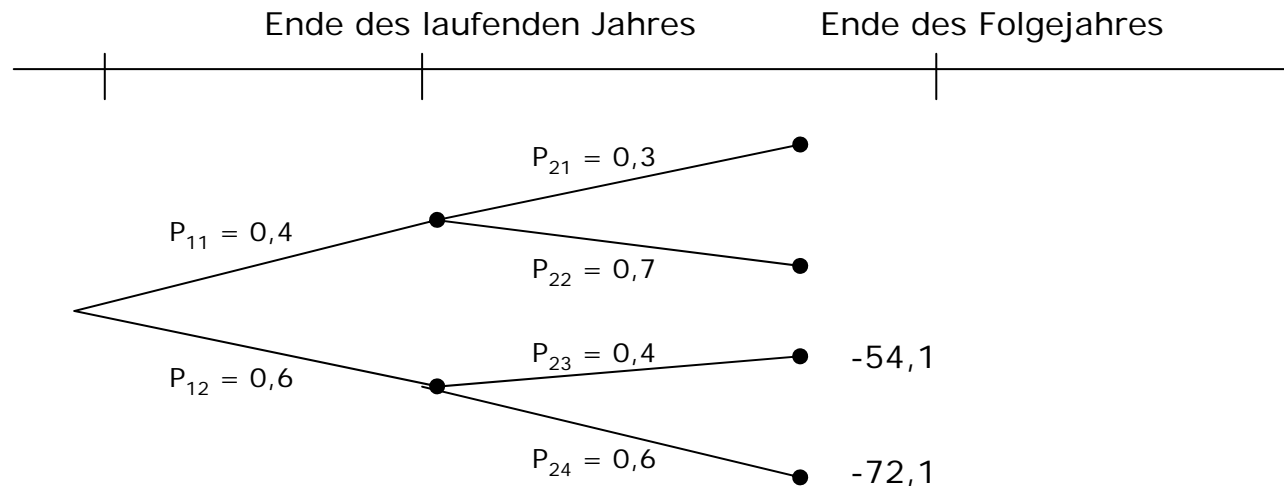
II. Insolvenztatbestände und Fortführungschance am Beispiel der Überschuldung

2. Fortbestehensprognose und überwiegende Wahrscheinlichkeit

Wie hoch ist die Wahrscheinlichkeit für einen negativen Ausgang der Fortbestehensprognose?

Aus Sicht von $t = 0$ sind für Periode 2 nicht auffüllbare Finanzplandefizite zu erwarten!

Angenommen, die Wahrscheinlichkeiten seien:



$$0,4 \cdot 0,6 + 0,6 \cdot 0,6 = 0,6$$

Die „überwiegende Wahrscheinlichkeit“ spricht für einen negativen Ausgang der Prüfung der Fortführungs-fähigkeit!

- (1) Die „subjektiven Wahrscheinlichkeiten“ sind „Grade des Überzeugtseins“. Nachprüfbarkeit durch Dritte ist nur in Grenzen möglich. Die sog. Innenlösung bietet also Gestaltungsspielraum.
- (2) Es gibt für die prüfungspflichtigen Organe Anreize, im Rahmen der Prüfung auf Stufe 1 zu einem positiven Ergebnis zu gelangen.

3. Vermögensmessung bei positiver Fortbestehensprognose

Wie sind zielkonforme „Fortführungswerte“ für Vermögensgegenstände zu bestimmen?

- Handelsbilanz-Ansätze sind nur Startpunkt

Ausgangspunkt: Mengengerüst der Handelsbilanz; aber keine prinzipielle Relevanz der Wertansätze: „Stille Reserven und Lasten“ seien aufzudecken. Grund der Irrelevanz der Handelsbilanz: Andere Funktion, nämlich „periodengerechte Gewinnermittlung“

(WP-Handbuch (2002, Bd. II, Teil L, Rn 98)

- Barwerte künftiger Einzahlungsüberschüsse werden ebenfalls abgelehnt: geeignet wäre V_t^F , also der Unternehmensgesamtwert; $V_t^F < F_t^*$ bedeutete ökonomische Überschuldung und wäre *theoretisch* ein brauchbares Kriterium für den Nachweis der Überschuldung; h. M. lehnt Barwert-Konzepte ab; Grund: mangelnde Justiziabilität.
- was aber bleibt, wenn Buchwerte und Barwerte ausscheiden?

(WP-Handbuch (2002); Bd. II, Teil L, Rn. 83-145)

- Ergänzungen zu Buchwerten, wenn höhere *Veräußerungspreise* belegbar sind
- RHB-Stoffe zu Wiederbeschaffungspreisen
- Firmenwert, wenn Gebot vorliegt
- Beteiligungen an Personengesellschaften zum *Ertragswert*
- Ausleihungen zum Rückzahlungswert
- Forderungen zum Nominalwert
- unfertige Erzeugnisse zum „Halbfertigwert“
- fertige Erzeugnisse zu *Verkaufserlösen* abzüglich noch anfallende Kosten

Also: mixtum compositum: mal Veräußerungspreis, mal Wiederbeschaffungskosten, mal Ertragswert; kein klares Prinzip.

II. Insolvenzstatbestände und Fortführungschance am Beispiel der Überschuldung

- Position des Fachausschusses Recht (1996): Empfehlungen zur Überschuldungsprüfung bei Unternehmen (Wpg 1997, S. 22-25)

„Vermögenswerte ... sind grundsätzlich mit dem Betrag anzusetzen, der ihnen als Bestandteil des *Gesamtkaufpreises des Unternehmens bei konzeptgemäßer Fortführung beizulegen wäre*“. Das ist eine Teilwert-Konzeption aus Sicht des Käufers. Das kann ein Votum für den Preis sein, den man bei Beschaffung aufzuwenden hätte.

Also: Wiederbeschaffungskosten. Das Ergebnis wird mit dem Symbol V^{WBK} belegt.

- These: V^{WBK} ist kein der ratio legis entsprechender Wert!
- Begründung:
 - Unternehmen, für die die Prüfung „überschuldet oder nicht“ relevant ist, sind Unterperformer: Residualgewinne nach Abzug von Kapitalkosten auf gebundenes Kapital zu Buchwerten sind bzw. waren über längere Zeiträume negativ.
 - Da Unternehmen nicht die Kapitalkosten auf die Buchwerte verdient, verdient es auch Kapitalkosten auf die i. d. R. höheren WBK nicht. D. h., es gilt $V^F < V^{WBK}$! Rationale Käufer würden einen Preis in Höhe von V^{WBK} nicht bezahlen!
 - Die Ersatzgröße V^{WBK} ist also keine verlässliche Schätzung für den unbekanntes Fortführungswert V^F .
 - Wenn V^{WBK} aber den relevanten Wert V^F überschätzt, ist $V^{WBK} > F^*$ kein beruhigendes Signal für Gläubiger, da es Wert (Vermögen) vorspiegelt, der (das) möglicherweise nicht vorhanden ist.

4. Folgerungen

- Prüfungspflichtige Organe werden versuchen
 - auf Stufe 1 die künftige Zahlungsfähigkeit zu schätzen,
 - um auf Stufe 2 Vermögen zu WBK bewerten zu können.
- Beide Manöver drängen den Zustand der „Überschuldung“ auf der Zeitachse nach rechts.
- Mit „ökonomischer Überschuldung“ wird bei Antragstellung künftig zu rechnen sein.
- Dann ist die Aufteilung des verbleibenden Wertes auf Anspruchsberechtigte schmerzhaft. Neue finanzielle Mittel sind schwer zu gewinnen.

III. Insolvenzplan und Obstruktionsverbot

1. Struktur des Obstruktionsverbots (§ 245 InsO)

Ablehnung eines Plans durch eine Gläubigergruppe mit den erforderlichen Mehrheiten i. S. v. § 244 InsO ist unerheblich, wenn gilt

1. Gläubigergruppe wird durch Plan voraussichtlich nicht schlechter gestellt als sie ohne Plan stünde (= Liquidationsalternative, Position im Regelverfahren)

2. Gläubigergruppe wird angemessen an dem wirtschaftlichen Wert beteiligt, der den Beteiligten auf der Grundlage des Plans zufließen soll

3. die Mehrheit der abstimmenden Gruppen hat dem Plan zugestimmt

angemessene Beteiligung am Plan-bedingten wirtschaftlichen Mehrwert liegt vor, wenn gilt

2.1 kein anderer Gläubiger erhält wirtschaftliche Werte, die den vollen Betrag seines Anspruchs übersteigen

2.2 weder ohne Plan nachrangige Gläubiger noch der Schuldner erhalten einen wirtschaftlichen Wert

2.3 kein im Regelverfahren gleichrangiger Gläubiger wird besser gestellt als die Gläubiger der nicht zustimmenden Gläubigergruppe

Eigenschaften der Regelung:

- genereller Bezugspunkt: Wert des Vermögens im Regelverfahren; nur *bessere* Pläne sollen Chance auf Durchsetzung haben.
- Definition einer Obergrenze der Wertzuweisung.
- Definition einer Untergrenze der Wertzuweisung.
- Beachtung der Vorinsolvenzrechte (APR = absolute priority rule) ist beabsichtigt.

2. Unternehmensgesamtwert – Ermittlung und Aufteilung auf Anspruchsinhaber (Altfinanciers)

- Das an die Altfinanciers Verteilbare besteht im Unternehmensgesamtwert nach leistungswirtschaftlicher Sanierung.
- Gläubiger werden i. d. R. nicht bar abgefunden, sondern im Zeitablauf mittels der bei Fortführung erwarteten finanziellen Überschüsse ausgezahlt. Sie erhalten Ansprüche auf künftige Zahlungen. Die Anspruchszuteilung muss den Bedingungen des § 245 InsO entsprechen, damit der Plan gegen mögliche Nein-Voten von Gruppen verteidigbar ist.
- Wie eine Ermittlung des Unternehmensgesamtwertes prinzipiell vorzunehmen ist, ist bekannt. Benutzt man den APV-Ansatz zur Bewertung des Unternehmens, besteht die Ermittlung aus folgenden Schritten:
 - Ermittlung des Unternehmenswertes bei Eigenfinanzierung (V_t^E),
 - Ermittlung des Barwertes der Steuervorteile aus dem Einsatz von Fremdkapital $\Delta V_t(F)$,
 - Ermittlung des Barwertes der steuerlichen Vorteile aus der Abarbeitung der steuerlichen Verlustvorträge ($\Delta V_t(VV)$),
 - der Unternehmensgesamtwert V_t^F ergibt sich aus: $V_t^F = V_t^E + \Delta V_t(F) + \Delta V_t(VV)$.

III. Insolvenzplan und Obstruktionsverbot

- Für die Umsetzung benötigt am:
 - Schätzungen für die finanziellen Überschüsse nach Steuern in der expliziten Planungsperiode und für die pauschal geplante zweite Phase,
 - eine Planung der Kapitalstruktur (= Finanzierung) des Unternehmens,
 - Diskontierungssätze, die das Geschäftsfeldrisiko und das Kapitalstrukturrisiko reflektieren und damit Kenntnisse über risikolosen Basiszinsfuß, Marktrisikoprämien, etc.
- Der Teufel steckt im Detail. Beispiel: Continental Airlines; Verfahren nach Chapter 11 BC in 1990-92; die sog. cram-down-Regelung (Art. 1129 BC) war Vorbild für § 245 InsO.
- Basisdaten:
 - gegründet 1934
 - 1. Reorganisationsverfahren in 1983
 - 2. Reorganisationsverfahren beantragt vom Management Ende 1990
 - 319 Großraumflugzeuge; 85 Kurzstrecken-Maschinen
 - Verlustvorträge: 1,9 Mrd. \$; Umsätze in 1990: 6,7 Mrd. \$
 - Mitarbeiter: 38.300
 - Bilanzsumme 7,7 Mrd. \$; verzinsliches Fremdkapital 5,2 Mrd. \$
 - ein Investor plant 250 Mio. \$ Eigenkapital und 325 Mio. \$ Fremdkapital einzubringen
 - Verfahrenseröffnung Dezember 1990; workout war zuvor gescheitert
 - Vorlage Reorganisationsplan Herbst 1992

III. Insolvenzplan und Obstruktionsverbot

- Bewertung von Continental Airlines gemäß Reorganisationsplan

Die vom Management für die Abstimmung über den Reorganisationsplan vorgelegten Planzahlen sind:

	1993	1994	1995	1996	1997
(1) Gewinn vor Zinsen und Steuern (EBIT)	208,7	513,0	902,2	921,3	940,9
(2) Steuern (s = 0,34) Beachtung von VV = 1.900	-	-	-	219,4 ¹⁾	319,9
(3) Abschreibungen	199,0	233,6	256,5	} 163,4 ²⁾	168,3
(4) Investitionen (ohne Flugzeuge)	271,2	264,1	221,7		
(5) Investitionen (Flugzeuge)	383,4	1.352,4	1.403,5		
(6) Investitionen Umlaufvermögen	5,0	5,0	5,0	5,2	5,4
(7) Verfügbarer Cash Flow bei EF	-251,9	-874,9	-471,5	533,3	447,3

Tabelle 1

¹⁾ $[921,3 - (1.900 - 208,7 - 603,0 - 902,2)] \cdot 0,34 = 219,4$.

²⁾ Daten sind im Detail im Reorganisationsplan ausgewiesen.

III. Insolvenzplan und Obstruktionsverbot

Die Planung des Fremdkapitals und die daraus folgende Zinslast sieht so aus:

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
(1) In Plan aufgenommenes FK der Altgläubiger	1.731,0 ¹⁾						
(2) Investition in Flugzeuge	-	383,4	1.352,4	1.403,5	-	-	-
(3) Sonstige Investitionen	-	69,4	95,6	57,0	-	-	-
(4) Tilgungen	-	96,0	343,6	278,8	278,8	278,8	278,8
(5) FK durch Neuinvestor	325,0						
(6) FK-Bestand ((1) + (2) + (3) - (4) + (5))	-	2.412,8	3.517,2	4.698,9	4.420,1	4.141,3	3.862,5
(7) Zinszahlungen incl. in Leasingraten enthaltene Zinsanteile	-	207,2	296,5	410,8	455,9	428,1	414,1

Tabelle 2

Die steuerlichen Vorteile aus der Verrechnung des Verlustvortrages von 1,9 Mrd. \$ sind in Tabelle 1 enthalten: Die Steuerzahlungen setzen erst in 1996 ein. Zu berechnen sind die steuerlichen Vorteile, die aus der Abzugsfähigkeit der Zinszahlungen resultieren.

¹⁾ Enthält nur Ansprüche gesicherter Gläubiger.

III. Insolvenzplan und Obstruktionsverbot

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
(1) Entwicklung d. Verlustvortrages (VV) bei EF	1.900	1.691,3	1.178,3	276,1	0	0	0	0
(2) Zinsaufwand	-	207,2	296,5	410,8	455,9	428,1	414,1	414,1
(3) EBIT bei EF nach Verrechnung des VV von 1.900	-	0	0	0	645,2 ¹⁾	940,9	969,1	998,2
(4) Kumulierter noch zu verrechnender Verlust aus Zinsaufwand	-	207,2	503,7	914,5	725,2	212,4	0	0
(5) Steuerlicher Vorteil aus Verrechnung des Zinsaufwandes					219,4	319,9	213,0	140,8

¹⁾ $EBIT_{96} = 921,3$; $921,3 - \text{nicht genutzter VV} = 921,3 - (1.900 - 1.623,9) = 645,2$.

III. Insolvenzplan und Obstruktionsverbot

Bestimmung des Unternehmensgesamtwertes und des Wertes des Eigenkapitals zum 1.1.1993, wenn $FK_0 = 1.731 + 325 = 2.056$.

	1	2	3	4
(1) Risikolose Rendite	0,0769	0,0769	0,0769	0,0769
(2) Marktrisikoprämie (\bar{r}_{M-i})	0,06	0,06	0,05	0,05
(3) β^U (Beta-Wert bei EF)	0,74	0,74	0,74	0,74
(4) Geforderte Rendite d. Eigentümer	0,1213	0,1213	0,1139	0,1139
(5) Wachstumsrate g ab 1998 ff.	0,03	0,04	0,03	0,04
(6) $I_t - Ab_t$ ab 1996	163,4 ¹⁾	272,4 ²⁾	163,4	272,4
(7) Wert des Unternehmens bei EF zum 1.1.1993	2.182,4	1.599,0	2.537,8	1.924,0
(8) ΔV (F)	1.263,5	1.263,5	1.263,5	1.263,5
(9) Unternehmensgesamtwert	3.445,9	2.862,5	3.801,3	3.187,5
(10) Wert des Eigenkapitals nach Abzug von $FK_0 = 2.056$	1.389,9	806,5	1.745,3	1.131,5

Tabelle 3

1) Entspricht $0,03 \cdot BS_{t-1}$.

2) Entspricht $0,05 \cdot BS_{t-1}$.

Folgen:

- Prägnante Abhängigkeit des Unternehmensgesamtwertes und des Wertes des Eigenkapitals von
 - Höhe der Marktrisikoprämie,
 - erforderlichen Reinvestitionsbeträgen,
 - Wachstumsrate g in der zweiten Planungsphase,
 - Beta-Wert β^U ,
 - Höhe der realisierten Verschuldung.
- Ungesicherte Gläubiger halten nominelle Ansprüche von ca. 3,5 Mrd. \$, die im Reorganisationsplan nicht berücksichtigt sind. Tabelle 2 enthält nur die Ansprüche gesicherter Gläubiger in Höhe von 1,7 Mrd. \$. Ungesicherte Gläubiger sollen Aktien erhalten.
- Neuinvestor, der 250 Mio. \$ Eigenkapital einschießt, erhält ebenfalls Aktien. Träfe Konstellation 4 zu ($E = 1.131,5$), erhielten ungesicherte Gläubiger $1.131,5 - 250 = 881,5$ Mio. \$ und somit eine Befriedigungsquote von ca. 25%.
- Alteigentümer erhalten nichts. Die Prioritätenrangfolge ist somit eingehalten.

1. Vorschlag von Bebchuk (1988, 1998)

Ziel: Vereinfachung und Beschleunigung des kostenträchtigen und langwierigen Verfahrens gemäß Chapter 11 BC

- Bewertungen durch Richter und/oder Sachverständige im Verfahren sollen vermieden werden,
- Verfahren soll schnell und kostengünstig ablaufen,
- Anspruchsrangfolge soll streng eingehalten werden,
- Anreize, zum Einsatz von Gutachtern und von Verzögerungsstrategien sollen nicht entstehen,
- Lösungsidee: Insolvenzverwalter
 - initiiert leistungswirtschaftliche Sanierung
 - prüft Forderungen, bildet Gläubigergruppen,
 - legt Zielkapitalstruktur des Unternehmens fest,
 - verteilt Optionsrechte an Financiers, zu unterschiedlichen Ausübungspreisen.

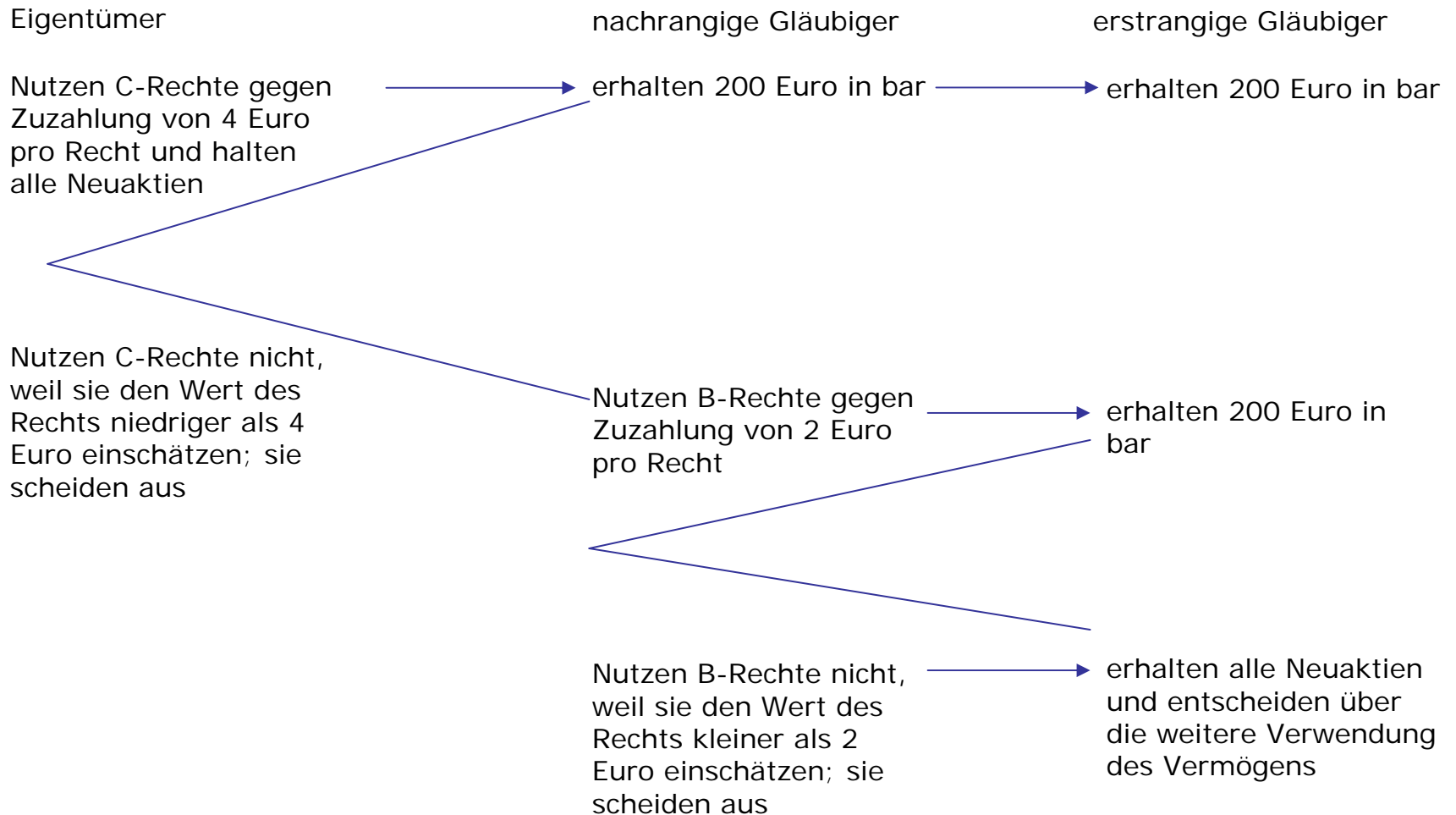
Beispiel:

- Gesicherte Gläubiger halten Forderungen von 200 Euro
- Ungesicherte Gläubiger halten Forderungen von 200 Euro
- Insolvenzverwalter plant Ausgabe von 100 neuen Aktien
- Alteigentümer erhalten C-Rechte. Ein C-Recht berechtigt zum Erwerb einer Aktie gegen Zahlung des Ausübungspreises von 4 Euro pro C-Recht. ¹⁾
- Ungesicherte Gläubiger erhalten B-Rechte. Ein B-Recht berechtigt zum Bezug von 2 Euro oder zum Bezug einer Aktie.
- Gesicherte Gläubiger erhalten A-Rechte: Ein A-Recht berechtigt zum Bezug von 2 Euro oder zum Bezug einer Aktie.

Die Summe der Ausübungspreise ermöglicht exakt die Finanzierung der Ansprüche aller Anspruchsteller, die der Klasse der die Rechte Ausübenden in der Verteilungsregelung vorangehen. Damit wird die Einhaltung der Prioritätsregel gesichert.

$$^1) \text{ Ausübungspreis / Aktie} = \frac{\text{Beträge aller Ansprüche, die vor den Eigentümern rangieren}}{\text{Zahl der Aktien}}$$

IV. Optionsbasierte Finanzierung und Aufteilung des Unternehmensgesamtwertes



Folgen:

- Vorinsolvenzrechte werden voll respektiert. Es gibt keine ex-post-Enttäuschungen. Das heißt auch, dass Gläubiger ex ante darauf vertrauen können, dass die vertraglich vereinbarte Rangfolge eingehalten wird. Die Kosten für Kredite werden reduziert.
- Richterliche Bewertungsentscheidungen werden an den Rand gedrängt; eine formelle Bewertung des Unternehmens findet nicht statt. Nur die subjektiven Bewertungen der Anspruchsinhaber zählen. Kosten des Verfahrens sinken. Anreize, Gutachterkämpfe auszulösen, entstehen nicht.
- Strategische Einflussnahmen von nachrangigen Gläubigern und/oder Eigentümern auf die Größe „Unternehmenswert“ haben keinen Angriffspunkt.
- Alteigentümer scheiden aus, wenn die Auslöseentscheidung erst dann erfolgt, wenn ökonomische Überschuldung bereits vorliegt. Insolvenz ist Haftungsverwirklichung.

2. Modifikationen von Aghion/Hart/Moore (1992, 1995)

- Generelle Herausgabesperre.
- Bestellung eines Insolvenzverwalters, der
 - Bargebote (cash bids) einholt für das Unternehmen, das nur in Höhe der voll gesicherten Verbindlichkeiten verschuldet (F^*) ist;
 - prüft, ob gesicherte Ansprüche durch den Wert der Kreditsicherheiten gedeckt sind;
 - Unternehmen für eine Zeit von ca. 3 Monaten fortführt, Ansprüche prüft, Kreditsicherheiten bewertet, Reorganisationsplan entwirft, potentiellen Bietern Einblick in bewertungsrelevante Daten gibt;
 - eine Kapitalstruktur herstellt, die neben F^* nur Eigenkapital aufweist;
 - den Gläubigern im Rang nach den gesicherten Gläubigern die Eigentumsrechte zuweist und allen Gläubigern auf niedrigeren Rängen und den Alteigentümern Optionsrechte i. S. d. Vorschlags von Bebchuk zuteilt. Die Optionsrechte können gehandelt werden und sind innerhalb eines Monats auszuüben.
- Diejenigen, die am Ende die Eigentumsrechte halten, stimmen mit Mehrheit über die Verwertung des Vermögens des Unternehmens ab (Verkauf an Dritte, Fortführung mit altem bzw. neuem Management, Liquidation).
 - Verbleib von F^* in der Kapitalstruktur reduziert Ausübungspreise, spart Transaktionskosten und erhöht Wert des Unternehmens wegen der mit F^* verbundenen steuerlichen Vorteile;
 - cash bids liefern Informationen über die Einschätzung der Werte der Anteile (des Eigenkapitals) durch Dritte; ermöglicht neue Eigentümerstrukturen;
 - erhöht Wettbewerb um Fortführungskonzepte.

1. Beharrungsvermögen der Alteigentümer

a. Wann erhält der Schuldner einen „wirtschaftlichen Wert“?

- Ausgangspunkt: § 245 Abs. 2 Nr. 2 InsO

Gegen den Insolvenzplan stimmende Gläubiger können, soweit sie nicht voll befriedigt sind, auf der vollständigen ökonomischen Abdrängung des Eigentümers bestehen.

- Besteht in der Fortführungsoption des Schuldners ein wirtschaftlicher Wert? Begründung RegE zu § 245: nicht zwangsläufig; die Umstände des Einzelfalles seien zu betrachten. Außerdem könnten die „Leistungen, die der Schuldner nach dem Plan zu erbringen hat, den vorhandenen Wert des Unternehmens“ (es muss Wert des Eigenkapitals heißen!) aufwiegen.

Wenn kein Dritter bereit sei, - so der RegE - das Unternehmen unter den Bedingungen des Plan fortzuführen, könne im Zweifel nicht angenommen werden, dass der Schuldner durch den Plan einen wirtschaftlichen Wert erhält (LG Traunstein).

- Antwort des RegE ist zu simpel: wer den Anspruch auf die Residualzahlungen hält, erhält aus ökonomischer Sicht immer einen Wert, es sei denn die Gläubiger schöpften *alle* finanziellen Überschüsse bis zur vollständigen Glattstellung ihrer Positionen ab.

Wenn man fehlende Gebote Dritter argumentativ ins Feld führen will, muss man zuvor Bietverfahren in Gang setzen. So US-Supreme Court in 1999.

b. Insolvenzplanverfahren und Alteigentümer

- Im Verfahren nach Bebchuk bzw. Aghion/Hart/Moore scheiden Alteigentümer aus, wenn der Unternehmens*gesamt*wert nach leistungswirtschaftlicher Sanierung die nominalen Ansprüche der Gläubiger unterschreitet, wenn also ökonomische Überschuldung vorliegt. Der Wert des Eigenkapitals ist Null, der Ausstieg des Alteigentümers geboten.
- Im Insolvenzplanverfahren ist die juristische Position der Alteigentümer in Kapitalgesellschaften verfestigt, auch wenn der ökonomische Wert der Anteilsrechte Null ist. Um das bilanzielle Eigenkapital auf Null herabzusetzen, Altgläubiger zu Eigentümern zu machen, Anteilsrechte entgeltfrei zu übertragen, sind Beschlüsse der Alteigentümer erforderlich. Zwangseingriffe in die Rechtsstellung der Eigentümer können aus der InsO nicht abgeleitet werden. Damit verfügen die Alteigentümer über Blockaderechte, auch wenn der ökonomische Wert der Position Null ist. Viele Autoren sehen hier einen Konstruktionsfehler.
- Gründe für die starke Position der Alteigentümer sind in Einzelfällen berechtigt, generell aber nicht überzeugend: (1) spezifische Kenntnisse der Eigentümer; (2) Anreiz zur Auslösung von Insolvenzverfahren; (3) Verzicht auf Risikoverlagerungsstrategien auf Gläubiger.

V. Sanierungshemmnisse

Für die Finanzierung insolventer Unternehmen gilt:

- (1) Die FK-Last muss reduziert werden, um das Risiko erneuter Insolvenz zu senken. Unternehmen verlassen Reorganisationsverfahren (in den USA) mit Verschuldungsgraden, die die branchentypischen Durchschnittswerte übersteigen. Das ist unerwünscht.
- (2) Eine wichtige Möglichkeit der Absenkung der FK-Last ist, Fremdkapitalansprüche in Eigenkapitalansprüche umzuwandeln. Diesen Weg verfolgen Bebchuk und Aghion/Hart/Moore konsequent.
- (3) Dies bedeutet, dass den Alteigentümern die Einnahme von Störpositionen erschwert werden muss.
- (4) Das Fortführungsrecht hat ökonomisch einen positiven Wert. Es hängt vom Fortführungswert V_t^F und den Nominalansprüchen der Gläubiger ab, ob Alteigentümer hierfür bezahlen müssen in Form von Einlagen.

2. Verlustvorträge

- § 8 (4) KStG regelt, unter welchen Voraussetzungen Verlustvorträge mit künftigen zu versteuernden Überschüssen verrechnet werden können. Prinzip: Erhaltung der wirtschaftlichen Identität.
- Untergang der wirtschaftlichen Identität knüpft an zwei Merkmalen an: (1) eine Übertragung von mehr als 50% der Anteile hat stattgefunden und (2) Betrieb wird mit überwiegend neuem Betriebsvermögen fortgeführt.
- Die sog. Sanierungshilfe in § 8 (4) Satz 3 definiert, wann Zuführung neuen Betriebsvermögens unschädlich ist: „dient Sanierung“, Fortführung des Geschäftsbetriebs in vergleichbarem Umfang für 5 Jahre.
- Findet im Rahmen der Insolvenzbewältigung eine wesentliche Zufuhr neuen Betriebsvermögens statt und kann das Unternehmen die restriktiven Bedingungen des sog. Sanierungsprivilegs nicht erfüllen, hängt der Untergang des Verlustvortrages vom Umfang der übertragenen Anteile ab. In der Bebchuk- bzw. AHM-Lösung geht der VV generell unter.

Im IPV bleibt er erhalten, wenn die Alteigentümer weiterhin mehr als 50% der Anteile halten. Damit wird die Position der Alteigentümer gestärkt und zwar unabhängig davon, wie werthaltig ihre Anteile sind. Dies stärkt die Verhandlungspositionen der Eigentümer und behindert die Durchsetzung der Befriedigungsrangfolge zu Lasten der Gläubiger.

VI. Ergebnisse

- Der Insolvenzplan gilt als Kernstück der InsO. Die Orientierung an ökonomischen Prinzipien ist belegbar. Die empirische Relevanz ist bislang bescheiden.
- Die USA haben die längste und umfassendste Erfahrung mit Reorganisationsplänen. Die Verfahren sind langwierig, kostenträchtig und verletzen fast regelmäßig die APR. Die Entwicklung von „prepackaged bankruptcies“ hat zur Abkürzung der Verfahren und zur Reduktion der Verfahrenskosten beigetragen.
- Die Ansätze der optionsbasierten Verteilung der Anteilsrechte haben zum Ziel, die Verfahrensdauer zu verkürzen, die Verfahrenskosten zu senken, die Befriedigungsrangfolge einzuhalten und Verzerrungen durch fehlerhafte Bewertungen zu vermeiden.
- Die InsO versteht sich als Verfahren der Haftungsverwirklichung. Dieses Ziel gerät allerdings gelegentlich aus dem Blick.
- Verlustvorträge haben eine hohe ökonomische Bedeutung. Die geltenden Restriktionen stärken die Position der Alteigentümer im Verhandlungsprozess.

Literatur

Aghion, P./Hart, O./Moore, I. (1995), Insolvency Reform in the UK. A Revised Proposal. In: Insolvency and Practice, Jg. 11, S. 65-74.

Bebchuk, L.A. (1988), A New Model of Corporate Reorganization. In: Harvard Law Review, 101. Bd., S. 775-804.

Drukarczyk, J. (2004), Probleme des Reorganisationsverfahrens, Bewertung, best interest test und Verlustvorträge. In: Unternehmen in der Krise, Heintzen, M./Kruschwitz, L. (Hrsg.), Berlin, S. 129-148.