

Potenzieller wirtschaftlicher Nutzen einer Reform des Insolvenzrechts in Europa

Februar 2016



Haftungsausschluss

Der Bericht „Potenzieller wirtschaftlicher Nutzen einer Reform des Insolvenzrechts in Europa“ ist ausschließlich als allgemeine Information gedacht und sollte nicht als rechtliche, finanzielle, anlagesteuerliche, regulatorische, geschäftliche oder anderweitig professionelle Beratung angesehen werden. Die in diesem Bericht enthaltenen Informationen stammen aus Quellen, die als zuverlässig angesehen werden. Jedoch versichern und gewährleisten weder AFME, Frontier Economics noch Weil, Gotshal & Manges LLP, dass die Informationen richtig, geeignet oder vollständig sind, und AFME, Frontier Economics und Weil, Gotshal & Manges LLP oder deren jeweilige Mitarbeiter oder Berater schließen jegliche Haftung aus, die sich aus, in Verbindung mit oder durch die Nutzung des Berichts ergeben kann.

Grundlage für den Erhalt dieses Dokuments sind die Absätze 3, 4, 5, 9, 10, 11 und 13 der Nutzungsbedingungen, die für die AFME-Website gelten (abrufbar unter <http://www.afme.eu/Legal/Terms-of-Use.aspx>). Für die Zwecke dieser Nutzungsbedingungen wird dieses Dokument als „Material“ angesehen (unabhängig davon, ob Ihnen das Dokument zugestellt wurde oder ob Sie es über die AFME-Website abgerufen oder anderweitig erhalten haben).

Februar 2016

Contents

Vorwort	2
Zusammenfassung	4
1. Einleitung	10
2. Überblick über bestehende Reformen auf EU-Ebene	14
3. Rechtliche und politische Aspekte der EU-Insolvenzsysteme	20
4. Wirtschaftliche Analyse zu den Auswirkungen der Insolvenzsystemqualität	30
5. Schlussfolgerungen und politische Erwägungen	48
Anhang 1: Die Beziehung zwischen der Qualität von Insolvenzregelungen und Rentenmarktentwicklung	52
Anhang 2: Daten zu Sanierungsraten	55
Anhang 3: Literaturübersicht	57
Anhang 4: Technischer Anhang zum ökonometrischen Modell	60
Anhang A: Wichtigste Unterschiede im EU-Insolvenz- und Sanierungsrecht	72
Anhang B: Wichtigste Regelungen des U.S. Chapter-11-Rechtsrahmen	86
Anhang C: Fallstudien von wichtigen Sanierungen in Europa	87
Anhang D: Fallstudien über jüngste staatliche Reformen	90
Literaturhinweise	92
Kontaktinformationen	96

Vorwort

Die Reform der äußerst unterschiedlichen europäischen Insolvenzgesetze ist ein klassisches Binnenmarktprojekt, dessen Umsetzung höchste Priorität eingeräumt werden sollte. Derzeit hemmen widersprüchliche Regelungen im Insolvenzbereich die europäischen Finanzmärkte und bremsen das Wachstum in der Realwirtschaft. Die einander widersprechenden Vorschriften verursachen Unsicherheit bei Anlegern, behindern grenzüberschreitende Investitionen und verzögern die Sanierung von Unternehmen, die sich in einer finanziellen Schieflage befinden. Zudem erschweren sie die Wertberichtigung der großen Anzahl notleidender Kredite in Europa, die eine echte Gefahr für die Stabilität des Bankensektors darstellen.

Die Reform des europäischen Insolvenzrechts ist seit langem überfällig, und die Europäische Kommission hat sich verpflichtet, diesbezüglich Maßnahmen zu ergreifen. Im Rahmen ihres Arbeitsprogramms zur Kapitalmarktunion wird die Kommission im Laufe des Jahres eine Gesetzgebungsinitiative zu Unternehmensinsolvenzen vorzuschlagen. Als Beitrag zu der Debatte veröffentlicht die Association for Financial Markets in Europe (AFME) das Diskussionspapier „Potenzieller wirtschaftlicher Nutzen einer Reform des Insolvenzrechts in Europa“. Der Bericht, der in Zusammenarbeit mit dem Wirtschaftsberatungsunternehmen Frontier Economics und der internationalen Anwaltskanzlei Weil, Gotshal & Manges LLP verfasst wurde, stellt eine umfassende wirtschaftliche und rechtliche Analyse der Folgen von fragmentierten Insolvenzvorschriften in Europa bereit.

Unser Bericht bietet eine erste Schätzung der möglichen wirtschaftlichen Auswirkungen einer Insolvenzreform in Europa. Er zeigt, dass eine Verbesserung der Sanierungsrate im Bereich Insolvenzen die Spreads von Unternehmensanleihen um 18 bis 37 Basispunkte verringern sollte. Auf die Gesamtwirtschaft angewendet könnte dieser reduzierte Risikoaufschlag langfristig eine Steigerung des BIP der EU um 0,3 bis 0,55 % bzw. 41 Mrd. bis 78 Mrd. Euro bewirken.

Wir bringen mehrere konkrete Vorschläge für eine zielgerichtete Harmonisierung der Insolvenzgesetze in Form von europäischen Mindeststandards für das Insolvenzrecht ein. Erstens empfehlen wir, dass alle Mitgliedstaaten über eine mit Chapter 11 vergleichbare Aussetzung des Verfahrens verfügen sollten, um schnelle und effektive Sanierungen zu ermöglichen. Zweitens befürworten wir eine besondere Absicherung für Neufinanzierungen, um angeschlagene Unternehmen mit Betriebskapital zu versorgen. Drittens schlagen wir eine Stärkung der Gläubigerrechte vor. Und viertens empfehlen wir, dass die nationalen Insolvenzbehörden ihre Ergebnisse regelmäßig veröffentlichen, so dass Anleger und Entscheidungsträger auf qualitativ hochwertige Informationen zugreifen können.

Strengere Insolvenzvorschriften begünstigen tiefere und effizientere Kapitalmärkte und ein stärkeres Unternehmertum. Diese Schlüsselemente bilden die Grundlage für weiteres Wachstum, das für die gesamte Europäische Union dringend erforderlich ist. Die AFME und unsere Mitglieder unterstützen die Maßnahmen der Kommission im Bereich Kapitalmarktunion in jeder Hinsicht. Wir hoffen, dass der vorliegende Bericht eine aussagekräftige Diskussionsgrundlage für die Schaffung eines europaweit harmonisierten Insolvenzrechtsrahmens als Teil dieser wichtigen Initiative bietet.

Simon Lewis

Chief Executive

Association for Financial Markets in Europe



Zusammenfassung



Zusammenfassung

Die Europäische Kommission hat in ihrem Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion mit Nachdruck darauf hingewiesen, dass die Annahme von Mindeststandards für das Insolvenzrecht in ganz Europa dazu beitragen würde, Hindernisse für grenzüberschreitende Investitionen abzubauen und eine schnellere Restrukturierung von Unternehmen zu ermöglichen. Die Kommission beabsichtigt, bis Ende 2016 eine Gesetzgebungsinitiative zum Insolvenzrecht vorzulegen. Zweck des vorliegenden Berichts ist es, den derzeitigen Stand der europäischen Insolvenzgesetze und -praktiken im Kontext der neuen Reformvorschläge der Kommission zu untersuchen. In diesem Sinne soll eine glaubwürdige quantitative und qualitative Bewertung der verschiedenen wirtschaftlichen Vorteile erfolgen, die im Rahmen einer Reform des Insolvenzrechts realisiert werden könnten.

Die für Unternehmensinsolvenzen geltenden Rechtsvorschriften tragen dazu bei, knappe Ressourcen – insbesondere Kapital und Arbeitskraft – auf effiziente Weise produktiveren Verwendungsmöglichkeiten zuzuweisen, sobald ein Unternehmen finanziellen Schwierigkeiten ausgesetzt ist. Die vier Hauptfunktionen eines effektiven Rechtsrahmens für Insolvenzen sind:

- Bewertung der langfristigen Tragfähigkeit – Unterscheidung zwischen Unternehmen, die nicht mehr tragfähig sind, und potenziell rentablen Unternehmen, die (als „going concern“) fortgeführt werden könnten.
- Ermöglichung von Sanierung – Erleichterung der Neuorganisation von tragfähigen Unternehmen, damit diese ihre normale Geschäftstätigkeit schnell und reibungslos wiederaufnehmen können.
- Schaffung von Rechtssicherheit – Gewährleistung, dass alle an einer Restrukturierung oder Insolvenz eines Unternehmens beteiligten Parteien vorab eingehend über die Verfahren und Fristen sowie über ihre Rechte und Zuständigkeiten unterrichtet werden.
- Ermöglichung von Schadenregulierung – Senkung der Kosten und Verkürzung der Fristen im Falle einer Unternehmensinsolvenz, um die Durchsetzung von Schuldinstrumenten zu gewährleisten.

Die erheblichen Unterschiede, die zwischen den nationalen Insolvenzrechtsrahmen in Europa bestehen, beeinträchtigen die Wirtschaft und die Finanzmärkte auf unterschiedliche Weise. Zu den negativen Auswirkungen gehören unter anderem:

- Behinderung von grenzüberschreitenden Investitionen (insbesondere in Bezug auf multinationale Unternehmen oder Unternehmen mit komplexen Finanzstrukturen), wodurch die Effizienz der EU-Kapitalmärkte insgesamt reduziert wird;
- Behinderung der rechtzeitigen Restrukturierung tragfähiger Unternehmen, die vor finanziellen Schwierigkeiten stehen, was häufig dazu führt, dass ein angeschlagenes Unternehmen in Liquidation tritt, anstatt als noch aktives Unternehmen (als „going concern“) saniert zu werden;
- gesteigerte Unsicherheit unter Emittenten, Anlegern und anderen Interessengruppen bezüglich der Verwertungsraten für Gläubiger;
- Entstehung von Wettbewerbsnachteilen für KMU, da diese in der Regel nicht über die erforderlichen finanziellen Ressourcen verfügen, um die in anderen Mitgliedstaaten verfügbaren effizienteren Restrukturierungsverfahren nutzen zu können und
- erschwerte Wertberichtigung der hohen Anzahl notleidender Kredite, die Bankkapital binden, zu einer ineffizienteren Kapitalzuweisung führen und die Stabilität des Bankensystems gefährden.

Methodik und wichtige Erkenntnisse

In neueren Studien, die sich mit den wirtschaftlichen Auswirkungen einer Reform des europäischen Insolvenzrechts befassen, wurden relativ begrenzte Datenreihen verwendet. Zudem basierten diese Studien auf einer Reihe weitgefasster Annahmen, um eine makroökonomische Einschätzung der möglichen Vorteile einer Reform zu entwickeln. Mit der vorliegenden Studie sollen weitere Belege geliefert werden, indem die Auswirkungen der qualitativen Unterschiede nationaler Insolvenzregelungen auf die Finanzierungskosten anhand von Marktdaten geprüft werden. Stellvertretend hierfür werden die Renditen von Unternehmensanleihen verwendet. Anhand eines Anleihenpreismodells werden die Auswirkungen der Insolvenzsysteme auf die Risikoaufschläge evaluiert. Dieses Ergebnis wird im Weiteren verwendet, um die potenziellen langfristigen Folgen auf das BIP der EU einzuschätzen.

Schritt 1: Schätzung des Einflusses von Insolvenzrechtsreformen auf die Risikoaufschläge

Bei der Untersuchung von Anleihenmerkmalen wurde eine deutlich negative Korrelation zwischen den Renditen von Unternehmensanleihen und der erwarteten Sanierungsrate ermittelt. Wir stellen fest, dass eine Steigerung der voraussichtlichen Sanierungsrate von 10 Prozentpunkten mit einem um 37 Basispunkte rückläufigen Anleihsenspread einhergeht. Dies deutet daraufhin, dass die Fremdkapitalkosten in Ländern mit strengen Insolvenzregelungen niedriger sind. Bei der Überprüfung von unbeobachteten länderspezifischen Merkmalen (z. B. institutionelle Faktoren oder Risiken, die bei der Bonitätseinstufung nicht erfasst werden) sinken die geschätzten Auswirkungen auf einen Risikoaufschlag von lediglich 18 Basispunkten.

Schritt 2: Schätzung des gesamtwirtschaftlichen Einflusses einer Insolvenzrechtsreform

Aus der gängigen Fachliteratur lassen sich anhand der Auswirkungen der Insolvenzrechtsrahmen auf die Risikoaufschläge die makroökonomischen Auswirkungen verbesserter Insolvenzregelungen ableiten. Unseren Schätzungen liegen die Ergebnisse von Bleaney et al. (2013) zugrunde, denen zufolge eine prozentuale Verringerung der Risikoaufschläge mit einem Anstieg des langfristigen BIP um 1,57 Prozentpunkte und einem Anstieg der Langzeitbeschäftigung um 1,06 Prozentpunkte einhergeht.

Für die Simulation der makroökonomischen Auswirkungen einer Insolvenzrechtsreform auf EU-Ebene können wir diese Ergebnisse mit unseren im Rahmen des Anleihenpreismodells gewonnenen Erkenntnissen kombinieren. Sofern sich die Sanierungsrate aller EU-Mitgliedstaaten auf 85 Prozent erhöht, würde dies zu einem dauerhaften Anstieg des BIP um 41 Mrd. bis 78 Mrd. Euro (bzw. zwischen 0,3 % und 0,55 % des BIP der EU-28) führen. In der EU-28 würden im Rahmen eines niedrig angesetzten Szenarios 600.000 zusätzliche Arbeitsplätze geschaffen, bei einem angenommenen hohen Szenario dagegen 1,2 Millionen Arbeitsplätze. Die Verteilung der makroökonomischen Effekte lässt vermuten, dass die aufgrund der Insolvenzrechtsreform erzielten absoluten Gewinne vorwiegend Italien, Spanien und Frankreich zufließen, während auch einige mitteleuropäische Mitgliedstaaten wie Polen, Ungarn und Rumänien davon profitieren könnten.

Die Schätzung der potenziellen wirtschaftlichen Vorteile ist nicht Gegenstand dieser Studie

Eine Anzahl potenzieller zusätzlicher Kanäle, die nicht in unserem Modell enthalten sind, sollte den wirtschaftlichen Nutzen insgesamt weiter steigern, welcher der EU infolge einer Reform ihres Insolvenzrechtsrahmens zugutekommt. Dazu gehören unter anderem: (i) ein besserer Zugang zu Finanzmitteln für Unternehmen; (ii) ein gestärktes Unternehmertum und mehr Unternehmensgründungen; (iii) die Vorteile, die ein stärker integrierter Markt für den grenzüberschreitenden Handel und grenzüberschreitende Investitionen bietet; und (iv) Fortschritte bei der Wertberichtigung der großen Anzahl notleidender Kredite in Europa. Wir empfehlen die Untersuchung dieser Auswirkungen im Rahmen weiterer Studien.

Von besonderer Dringlichkeit ist dabei die Problematik der notleidenden Kredite. Basierend auf einer Standarddefinition wurden bei der umfassenden Prüfung, die 2014 von der EZB vorgenommen wurde, insgesamt notleidende Engagements im Bankensystem in Höhe von 879 Mrd. Euro ermittelt. Der Internationale Währungsfonds (IWF) stellte in seinem jüngsten Bericht zur Wirtschaft der Eurozone fest, dass die hohe Anzahl notleidender Kredite die Kreditvergabe und die konjunkturelle Erholung hemmt, und wies mit Nachdruck daraufhin, dass einer europaweiten Insolvenzrechtsreform Priorität eingeräumt werden solle, um den hohen Bestand an notleidenden Krediten abzubauen. Der IWF erklärte des Weiteren, dass durch die Wertberichtigung von notleidenden Krediten regulatorische Eigenmittel in großem Umfang freigesetzt und erhebliche Kapazitäten für Kreditneugeschäfte generiert werden könnten. Den Berechnungen des IWF zufolge kann das Kapital, das durch die Wertberichtigung von notleidenden Krediten verfügbar gemacht wird, neue Kredite in Höhe von 167 Mrd. bis 522 Mrd. Euro freisetzen, sofern eine entsprechende Nachfrage besteht.

Grundlegende Empfehlungen zum Insolvenzrecht

Die wichtigste Schlussfolgerung ist, dass eine Investition in die Insolvenzrechtsreform und die Vereinheitlichung bewährter Praktiken erhebliche wirtschaftliche Vorteile mit sich bringen. Im Verhältnis zu den Vorteilen, die sich aus anderen Bereichen institutioneller Reformen ergeben, handelt es sich hierbei um deutliche und solide Nutzeffekte.

Unserer Auffassung nach sind die folgenden Komponenten von höchster Bedeutung, um die Wirksamkeit der europäischen Insolvenzverfahren insbesondere durch eine Ausweitung der Möglichkeiten für die Restrukturierung zu erhöhen:

- **Aussetzung:** Um voreiligen Maßnahmen durch Gläubiger Einhalt zu gebieten, ist für die erfolgreiche Rettung oder geordnete Abwicklung eines sanierungsbedürftigen Unternehmens eine Aussetzung des Verfahrens von entscheidender Bedeutung. Die meisten EU-Mitgliedstaaten verfügen über eine Form der Aussetzung, jedoch gehen die jeweiligen Verfahren in gewissen Rechtsgebieten unter Umständen nicht weit genug.

Zusammenfassung

- **Bewertung:** Es sollte verstärkt auf die Schaffung eines einheitlichen Rechtsrahmens hingewirkt werden, um Streitfälle in Bezug auf die Bewertung rasch gerichtlich beilegen zu können.
- **Herabsetzung:** Gläubiger oder Aktionäre, die (auf Grundlage einer ordnungsgemäßen Bewertung) keinerlei wirtschaftliches Interesse an dem Unternehmen haben, sollten nicht in der Lage sein, formelle Insolvenzverfahren oder die Verzögerung sonstiger gangbarer Sanierungen durch ihr „Veto“ durchzusetzen. Unter gegebenen Umständen sollten Gläubiger, die ein fortgesetztes wirtschaftliches Interesse an dem Unternehmen haben, Entscheidungen treffen können, die für nicht länger finanzierende Gläubiger verbindlich sind (bezeichnet auch als „Herabsetzung“ der nichtfinanzierenden Gläubiger).
- **Rolle von Gläubigern:** Die Mitgliedstaaten sollten Gläubigern oder Drittparteien die Möglichkeit einräumen, selbst in formellen Insolvenzverfahren eine einflussreichere Rolle zu übernehmen. In diesem Rahmen sollten den Gläubigern sämtliche relevanten Informationen über das betroffene Unternehmen sowie vorgeschlagene Pläne oder Verfahren in einer möglichst frühen Prozessphase bereitgestellt werden. Die Beteiligung von Gläubigern oder Drittparteien könnte dazu führen, dass neue Lösungen oder zusätzliche Mittel generiert werden. Somit könnte einfacher zwischen tragfähigen Unternehmen und Unternehmen, deren Gläubiger nicht bereit sind, Unterstützung zu leisten, und die Gegenstand von Liquidationsverfahren sein sollten, unterschieden werden.
- **Finanzierung:** Des Weiteren sollten Schritte unternommen werden, um die Problematik der laufenden Finanzierung für notleidende Unternehmen anzugehen und sicherzustellen, dass ein größerer Anteil wirtschaftlich tragfähiger Unternehmen wieder auf Kurs gebracht und die Wertvernichtung bei einer Sanierung folglich begrenzt wird.

Bewährte Verfahren sollten durch einen einheitlichen Ansatz aufeinander abgestimmt werden, in dessen Rahmen Mindeststandards für jedes der genannten Elemente erstellt und in den nationalen Insolvenzsystemen in Europa angewendet werden. In dieser Hinsicht sollten sich Interessengruppen, die sich in einer vergleichbaren Situation befinden und an Insolvenzverfahren beteiligt sind, in allen Rechtsgebieten der EU angemessen auf vergleichbare Rechte, Pflichten, Schutzmaßnahmen und Ergebnisse verlassen können. Ansonsten werden wir auch weiterhin eine Anhäufung negativer Auswirkungen in bestimmten Ländern beobachten, die sich aus bestimmten Reformen in verschiedenen Rechtsgebieten ergeben.

Die Prioritäten und die schrittweise Einführung weiterer Insolvenzrechtsreformen in der EU erfordern wichtige praktische und politische Beurteilungen. Die AFME spricht sich für eine eher begrenzte und zielgerichtete EU-Gesetzgebungsinitiative aus, um die wichtigsten Mindeststandards für ein wirksames Insolvenzrecht in die einzelstaatlichen Systeme einzubetten. Unsere Vorschläge bauen auf den weniger umfangreichen Reformen auf, die bereits in den Mitgliedstaaten umgesetzt wurden.

Daneben befürworten wir die Erarbeitung von Empfehlungen und den Austausch bewährter Praktiken (auf EU- und auf OECD-Ebene) in Bezug auf eine Reihe weitreichender Themen. In der nachstehenden Grafik sind unsere Vorschläge für eine neue EU-Gesetzgebung und eine damit verbundene Empfehlung der Kommission zusammenfassend dargestellt.

EU-Gesetzesvorschlag	Neue EU-Empfehlung
<p>Aussetzung von Verfahren Eindeutige, flexible Regelungen und Verfahren zur Aussetzung von Maßnahmen von Gläubigern gegen Unternehmen, während eine Sanierung versucht wird</p>	<p>Bewertung Empfehlungen zu einer auf einer "going concern"- Bewertung basierenden einheitlichen Bewertungsmethode zur Annahme in der gesamten EU</p>
<p>Laufende Finanzierung in Eigenverwaltung Sicherstellen höchster Priorität für Gläubigerstatus bei Neufinanzierung für ein notleidendes Unternehmen</p>	<p>Rechtliche Kapazität Entwicklung von spezifischer rechtlicher Expertise zu Umstrukturierungs- und Insolvenzfällen auf nationaler und grenzüberschreitender Ebene</p>
<p>Die Herabsetzung Bestimmungen um zu verhindern, dass Gläubiger ohne verbleibenden Wert in dem Unternehmen einer Sanierung entgegenwirken können</p>	<p>Berufsstandards Einführung von Standards für Insolvenzverwalter in Europa, insbesondere für grenzüberschreitende Fälle</p>
<p>Gläubigerrechte Sicherstellen, dass Gläubiger das Recht haben, einen Umstrukturierungsplan für das notleidende Unternehmen vorzuschlagen</p>	
<p>Berichterstattung Einführung einer Leistungsberichterstattung durch nationale Insolvenzbehörden (z. B. zu Kosten, Fristen und prozentualer Beitreibung von Vermögenswerten)</p>	

Neben dem Hinwirken auf die Einführung von Mindeststandards für das Insolvenzrecht in Europa wäre es auch im besten Interesse von Gläubigern, dass die Gerichte und das Verwaltungspersonal bei der Anwendung von Insolvenzgesetzen und -verfahren einem einheitlichen Vorgehen folgen. Der Kommission könnte eine tragende Rolle dabei zukommen, die Entwicklung angemessener Rechtsrahmen zu unterstützen, um eine vereinfachte Umsetzung dieses Ziels sicherzustellen.

1. Einleitung



1. Einleitung

Berichtsstruktur

Ziel des vorliegenden Berichts ist es, die wirtschaftliche Beweislage und Analyse zu den Auswirkungen von Insolvenzrechtsrahmen auf europäische Wirtschafts- und Finanzmärkte zu verbessern, um politische Entscheidungsträger auf EU- und einzelstaatlicher Ebene bei der Bewertung der Optionen und der Festlegung einer eindeutigen Richtung für Reformvorhaben zu unterstützen.

Der Bericht ist wie folgt aufgebaut:

- **Teil 1** verdeutlicht den Hintergrund der angesprochenen Thematik und erläutert die mit dem Bericht verfolgten Ziele.
- **Teil 2** erläutert bestehende Reformen des Insolvenzrechts und der Insolvenzrechtspolitik auf EU-Ebene.
- **Teil 3** bietet einen Überblick über die wichtigsten rechtlichen und politischen Fragen zu den nationalen Insolvenzrechtsrahmen in Europa, mit Fokus auf vorrangige Reformbereiche.
- **Teil 4** untersucht die relevante wirtschaftliche Fachliteratur, stellt ein Wirtschaftsmodell zu den Auswirkungen der Qualität der Insolvenzsysteme auf die Kapitalmarkteffizienz vor und bewertet den potenziellen Einfluss einer Insolvenzrechtsreform auf die makroökonomische Leistung in der EU.
- **Teil 5** enthält Schlussfolgerungen und erörtert politische Erwägungen.

Der Bericht enthält vier Anhänge, in denen die Beziehung zwischen der Insolvenzsystemqualität und der Entwicklung des Rentenmarktes sowie die Daten zu den Sanierungsraten und ökonomische Modelle in einem technischen Anhang detaillierter dargestellt werden.

Anhang A bietet einen ausführlichen Überblick über die rechtliche Gestaltung bestimmter nationaler Insolvenzsysteme in Europa. Anhang B behandelt das U.S. Chapter 11-Rahmenwerk. Anhang C analysiert zwei Fallstudien zu bedeutenden Sanierungsverfahren, die in Europa durchgeführt wurden. Anhang D resümiert die jüngsten Insolvenzrechtsreformen, die in den zwei EU-Mitgliedstaaten Italien und Tschechische Republik Gesetzeskraft erlangten.

Wirtschaftliche Funktionen von Insolvenzsystemen

Ein renommiertes Forschungsinstitut hat die Rolle von gut funktionierenden Finanzmärkten als entscheidenden Faktor für die Wirtschaftsleistung identifiziert (vgl. auch Teil 4).¹ Grundvoraussetzung für die Entwicklung und die Effizienz von Finanzmärkten sind die institutionellen Rechtsrahmen, die diesen zugrunde liegen. Dazu gehören Faktoren wie die Rechtsstaatlichkeit und die Integrität der Justiz sowie besondere Rechtsvorschriften und -verfahren. Systeme, die Insolvenz- und Konkursfälle regeln, sind Teil solcher Rechtsvorschriften. Ihre Bedeutung spiegelt die entscheidende Rolle wider, die Krediten bei Kosteneinsparungen und Investitionsentscheidungen zukommt.

Die für Unternehmensinsolvenzen geltenden Rechtsvorschriften tragen dazu bei, knappe Ressourcen – insbesondere Kapital und Arbeitskraft – auf effiziente Weise produktiveren Verwendungsmöglichkeiten zuzuweisen, sobald ein Unternehmen finanziellen Schwierigkeiten ausgesetzt ist. Die vier Hauptfunktionen eines effektiven Rechtsrahmens für Insolvenzen sind:

- Bewertung der langfristigen Tragfähigkeit – Unterscheidung zwischen Unternehmen, die nicht mehr tragfähig sind, und potenziell tragfähigen Unternehmen, die (als „going concern“) fortgeführt werden könnten.
- Ermöglichung von Sanierung – Erleichterung der Neuorganisation von tragfähigen Unternehmen, damit diese ihre normale Geschäftstätigkeit schnell und reibungslos wiederaufnehmen können.
- Schaffung von Rechtssicherheit – Gewährleistung, dass alle an einer Sanierung oder Insolvenz eines Unternehmens beteiligten Parteien vorab eingehend über die Verfahren und Fristen sowie über ihre Rechte und Zuständigkeiten unterrichtet werden.
- Ermöglichung von Schadenregulierung – Senkung der Kosten und Verkürzung der Fristen im Falle einer Unternehmensinsolvenz, um die Durchsetzung von Schuldinstrumenten zu gewährleisten.

¹ Vgl. Ross Levine (1997), „Financial development and economic growth: Views and agenda“, *Journal of Economic Literature*, Band 35, Nr. 2 (S. 688-726)

Aktuelle Abweichungen in nationalen Insolvenzsystemen in Europa

Aufgrund der Abweichungen, die bei nationalen Insolvenzregelungen und -verfahren in Europa bestehen, werden Gläubigern, Verwaltern und anderen Interessengruppen, die an einem Insolvenzverfahren beteiligt sind, erwartungsgemäß abweichende Rechte, Pflichten, Schutzmaßnahmen und Ergebnisse je nach der europäischen Gerichtsbarkeit gewährt, die für das Verfahren zuständig ist. Diese Unterschiede führen zu Unsicherheit und Ineffizienzen und können kumuliert die europäischen Kapitalmärkte beeinträchtigen.

Es folgen spezifische Beispiele für die Bereiche, in denen europäische nationale Insolvenzgesetze und -verfahren substantiell und verfahrensrechtlich voneinander abweichen und bei denen Interessengruppen je nach der zuständigen Gerichtsbarkeit mit unterschiedlichen Ergebnissen rechnen können:

- Eröffnung von Insolvenzverfahren
- Geltende Auslöser/Prüfungen für Insolvenzverfahren
- Auslegung und Anwendung von Insolvenzvorschriften und -regelungen
- Dauer und Verfahren einer allgemeinen Aussetzung der Gläubigerrechte
- Verwaltung von Insolvenzverfahren
- Rangfolge von Gläubigern
- Rolle und Umfang der Beteiligung von Gläubigern an Insolvenzverfahren
- Vorlage und Prüfung von Forderungen
- Zuständigkeit zur Beibringung und Genehmigung von Reorganisationsplänen;
- Stornierung von Transaktionen, die vor Insolvenzverfahren getätigt wurden
- Haftung von Vorstandsmitgliedern, Aktionären und Geschäftsleitung
- Verfügbarkeit von Finanzierungsmöglichkeiten nach Antragsöffnung (d. h. Finanzierung für ein Unternehmen, das seine Geschäftstätigkeit unter gerichtlichem Schutz nach seinem Eintritt in eine Insolvenz oder ein vergleichbares Verfahren fortsetzt).

Die zwischen nationalen Insolvenz- und Sanierungssystemen bestehenden Unterschiede begründen eine Reihe negativer Effekte, insbesondere:

- Negativanreiz für grenzüberschreitende Investitionen (insbesondere in Bezug auf multinationale Unternehmen oder Unternehmen mit komplexen Finanzstrukturen), wodurch die Effizienz der EU-Kapitalmärkte insgesamt herabgesetzt wird;
- Negativanreiz für die rechtzeitige Restrukturierung von tragfähigen Unternehmen in finanziellen Schwierigkeiten, was häufig dazu führt, dass ein notleidendes Unternehmen in Liquidation tritt, anstatt als noch aktives Unternehmen (als „going concern“) saniert zu werden;
- Steigerung der Unsicherheit unter Emittenten, Anlegern und anderen Interessengruppen in Bezug auf die Verwertungsrate von Gläubigern;
- Entstehung eines Nachteils für kleine und mittelgroße Unternehmen, da sie in den meisten Fällen nicht in der Lage sind, hohe Restrukturierungskosten zu tragen oder effizientere Umstrukturierungsprozesse in anderen Mitgliedstaaten zu nutzen und
- erschwerte Wertberichtigung der hohen Anzahl von notleidenden Krediten, die Bankkapital binden, die Effizienz der Kapitalzuweisung mindern und die Stabilität des Bankensystems gefährden.

Die politische Agenda der EU

In der EU müssen die Vorteile von Reformen im Bereich Insolvenz- und Konkursregelungen im Kontext der EU-Agenda für die Kapitalmarktunion („CMU“) betrachtet werden. Die Kommission ist der Überzeugung, dass Fortschritte zur CMU die Finanzierungskanäle in der EU insgesamt erweitern, insbesondere durch die Ausweitung der bankenunabhängigen Finanzierung, und die Märkte für Finanzdienstleistungen vertiefen werden. Es wird davon ausgegangen, dass die Kapitalmarktunion zu erhöhter Wachstums- und Finanzstabilität in einem Kontext beitragen wird, in dem grenzüberschreitende Investitionen und Zulieferketten ein wichtiger Aspekt von Handelspraktiken und ein Motor für den wirtschaftlichen Wert sind.²

² Europäische Kommission (2015), Wirtschaftsanalyse, begleitend zum Dokument „Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen“, Arbeitspapier, 30. September

Einleitung

Ein wichtiger Schritt hin zur Umsetzung dieser Ziele besteht darin, das Problem abweichender Insolvenzregelungen anzugehen. Die Kommission wies 2014 in ihrer Kostenbewertung zu einer anhaltenden regulatorischen Fragmentierung darauf hin, dass der gegenwärtige Stand in Europa in der Regel Folgendes bedingt: *„hohe Kosten für grenzüberschreitende Gläubiger, Anreize für eine missbräuchliche Verlegung („Forum-Shopping“) des Mittelpunkts der hauptsächlichlichen Interessen eines Unternehmens und Hemmnisse bei der Umstrukturierung von grenzüberschreitenden Unternehmensgruppen.“*³

Die Kommission wies in ihrem jüngsten Aktionsplan zur Schaffung einer von ihr vorgeschlagenen Kapitalmarktunion mit Nachdruck daraufhin, dass die Annahme von Mindeststandards für Insolvenzrechtsrahmen in ganz Europa diese negativen Folgen zum Teil abmildern könnte. In ihrem Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion erklärte die Kommission ihre Absicht, auf der Grundlage der Erfahrungen aus den Kommissionsempfehlungen zur Insolvenzrechtsreform, die im März 2014 veröffentlicht wurden, einen Legislativvorschlag für Unternehmensinsolvenzen vorzulegen, der Bestimmungen zu frühzeitigen Umstrukturierungen und zur „zweiten Chance“ enthält. Nachfolgende Frage- und Antwortrunden und andere Ankündigungen der Kommission haben ihr Bestreben bestätigt, einen Legislativvorschlag zur Insolvenzrechtsreform im Verlauf des Jahres 2016 zu veröffentlichen. Unserer Ansicht nach wird es für eine erfolgreiche Umsetzung von Mindeststandards erforderlich sein, diese auf Ebene der Mitgliedstaaten so einheitlich wie möglich einzuführen.

Der EU-Rechtsrahmen umfasst derzeit eine eher begrenzte EG-Verordnung zu Insolvenzverfahren, die im Jahr 2000 angenommen und 2015 geändert wurde. Sie beschäftigt sich in erster Linie damit, festzulegen, welches lokale Insolvenzsystem auf einen Schuldner anwendbar sein sollte, anstatt die lokalen Insolvenzgesetze zu harmonisieren. Zudem veröffentlichte die Kommission 2014 eine Empfehlung zum unternehmerischen Scheitern und zu Unternehmensinsolvenzen, in der bewährte Verfahren einzelstaatlicher Systeme identifiziert werden, wobei diese Empfehlung jedoch nicht verbindlich ist. Diese Maßnahmen auf EU-Ebene werden im nächsten Kapitel ausführlicher untersucht.

//
EU-Rechtsrahmen enthält
recht wenige europarechtliche
Bestimmungen zu
Insolvenzverfahren.
//

³ Europäische Kommission (2014), Folgenabschätzung begleitend zum Dokument der Empfehlung der Kommission „für einen neuen Ansatz im Umgang mit unternehmerischem Scheitern und Unternehmensinsolvenzen“, Arbeitspapier der Kommission, S. 23

2. Überblick über bestehende Reformen auf EU-Ebene



2. Überblick über bestehende Reformen auf EU-Ebene

Dieses Kapitel bietet einen Überblick über bestehende Insolvenzrechtsreformen auf europäischer Ebene. Die Analyse in diesem Kapitel sollte gemeinsam mit Anhang A gelesen werden, in dem die Aspekte der Insolvenzrechtssysteme im Vereinigten Königreich, in Frankreich, Deutschland, Italien, Spanien, den Niederlanden und in Luxemburg in Kurzfassung dargestellt sind.⁴ In Anhang B werden die wichtigsten Grundsätze des U.S. Chapter-11-Rechtsrahmens dargelegt, das ebenso als wichtiger Bezugspunkt bei der Erwägung weiterer Insolvenzrechtsreformen in Europa gilt.

Die Europäische Insolvenzverordnung

Die Verordnung (EG) Nr. 1346/2000 über Insolvenzverfahren (die „**Verordnung**“) wurde vom Rat der Europäischen Union am 29. Mai 2000 angenommen und trat am 31. Mai 2002 in Kraft. Die Verordnung erlangte Vorrang vor allen einzelstaatlichen Regelungen in allen EU-Mitgliedstaaten außer Dänemark.⁵ Sie zielt darauf ab, einen Rechtsrahmen für grenzüberschreitende Insolvenzverfahren zu entwickeln, und findet Anwendung, sobald ein Schuldner über Vermögensgegenstände in mehreren EU-Mitgliedstaaten verfügt. Der Kerngedanke ist, dass der Mitgliedstaat, in dem der Schuldner seinen Mittelpunkt der hauptsächlichen Interessen (Center of Main Interest, **COMI**) hat, für das Insolvenzverfahren zuständig sein sollte. Von Bedeutung ist zudem, dass die Verordnung eine obligatorische oder „automatische“ Anerkennung solcher Verfahren in anderen Mitgliedstaaten vorsieht.

Mit der Verordnung wurde nicht das Ziel verfolgt, bestimmte Mechanismen verbindlich in nationale Regelungen einzuführen, sondern vielmehr zusammen mit den Rechtsvorschriften eine ordnungsgemäße Behandlung von grenzüberschreitenden Fällen sicherzustellen. Darüber hinaus wurden verschiedene Verfahrensarten – insbesondere Vorinsolvenzverfahren und hybride Verfahren, die nach lokalem Insolvenzrecht zulässig sind – von dem Geltungsbereich der Verordnung ausgeschlossen. Letztlich werden nicht alle Schuldner von der Verordnung abgedeckt. Insolvenzverfahren, die Versicherungsgesellschaften, Kreditinstitute, Investmentunternehmen, die Gelder oder Wertpapiere Dritter halten, und Organismen für gemeinsame Anlagen betreffen, sind davon ausgenommen.⁶

Mittelpunkt der hauptsächlichen Interessen (COMI)

Die Verordnung geht von der widerlegbaren Annahme aus, dass „der Mittelpunkt ihrer [der Schuldner] hauptsächlichen Interessen der Ort des satzungsmäßigen Sitzes“ ist. Die Annahme kann durch objektive Faktoren, die durch Dritte feststellbar sind, widerlegt werden (vgl. Eurofood). Aufgrund der Möglichkeit, die gesetzlich festgelegte Annahme zu entkräften, ergreifen Unternehmen zunehmend Maßnahmen, um die gesetzlich festgelegte Annahme im Rahmen eines Verfahrens, das als „COMI-Verlagerung“ oder „COMI-Migration“ bezeichnet wird, zu widerlegen.⁷ Beispiele für objektive Faktoren (zusammen oder in Verbindung mit anderen Schritten), die eine COMI-Verlagerung des Schuldners vermuten lassen, umfassen unter anderem:

- i. Verlegung des Verwaltungsstandortes eines Schuldners in das angestrebte Rechtsgebiet;
- ii. Benachrichtigung der Gläubiger über die Verlegung des Firmensitzes;
- iii. Abhalten von Aufsichtsratssitzungen im angestrebten Rechtsgebiet;
- iv. Eröffnung eines Bankkontos im angestrebten Rechtsgebiet; und
- v. Vorladung zu Umstrukturierungsverhandlungen im angestrebten Rechtsgebiet (vgl. Wind Hellas).

4 Anhang A enthält eine Zusammenfassung der verfügbaren Arten von Insolvenzen und Sanierungsverfahren, der jüngsten Rechtsreformen, der Fristen für die Antragsstellung, der Frage, ob Gläubiger einen Restrukturierungsplan einbringen können, der Herabsetzungsrechte, der Unternehmensbewertungen, der Rolle der bestehenden Vorstandsmitglieder und der Geschäftsleitung, Moratoria, der Insolvenzplanverfahren („pre-pack“), der Annullierung von Transaktionen, der Finanzierung eines Schuldners in Eigenverwaltung (Debtor-in-Possession, DIP), der Kündigungs- und Rücktrittsrechte und der künftigen Reformen.

5 Verordnung (EG) Nr. 1346/2000 vom 29. Mai 2000 über Insolvenzverfahren

6 Die Liquidation von Versicherungsunternehmen ist in der Richtlinie 2001/17/EG (Inkrafttreten am 5. Mai 2001, Umsetzungsfrist 5. Mai 2004) geregelt, wobei diese auf die Liquidation von Versicherungsgesellschaften Anwendung findet, unabhängig davon, ob das betreffende Verfahren infolge Zahlungsunfähigkeit eröffnet wurde. Dies gilt weitgehend auch für die Liquidation von Kreditinstituten gemäß Richtlinie 2001/24/EG (Inkrafttreten am 20. April 2001, Umsetzungsfrist 20. April 2003).

7 COMI-Verlagerungen erfolgen in der Regel auf Ebene der Muttergesellschaft anstatt auf Ebene des tätigen Unternehmens, da Letzteres diesbezüglich organisatorische Umwälzungen vornehmen müsste, wie z. B. Verlagerung der Vermögensgegenstände des tätigen Unternehmens und der Mitarbeiter vom eigenen in das angestrebte Rechtsgebiet.

Eine COMI-Verlagerung dürfte jedoch von gerichtlicher Seite nicht anerkannt werden, sofern die unternommenen Schritte von vorübergehender Natur sind oder sich als wenig glaubwürdig erweisen (z. B. wenn Maßnahmen nur wenige Wochen vor dem Eröffnungsantrag zum Hauptinsolvenzverfahren im angestrebten Rechtsgebiet ergriffen wurden).

Die Kommission prüfte 2012 die Auswirkungen der EG-Insolvenzverordnung und ermittelte einige Vorteile, aber auch mehrere Schwächen in deren Umsetzung.⁸ In diesem Rahmen wurde insbesondere auf folgende Schwachstellen hingewiesen: Der Ausschluss von Vorinsolvenz- und hybriden Verfahren; die einschränkende Definition von Sekundärverfahren für Liquidationsverfahren und die fehlenden Regelungen hinsichtlich der Verfahrenseröffnung; der Mangel an eindeutigen Vorschriften für Unternehmensgruppen; und die Möglichkeiten für eine missbräuchliche Verlegung („Forum-Shopping“) des Mittelpunkts der hauptsächlichen Interessen eines Unternehmens, die sich aus der Definition von COMI ergeben. Diese letzten Bedenken ergaben sich, da in Bezug auf die bestehende Rechtsprechung der entscheidende Zeitpunkt zur Bestimmung von COMI der Zeitpunkt war, an dem ein Insolvenzantrag gestellt wurde.⁹

Den in der Überprüfung der Kommission genannten Bedenken wurde durch eine Änderung der EU-Insolvenzverordnung (2015/848/EU) Rechnung getragen, die ab dem 26. Juni 2017 auf Insolvenzverfahren Anwendung findet.¹⁰ Die geänderte Verordnung hat den Rahmen für die COMI-Bestimmung verbessert, die die verschiedenen durch die COMI-Verlagerungen bedingten Auswirkungen ausgewogener betrachtet. Während weiterhin von der widerlegbaren Annahme ausgegangen wird, dass COMI der Ort der Registrierung ist, basiert die widerlegbare Annahme auf einem Nachweis, dass sich der Hauptsitz an einem anderen Standort befindet, sowie einer umfassenden Bewertung aller anderen relevanten Faktoren. Die Annahme wird zurückgewiesen, sofern der Geschäftssitz drei Monate vor der Eröffnung eines Verfahrens verlegt wurde. Die geänderte Verordnung führt zudem ein Rahmenwerk für Insolvenzen ein, die zur Auflösung von Unternehmensgruppen führen, indem unter anderem der Schwerpunkt vermehrt darauf gelegt wird, dass für denselben Schuldner eine Vielzahl von Verfahren vermieden wird und Koordinierungsmechanismen für grenzüberschreitende Unternehmensgruppen bereitgestellt werden.

Missbräuchliche Wahl des Gerichtsstandes

Die missbräuchliche Wahl des Gerichtsstandes („Forum-Shopping“) wird in Europa ebenfalls angewendet, wenn Schuldner und Gläubiger sich darum bemühen, in anderen Mitgliedstaaten verfügbare nicht insolvenzbasierte Restrukturierungsverfahren zu nutzen. Insbesondere greifen nicht in England gegründete Unternehmen seit Kurzem verstärkt auf englische Rechtsvorschriften für gesetzliche Vergleichsvorschläge zur Sanierung zurück. Die englischen Gerichte genehmigen solche Vergleichsvorschläge, soweit ein hinreichender Bezug zur englischen Gerichtsbarkeit nachgewiesen wird. Die folgenden Faktoren dienen voraussichtlich dazu, einen in der Praxis hinreichenden Bezug festzustellen:

- i. Unterliegen die wichtigen Finanzdokumente englischem Recht und sind ausschließlich die englischen Gerichte diesbezüglich zuständig? (vgl. *Apcoa*);
- ii. Befinden sich die gesicherten Vermögensgegenstände in England und tätigen Gläubiger hier ihre Transaktionen? (vgl. *Re Drax Holdings Ltd*);
- iii. Unterliegen sämtliche Scheme-Debts des Unternehmens und Gläubigervereinbarungen englischem Recht? (vgl. *Primacom*);
- iv. Hat der Schuldner seinen Mittelpunkt der hauptsächlichen Interessen nach England verlagert? (vgl. *Re Magyar Telecom BV*);
- v. Dürfte ein Beschluss zur Annahme des Vergleichsvorschlags von den Gerichten der zuständigen ausländischen Jurisdiktionen anerkannt und aufrechterhalten werden?

⁸ Es bleibt umstritten, ob die COMI-Verlagerung für Gläubiger unbedingt von Nachteil ist. Eine positive Folge davon ist nämlich, dass dieses Verfahren die Ausführung von Restrukturierungen im Rahmen flexiblerer Systeme ermöglicht wie beispielsweise gemäß englischen Insolvenzgesetzen. Tendenziell begünstigen opportunistische Verlagerungen indessen größere Schuldner und erhöhen die Kosten für Gläubiger, indem die Berechenbarkeit von Kreditkonditionen gesenkt wird.

⁹ Europäische Kommission (2012), BERICHT DER KOMMISSION AN DAS EUROPÄISCHE PARLAMENT, DEN RAT UND DEN EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTS- UND SOZIALAUSSCHUSS zur Anwendung der Verordnung (EG) des Rates Nr. 1346/2000 vom 29. Mai 2000 über Insolvenzverfahren.

¹⁰ <http://economia.icaew.com/opinion/february-2015/the-eu-insolvency-consultation-two-years-on>

Überblick über bestehende Reformen auf EU-Ebene

Unter bestimmten Umständen kann die Möglichkeit, ein Verfahren in einer anderen, günstigeren Gerichtsbarkeit zu eröffnen, für ein notleidendes Unternehmen hilfreich sein. Diese Alternative steht jedoch nicht allen Unternehmen zur Verfügung (insbesondere mittelgroßen oder kleineren Unternehmen) und kann sich häufig als kostenintensiver und ineffizienter gegenüber einem Verfahren in dem Rechtsgebiet des Schuldners erweisen.

Empfehlung der Kommission

Die Kommission veröffentlichte am 12. März 2014 ihre „Empfehlung der Kommission vom 12.3.2014 für einen neuen Ansatz im Umgang mit unternehmerischem Scheitern und Unternehmensinsolvenzen“ (die „**Empfehlung**“).¹¹ Die Empfehlung baut in erster Linie darauf, den Schwerpunkt hinsichtlich Insolvenzverfahren von der Liquidation auf Sanierungen im Vorfeld von Insolvenzen zu verlagern, um tragfähigen Unternehmen die Möglichkeit zu geben, ihre Situation umzukehren, um das noch aktive Unternehmen (als „going concern“) fortzuführen. Zur Begründung dieser Position führt die Kommission Daten der Weltbankgruppe an, denen zufolge Sanierungsraten in denjenigen Rechtsgebieten am höchsten sind, in denen Restrukturierung die gängigste Form der Sanierungsverfahren ist.¹² Die Empfehlung plädiert insbesondere dafür, dass:

- der Schuldner weiter in Eigenverwaltung agiert und eine vorübergehende Aussetzung individueller Durchsetzungsmaßnahmen beantragen kann;
- für einen zulässigen Restrukturierungsplan die Möglichkeit der „Herabsetzung“ nicht zustimmender Gläubiger oder Gläubiger ohne Interesse im Unternehmen eingeräumt wird, sofern dies gerichtlich bestätigt wird;
- verschiedene Absicherungen für Geldgeber anerkannt werden, die zur Bereitstellung neuer Finanzierungsmöglichkeiten bereit sind, um die Umsetzung eines Restrukturierungsplans zu unterstützen.

Die Empfehlung geht über die Verordnung hinaus, indem angestrebt wird, die Harmonisierung in allen EU-Rechtsgebieten durch die Einführung von Mindeststandards für einzelstaatliche Verfahren voranzutreiben. Das Ziel der Methodik, die durch die Initiative des „neuen Ansatzes“ auf Harmonisierung ausgerichtet ist, besteht darin, die Rechtsprechung in den einzelnen Mitgliedstaaten näher an die bewährten Verfahren heranzuführen, um die Konvergenz hinsichtlich bester Praktiken zu begünstigen. Kennzahl dafür sind die bei der Sanierungsrate erzielten Verbesserungen.

In Verbindung mit etwaigen europäischen Mindeststandards im Bereich Insolvenzen:

1. Die Mitgliedstaaten (jeweils ein „verfügender Staat“) dürften davon ausgehen, dass die Umsetzung entsprechender Änderungen zu wirtschaftlichen Verbesserungen führt.
2. Sofern solche Änderungen zu Restrukturierungsverfahren führen, die denen anderer Mitgliedstaaten hinreichend entsprechen, kann der verfügende Staat weitere wirtschaftliche Verbesserungen erwarten. Gründe hierfür sind (a) ein leichter erkennbares Verfahren mit besser vorhersehbaren Ergebnissen und (b) dass lokale Unternehmen grenzüberschreitende Finanzierungsmöglichkeiten zu wettbewerbsfähigen Sätzen anziehen können (was wiederum auf die besser vorhersehbaren Ergebnisse zurückzuführen ist).

In der Empfehlung wird insbesondere darauf hingewiesen, dass eine weitere Harmonisierung von Mindeststandards für europäische Insolvenzsysteme dazu beitragen würde, die Generierung von vorhersehbaren und geordneten Ergebnissen für Unternehmenssanierungen zu vereinfachen. Zur Gewährleistung der größtmöglichen Wirksamkeit sollte sich die Art und Weise, wie die verfügenden Staaten den harmonisierten Rechtsrahmen auslegen und in die eigenen Insolvenzgesetze übertragen, nur geringfügig unterscheiden. Der Handlungsspielraum, über den die verfügenden Staaten bei der Auslegung und Einführung verschiedener Kriterien in Verbindung mit diesen Standards verfügen, sollte demzufolge begrenzt sein.

¹¹ http://ec.europa.eu/justice/civil/files/c_2014_1500_de.pdf

¹² Europäische Kommission (2014), Folgenabschätzung, Begleitunterlage zur Empfehlung der Kommission „für einen „neuen Ansatz im Umgang mit unternehmerischem Scheitern und Unternehmensinsolvenzen“, Arbeitspapier der Kommission, S. 8

Die Kommission veröffentlichte am 30. September 2015 „eine Bewertung der Umsetzung der Kommissionsempfehlung vom 12. März 2014 zum neuen Ansatz im Umgang mit unternehmerischem Scheitern und Unternehmensinsolvenzen“. In der Bewertung wurde bestätigt, dass einige europäische Mitgliedstaaten Insolvenzrechtsreformen im Anschluss an die Empfehlung umgesetzt haben. Es wurde jedoch darauf hingewiesen, dass erhebliche Unterschiede hinsichtlich der Wahrnehmung der Effekte solcher einzelstaatlichen Reformen bestehen, insbesondere zwischen der Kommission und den Mitgliedstaaten (einschließlich derjenigen, die Änderungen umgesetzt haben). Beleg dafür ist die Aussage der Kommission in der Bewertung, dass „unter den Mitgliedstaaten, die aktiv geworden sind, mehrere Mitgliedstaaten die Auffassung vertreten, dass sie der Empfehlung bereits weitgehend nachgekommen sind“. Direkt darauf folgt die Schlussfolgerung der Kommission, dass „die Empfehlungen nicht die gewünschten Auswirkungen erzielt haben, um die Rettung von Unternehmen in finanziellen Schwierigkeiten zu vereinfachen und Unternehmern eine zweite Chance zu geben, da sie in einer bedeutenden Anzahl von Mitgliedstaaten nur teilweise umgesetzt wurden, **einschließlich derer, die Reformen auf den Weg gebracht haben**“. Demzufolge stimmt die Kommission gegebenenfalls unserer Behauptung zu, dass nicht davon ausgegangen werden kann, dass die durch abweichende nationale Insolvenzsysteme in Europa verursachten Probleme auf einzelstaatlicher Ebene gelöst werden und dass in gewissem Umfang Mindeststandards erforderlich sind, die europaweit Geltung haben.

Die Bewertung enthält zudem die Schlussfolgerung, dass *„Unterschiede bei der Umsetzung weiter zu Rechtsunsicherheit und Mehrkosten für Anleger bei der Bewertung ihrer Risiken sowie zu einem Fortbestehen von Hindernissen führen, die der effizienten Restrukturierung von tragfähigen Unternehmen in der EU entgegenstehen“*. In Reaktion darauf und zusätzlich zu ihrer Bewertung bestätigte die Kommission ihre Absicht, eine Gesetzgebungsinitiative zur Geschäftsinsolvenz als Teil der Kapitalmarktunion bis zum vierten Quartal 2016 vorzulegen.

//

In letzter Zeit greifen nicht in England ansässige Unternehmen zur Umstrukturierung verstärkt auf englisches Recht zurück.

//

3. Rechtliche und politische Aspekte der EU-Insolvenzsysteme



3. Rechtliche und politische Aspekte der EU-Insolvenzsysteme

In diesem Teil werden die rechtlichen und politischen Aspekte von europäischen Insolvenzrechtsrahmen im Überblick dargestellt. Der inhaltliche Aufbau gestaltet sich wie folgt:

- In Teil 3.1 werden die wichtigsten rechtlichen Aspekte nationaler Insolvenzsysteme in Europa untersucht.
- In Teil 3.2 werden praktische Fragen hinsichtlich effektiver Insolvenzsysteme geprüft.
- In Teil 3.3 wird die Möglichkeit weiterer politischer Reformen auf EU-Ebene erörtert.

3.1 Rechtliche Aspekte der europäischen Insolvenzrechtsrahmen

In diesem Teil werden wesentliche rechtliche Aspekte von Insolvenzsystemen in Europa untersucht, wobei sowohl auf allgemeine Grundsätze als auch auf unterschiedliche Praktiken auf einzelstaatlicher Ebene eingegangen wird. Die Schwerpunkte der Erörterung sind:

- i. Aussetzungsbestimmungen,
- ii. der Bewertungsrahmen,
- iii. die Herabsetzung,
- iv. die laufende Finanzierung (Schuldner in Eigenverwaltung); und
- v. die Rolle von Gläubigern.

Aussetzungsbestimmungen

Eine ordnungsgemäß definierte Aussetzung von Maßnahmen, die für den Fortbestand des Unternehmens von Nachteil sein können, ist ein wesentliches Element zweckdienlicher Rettungsverfahren. Aussetzungsbestimmungen müssen einen Ausgleich zwischen der Vermeidung von voreiligen Maßnahmen seitens von Gläubigern und der Gewährleistung der Gewissheit und Vorhersehbarkeit in Bezug auf die Vertragsbestimmungen, die Schuldner und Gläubiger binden, schaffen. Gemäß den von der Weltbankgruppe durchgeführten Untersuchungen gehören zu den wesentlichen Aspekten von Aussetzungsbestimmungen:

- das automatische Einsetzen von Aussetzungsvorgängen, sobald Insolvenzverfahren eröffnet werden,
- der Umfang der Abdeckung der Vermögensgegenstände eines Schuldners im Rahmen einer Aussetzungsverfügung und
- die Anzahl der Gläubiger, die durch die Aussetzungsverfügung abgedeckt werden.

Unzureichende oder allzu restriktive Aussetzungsbestimmungen mindern in den meisten Fällen die Möglichkeit einer erfolgreichen Umkehrung der wirtschaftlichen Situation von Unternehmen und schaden dem gesamten Unternehmenswert. Eine ineffiziente Aussetzung könnte es Kunden und Lieferanten zum Beispiel erlauben, sich zu einem Zeitpunkt von dem Unternehmen abzuwenden (oder Strafschadenersatz zu fordern), zu dem ihr fortgesetztes Engagement für die Rettung des Unternehmens von entscheidender Bedeutung ist. Nach einem Zahlungsverzug hingegen hält eine ineffiziente Aussetzung die Gläubiger möglicherweise nicht davon ab, Verfahren einzuleiten, um die abgesicherten Aktiva zu pfänden oder sonstige Maßnahmen zu treffen, die eine erfolgreiche Sanierung behindern würden.

Wir können zwischen einer automatischen Aussetzung des Verfahrens auf gerichtliche Anordnung, die über einen relativ kurzen Zeitraum Geltung hat, und Aussetzungsverfügungen unterscheiden, die verlängert werden können, sofern nachgewiesen wird, dass eine Verlängerung die Fortführung eines noch aktiven Unternehmens (als „going concern“) begünstigt.

Bei der Dauer einer Aussetzung des Verfahrens muss zwischen den Interessen von Schuldnern und Vorzugsgläubigern abgewogen werden. Der Zeitrahmen muss einerseits lang genug bemessen sein, um genügend Zeit für die Sicherung des Unternehmens bereitzustellen. Andererseits darf die Frist nicht über die Maßen in die Länge gezogen werden, um das Vertrauen in die besicherte Kreditvergabe nicht zu untergraben. Die Aussetzung des Verfahrens sollte daher nicht zu lang oder mit zu hohen Auflagen belastet sein, um zu verhindern, dass in der Folge Finanzmittel gebunden oder Gläubiger davon abgehalten werden, dem Markt die erforderlichen Finanzierungsmöglichkeiten bereitzustellen. Eine zu lange oder mit zu hohen Auflagen verbundene Aussetzung kann unter bestimmten Umständen faktisch zu einer Wertminderung führen.

In den meisten EU-Mitgliedstaaten wurden gewisse Aussetzungsprozesse im Rahmen bestimmter gerichtlich überwachter Insolvenz- und Sanierungsverfahren eingeführt. Diese Bestimmungen weisen jedoch große Unterschiede hinsichtlich

der Ausgestaltung und des Geltungsbereichs auf. Das spanische Insolvenzrecht beinhaltet ein befristetes Moratorium für die Maßnahmen der Gläubiger, obgleich diese Fristen in der Regel zu kurz gefasst sind, als dass eine angemessene Restrukturierung eines ansonsten tragfähigen Unternehmens möglich wäre. Gemäß englischem Recht sind vertragliche Auflösungsbestimmungen in Folge einer Insolvenz rechtmäßig und können von der Gegenpartei unbeschadet einer Aussetzung des Verfahrens ausgeübt werden. Der englische Vergleichsvorschlag, bei dem es sich wie bereits erwähnt um ein zunehmend gängiges Sanierungsinstrument handelt, hat keine Aussetzung des Verfahrens zur Folge.

Der Bewertungsrahmen

Die verlässliche Bewertung ist ein entscheidender Aspekt von Insolvenzverfahren. Eine Bewertung ist erforderlich, um:

- i. festzustellen, ob ein notleidendes Unternehmen technisch insolvent ist oder die Geschäftstätigkeit fortsetzen kann
- ii. zu bestimmen, welche Interessengruppen ein wirtschaftliches Interesse an dem Unternehmen behalten,
- iii. über etwaige von Gläubigern oder Schuldern eingebrachte Sanierungspläne zu unterrichten und
- iv. Interessengruppen jeweils neue Beteiligungen zuzuweisen, die Ansprüche auf künftige Werte in dem sanierten Unternehmen miteinschließen.

Die zwei wichtigsten Bewertungsmethoden, die im Rahmen einer Sanierung zur Evaluierung des Unternehmenswerts angewendet werden, sind die Bewertung zur Fortführung eines noch aktiven Unternehmens (als „going concern“) und die Liquidationsbewertung („gone concern“). Eine „going concern“-Bewertung ermittelt den Firmenwert eines aktiven Unternehmens. Demzufolge wird sowohl dem Unternehmensvermögen als auch seiner künftigen Ertragskraft und den Geschäftsaussichten Wert beigemessen.

Eine Bewertung nach dem Konzept „gone concern“ befasst sich dagegen ausschließlich mit der Bestimmung des Werts von individuellen Vermögensgegenständen eines Unternehmens, die stückweise in einem Insolvenzverfahren veräußert werden. Der ermittelte Wert fällt daher in der Regel geringer als der im Rahmen einer „going concern“-Bewertung festgestellte Unternehmenswert aus. Folglich dürften im Rahmen eines allgemein angewandten Ansatzes der „going concern“-Bewertung eine größere Anzahl tragfähiger Unternehmen erhalten werden, als dies bei einem Ansatz der Liquidationsbewertung der Fall wäre.

Entgegen den Vereinigten Staaten verfügt Europa bisher noch über keine konsistente Methode zur Bewertung von Unternehmen, die sich in einem Sanierungsprozess befinden. Jeder Mitgliedstaat wendet eigene Regelungen an, die für die technische Grundlage von Insolvenzen maßgeblich sind. Die Folge sind uneinheitliche Ergebnisse, insbesondere für grenzüberschreitende Unternehmensgruppen. Zudem existiert derzeit keine analoge Methode oder Plattform zur Streitschlichtung für Aktionäre hinsichtlich der Bewertungsgrundlage, es sei denn, für das Unternehmen wird ein formelles Insolvenzverfahren eröffnet.

In Anhang A wird in Kurzfassung dargestellt, welchen Regelungen die Bewertung nach örtlichen Gesetzen in den EU-Mitgliedstaaten unterliegt. Das englische Recht weist europaweit unbestritten die am weitesten entwickelte Jurisprudenz auf. Im Gegensatz zu US-amerikanischen Gerichten erklärt die englische Gerichtsbarkeit jedoch in den meisten Fällen die Liquidationsbewertung als relevante Metrik für zulässig, anstatt eine Bewertung nach dem „going concern“-Prinzip zu verfügen.¹³ Insbesondere im Kontext von Vergleichsvorschlägen begünstigen die englischen Gerichte seit jeher die Anwendung einer Liquidationsbewertung, um festzustellen, welche Gläubiger ein wirtschaftliches Interesse an einem von Vergleichsvorschlägen betroffenen Unternehmen haben, und als Vergleichsgröße für das Sanierungsergebnis, das im Rahmen des Vergleichs antizipiert wird.¹⁴

Ein einheitlicherer Bewertungsansatz würde Gläubigern mehr Sicherheit und Vorhersehbarkeit hinsichtlich ihrer Rechte in dem Fall bieten, dass ein Unternehmen finanziellen Schwierigkeiten ausgesetzt ist. Handelspartner, die grenzüberschreitende Geschäfte in der EU tätigen, könnten somit Verlustrisiken genauer bewerten. Eine wünschenswerte Mindestanforderung, die in einigen europäischen Rechtsgebieten bereits umgesetzt wurde, wäre ein „Best Interest Test“, um festzustellen, ob die Gläubiger durch den vorgeschlagenen Insolvenzplan voraussichtlich nicht schlechter gestellt wären als durch ein Liquidationsszenario.

¹³ Das englische Recht schließt jedoch die Anwendung alternativer Bewertungsmethoden (inklusive „going concerns“-Bewertungen) nicht aus (vgl. Bluebrook).

¹⁴ Dieser Ansatz basiert auf der Auffassung, dass das wahrscheinlichste alternative Ergebnis eines erfolgreichen Gläubigervergleichs darin besteht, dass das antragstellende Unternehmen insolvent wird und dass folglich eine Liquidationsbewertung des Unternehmens den geeigneten Ausgangspunkt darstellt (vgl. MyTravel).

Rechtliche und politische Aspekte der EU-Insolvenzsysteme

In einigen europäischen Ländern existieren Verfahren außerhalb formeller Insolvenzen, in denen eigene Bewertungsmethoden zur Anwendung kommen. Ein konsistenter Rechtsrahmen könnte jedoch europaweit geschaffen werden, um Bewertungsstreitigkeiten außerhalb von formellen Insolvenzverfahren rasch zu schlichten. Auf diese Weise könnten Praktiken und Präzedenzfälle in Bezug auf Insolvenzbewertungen entwickelt werden, die Interessengruppen eine relative Sicherheit bezüglich des Ausgangs geben würden, während der mit formellen Insolvenzverfahren verbundene Wertverlust verhindert würde.

Die Herabsetzung

Nach einer Bewertung des zu sanierenden Unternehmens stellt sich möglicherweise heraus, dass nachrangige Interessengruppen (z. B. Aktionäre und nachrangige Gläubiger) im Rahmen des Insolvenzvorschlags unter Umständen weniger oder keine Zinsen auf ihren Kredit oder ihre Investition erhalten und folglich kein wirtschaftliches Interesse an dem Unternehmen mehr haben. Generell wäre die Zustimmung dieser nachrangigen Gläubiger bzw. Aktionäre, die „out-of-the-Money“ (aus dem Geld) sind, für eine außergerichtliche Restrukturierung jedoch trotzdem nicht erforderlich. Die beteiligten Parteien stellten kürzlich fest, dass es für eine effiziente Sanierung nicht förderlich ist, wenn eine Restrukturierung der Zustimmung von Interessengruppen bedarf, die nicht länger wirtschaftliche Interessen am Unternehmen haben.

Ad-hoc-Ansätze zur Herabsetzung sorgen für Unsicherheit bezüglich der Rechte von Interessengruppen und erschweren letztlich Sanierungen außerhalb formeller Insolvenzverfahren. Da komplexere Kapitalstrukturen vorherrschend sind, wird dieses Thema zunehmend von Bedeutung sein. Die diesbezüglichen Praktiken weisen europaweit große Unterschiede auf. Die englischen Gerichte beispielsweise führen zu Herabsetzungsverfahren einen „Fairness Test“ durch, bevor ein englischer Vergleichsvorschlag bewilligt wird. Im Gegensatz dazu können Gläubiger in Spanien, die einen „unverhältnismäßig hohen Nachteil“¹⁵ erleiden, einen Vergleich erst nach dessen gerichtlicher Bewilligung anfechten.

Um eine robuste und ohne Weiteres zugängliche Herabsetzungsregelung zu schaffen, die Out-of-the-Money-Interessengruppen, Minderheitspositionen und desinteressierte Gläubiger effektiv bindet, sollten einheitlichere und verbesserte Mindestanforderungen und -absicherungen für die betroffenen Interessengruppen festgelegt werden, um eine gerechte Anwendung dieses Rechtsmittels sicherzustellen. Insbesondere Gläubiger oder Interessengruppen, die gemäß einer allgemein angenommenen Bewertungsmethode nicht länger ein wirtschaftliches Interesse an dem Unternehmen haben, sollten nicht in der Position sein, durch ihr „Veto“ formelle Insolvenzverfahren durchzusetzen oder ansonsten tragfähige Sanierungen zu verzögern.

Laufende Finanzierung in Eigenverwaltung

Sofern keine Finanzierungsvereinbarungen für Schuldner in Eigenverwaltung (DIP) vorliegen, gemäß denen ein Unternehmen unter dem Schutz des Gerichts nach Eröffnung eines Insolvenz- oder vergleichbaren Verfahrens eine Zusatzfinanzierung erhalten kann, ist ein notleidendes Unternehmen auf bestehende Gläubiger angewiesen, um seine erforderliche Zwischenfinanzierung während der Ausarbeitung eines Sanierungsplans bestreiten zu können. Ob und wie dies erreicht wird, richtet sich nach der Unterstützung existierender Geldgeber und der Art der vorhandenen Kreditfazilitäten. Wenn eine Vielzahl von Finanzinstituten (mit verschiedenen Anlage- und Ausstiegstrategien) involviert ist und im Falle komplizierter grenzüberschreitender Verfahren, wenn die Rechte und Pflichten von Gläubigern, Vorstandsmitgliedern und anderen Interessengruppen voneinander abweichen und häufig gegensätzliche Ziele und Erwägungen begründen, kann das Verfahren komplex sein.

Im US-amerikanischen Insolvenzgesetz („Bankruptcy Code“) ist ein Status mit höchster Priorität für Finanzierungen nach Antragseröffnung für Schuldner in Eigenverwaltung vorgesehen. In mehreren europäischen Rechtsgebieten wurden kürzlich vergleichbare Reformen umgesetzt, insbesondere in Frankreich, Italien und Spanien. In den Vereinigten Staaten ist für diese Art finanzieller Rettungsmaßnahmen ein spezieller Markt entstanden, der in Europa jedoch noch entwickelt werden muss.

Zu den vier Finanzierungs-kategorien für Schuldner in Eigenverwaltung gehören die folgenden:

- i. Unbesicherte Finanzierung mit höchstem Prioritätsanspruch. Geldgeber, die diese Art von Finanzierung zur Verfügung stellen, wird höchster Prioritätsanspruch eingeräumt. Sie werden somit vor allen anderen Verwaltungsklagen ausgezahlt.
- ii. Besicherte Finanzierung durch gestellte Sicherheiten auf unbelastete Vermögenswerte des Schuldners.
- iii. Besicherte Finanzierung durch gestellte nach- oder erstrangige Sicherheiten auf unbelastete Vermögenswerte des Schuldners.
- iv. Besicherte Finanzierung durch gestellte vorrangige oder gleichrangige Sicherheiten auf unbelastete Vermögenswerte des Schuldners.

¹⁵ Dieser Begriff wurde im spanischem Recht nicht definiert und die spanischen Gerichte haben keinerlei Richtlinien diesbezüglich entwickelt.

Nach Maßgabe des US-Insolvenzgesetzes muss der Schuldner sich um eine Finanzierung in Eigenverwaltung in der genannten Reihenfolge bemühen. Der Schuldner sollte versuchen, eine ungesicherte Finanzierung (Kategorie 1) zu erhalten. Nur in dem Fall, dass dies nicht gelingt, kann sich der Schuldner um andere Formen der gesicherten Finanzierung auf unbelastete Vermögensgegenstände (Kategorie 2) bemühen, usw.

Eine ungesicherte Finanzierung wird generell von gewerblichen Gläubigern anstatt von finanzierenden Banken zur Verfügung gestellt. Finanzierende Bankinstitute stellen eher gesicherte Finanzierungsarten für Schuldner in Eigenverwaltung bereit, die durch die Zahlung erheblicher Gebühren, mögliche höhere Margen und umfassende Vereinbarungen begründet sind. Am US-Finanzierungsmarkt für Schuldner in Eigenverwaltung sind ebenfalls spezifische Geldgeber wie Hedgefonds, Private-Equity-Fonds, institutionelle Kreditgeber und CLO-Fonds zunehmend aktiv, da sie durch die höheren erzielbaren Renditen oder möglichen Kredite für eigene Strategien angezogen werden.

In Europa sollte neuen Finanzierungen im Fall von Sanierungen unter gerichtlicher Aufsicht automatisch Prioritätsstatus eingeräumt werden. Die Bereitstellung einer Zwischenfinanzierung für Schuldner sollte nicht regulatorisch eingeschränkt werden. Der Markt sollte insbesondere für alternative Finanzierungsquellen wie Hedgefonds offen sein und etwaige Grenzwerte für Zinswucher sollten aufgehoben werden.

DIP-Finanzanbieter sollten durch eine Form der Immunität gegen strafrechtliche Haftung, wie auch in der Kommissionsempfehlung vom März 2014 gefordert, bzw. durch öffentliche Garantien (sofern die staatlichen Beihilfavorschriften eingehalten werden) geschützt werden.

Diese Reformen würden die potenziellen Finanzierungsquellen beträchtlich vermehren, die Möglichkeiten von Unternehmen für eine erfolgreiche Sanierung verbessern und auch die Entwicklung eines europäischen DIP-Finanzierungsmarktes unterstützen. Die gerichtliche Aufsicht sollte sicherstellen, dass die Bedingungen der Zwischenfinanzierung (einschließlich eines etwaigen Prioritätsstatus) durch den tatsächlichen Bedarf des Unternehmens und im Kontext der spezifischen Sanierung gewährleistet sind. Zudem sollten sie dazu beitragen, dass den bestehenden Gläubigern durch die etwaigen Finanzierungsbedingungen für Schuldner in Eigenverwaltung keine übermäßigen Nachteile entstehen.

Die Rolle von Gläubigern

In dem Fall, dass ein Schuldner nicht über den Sanierungsvorschlag eines Gläubigers abstimmen muss, sind die Gläubiger effektiv gezwungen, dem Plan des Schuldners entweder zuzustimmen oder auf eine Liquidation des Unternehmens hinzuwirken. Seit einigen Jahren herrscht in ganz Europa jedoch eine größere Aufgeschlossenheit gegenüber Restrukturierungsvorhaben, die von Kreditgebern geführt werden.¹⁶ In vielen Rechtsgebieten wird Gläubigern nun das Recht zugestanden, einen eigenen Sanierungsplan (oder einen Gegenvorschlag zu einem Plan des Schuldners) vorzulegen. Dies gilt vor allem für Frankreich und Spanien.

In Vorinsolvenzverfahren unter Schutz des Gerichtes sollte Gläubigern – und potenziell anderen beteiligten Dritten wie Aktionären – das Recht eingeräumt werden, einem Schuldner einen Sanierungsplan zu unterbreiten, über den die Gläubiger abstimmen. Auf diese Weise könnten Kreditangebote gemacht und allgemein ein Anreiz für den Schuldner geschaffen werden, redlich zu bleiben und weitere realisierbare Sanierungsvorschläge vorzulegen.

Zudem sollten Gläubigern vermehrt relevante Informationen zu dem betroffenen Unternehmen so frühzeitig wie möglich im Verfahren offengelegt werden. Zu den Informationen sollten auch Angaben über Sanierungsvorschläge gehören, die nicht von Gläubigern unterstützt werden.

¹⁶ Ein Beispiel dafür ist die Sanierung des französischen Modehändlers Vivarte. Mit einem vom Kreditgeber eingebrachten Restrukturierungsvorschlag konnte eine von allen Seiten angenommene Schuldumwandlung entwickelt werden, die Frankreichs größten Debt-for-Equity-Swap involvierte. Auf diese Weise wurde verhindert, dass für das Unternehmen ein beschleunigtes Verfahren zur finanziellen Absicherung eröffnet wurde.

3.2 Praktische Aspekte der europäischen Insolvenzrechtsrahmen

In diesem Teil werden wesentliche rechtliche Aspekte von Insolvenzsystemen in Europa untersucht, wobei sowohl auf allgemeine Grundsätze als auch auf unterschiedliche Praktiken auf einzelstaatlicher Ebene eingegangen wird. Die Schwerpunkte der Erörterung sind:

- i. das Rechtssystem,
- ii. die Insolvenzverwalter sowie
- iii. Berichtswesen und Transparenz.

Das Justizsystem

Zur erfolgreichen Ausführung von europäischen Reformen zum Insolvenzrecht sollte in jedem Fall ein geeigneter rechtlicher und professioneller Rahmen vorhanden sein. Die Gesetze, Vorschriften und Regelungen zur Insolvenz sollten beispielsweise von allen Gerichten konsequent angewandt werden. Je nach der Zuständigkeit in dem betreffenden Land, in dem der Fall zur Anhörung kommt, oder dem Richter, der für den Fall zuständig ist, kann der Ausgang eines Insolvenzverfahrens in einigen Rechtsgebieten sehr unterschiedlich sein. Die europaweite Annahme von Mindeststandards für das Insolvenzrecht würde dazu beitragen, negative Folgen der gerichtlichen Inkohärenzen bei der Auslegung und Anwendung von Insolvenzgesetzen zu verringern.

Von Bedeutung ist zudem, dass die gerichtlichen, verwaltungs- und aufsichtsrechtlichen Bediensteten, die mit der Auslegung und Anwendung von Insolvenzvorschriften und -regelungen beauftragt sind, über ausreichende Kenntnisse und Erfahrung in Bezug auf Insolvenzen verfügen, um solche Vorschriften und Regelungen konsistent und durchdacht anwenden zu können. Es wäre hilfreich, wenn die Kommission die Entwicklung eines Netzwerkes von spezialisierten, sachkundigen und unabhängigen Gerichts- und Verwaltungsbediensteten in der gesamten EU zur ausgewogenen und konsequenten Auslegung und Anwendung ihrer Insolvenzvorschriften und -regelungen entwickeln würde.

Berufs- und Verwaltungsstandards

Insbesondere bei großen, grenzüberschreitenden Insolvenzen sollten auch das Verwaltungspersonal und die Fachleute, die an Insolvenzverfahren beteiligt sind, berücksichtigt werden. Es handelt sich hierbei nicht um einen geschützten Berufsstand und die europaweiten Standards weichen insbesondere außerhalb größerer Städte voneinander ab. Diese Parteien sollten zumindest über Erfahrung und ausgezeichnete Kenntnisse im Hinblick auf Buchhaltungs-, Rechts- und Geschäftspraktiken, Finanzmärkte und verbundene Aspekte, allgemeine Insolvenzstrukturen und -praktiken verfügen und in der Lage sein, spezifische Erwägungen bezüglich grenzüberschreitender Insolvenzen oder Insolvenzen, bei denen komplexe und ungewöhnliche Geschäftsstrukturen involviert sind, anzustellen. In den Vereinigten Staaten gibt es in jedem Gerichtsbezirk Gerichte und somit Richter, die ausschließlich Konkursfälle verhandeln, sowie das entsprechende Verwaltungspersonal, das einzig die Konkursmassen unter der Leitung dieser Gerichte verwaltet und kontrolliert. Dementsprechend besteht in den USA ein Netzwerk an sehr erfahrenen und sachkundigen Gerichts- und Verwaltungsbediensteten sowie Fachleuten, die Emittenten, Gläubigern und anderen Interessengruppen ein relativ hohes Maß an Sicherheit in Bezug auf die Durchführung und, in gewissem Maße, auch auf den Ausgang eines Insolvenzverfahrens bieten.

Berichtswesen und Transparenz

Unseren Forschungsarbeiten zu diesem Bericht zufolge besteht ein Mangel an realen Daten zum Ausgang von Insolvenzverfahren und deren Auswirkungen auf europäische Kapitalmärkte (und die europäische Wirtschaft). Weitere und bessere Daten zu Insolvenzverfahren und Prozessen wären nützlich, um den Nutzwert der rechtlichen und praktischen Aspekte der in diesem Bericht erörterten Insolvenzrechtsrahmen zu bewerten.

Das Berichtswesen nationaler Insolvenzbehörden ist europaweit generell uneinheitlich, wobei sich die Berichte auf eine begrenzte Anzahl von Fällen und Ergebnissen (eventuell mit Branchenklassifizierungen, wie im Vereinigten Königreich) beziehen. Die Tschechische Republik bildet diesbezüglich eine Ausnahme, da ihre Insolvenzbehörde für jeden Einzelfall eine vollständige Akte veröffentlicht. Zwar legen die tschechischen Behörden keine aggregierten Daten offen, die Marktteilnehmer können jedoch aus der öffentlichen Akte Daten zu Gesamtergebnissen ableiten.¹⁷

¹⁷ In den vom tschechischen Unternehmen InsolCentrum veröffentlichten aggregierten Daten wird eine effektive Sanierungsrate von 6 % bis 7 % der Gläubigeransprüche in den Jahren 2011 und 2012 genannt, mit einer durchschnittlichen Dauer für die Beilegung von 21 Monaten. Die Weltbank geht zu diesem Zeitpunkt von einer Beilegung nach 38 Monaten und einer Sanierungsrate von 56 % aus.

Wichtige Datenpunkte, die von den Insolvenzbehörden bisher in der Regel noch nicht öffentlich gemacht werden, umfassen Leistungsmessungen wie die Schnelligkeit von Verfahren, erzielte Ergebnisse und den prozentualen Anteil des Vermögenswerts, der im Konkursverfahren wiederhergestellt oder erhalten wird. Anhand solcher Datenpunkte könnten politische Entscheidungsträger über den Bedarf an weiteren Reformen oder Änderungen bestehender Vorschläge oder Reformen unterrichtet werden. Sofern die Kenntnisse zu den Insolvenzrechtsrahmen und deren Auswirkungen auf die europäische Wirtschaft verbessert werden sollen, sollte Entscheidungsträgern und dem Markt allgemein in jedem Fall eine größere Datenmenge zugänglich gemacht werden.

3.3 Gründe für weitere Reformen der Insolvenzgesetze auf EU-Ebene

Wir können nicht davon ausgehen, dass die in nationalen Insolvenz- und Sanierungsgesetzen bestehenden Unterschiede durch Marktkräfte beigelegt oder ermittelt werden. Interessengruppen gehen Restrukturierungen anhand der eigenen Agenda und Strategie an. Häufig werden dabei kontrollierende und einflussreiche Positionen angestrebt, um die Einflussmöglichkeiten zu verbessern, wobei das Ziel nicht immer eine gemeinsame Basis und ein Konsens ist. Darüber hinaus führen politische Entscheidungsträger in verschiedenen Rechtsräumen oft politische Erwägungen oder historische und kulturelle Gepflogenheiten als gravierende Hindernisse von Insolvenzrechtsreformen und einer diesbezüglichen Harmonisierung an. Demzufolge, und wie bereits oben erörtert, führt der Mangel eines konsequenten, vorhersehbaren und eingehend überwachten europäischen Sanierungssystems weiterhin zu erheblicher Unsicherheit und Mehrkosten und verändert in gewissem Maße die Wirtschaftlichkeit von Kapitalmarkttransaktionen. Die Begünstigung von Ad-hoc-Sanierungsgesetzen durch nationale oder marktgesteuerte Einflüsse bedingt größere Transaktionsrisiken und höhere Kapitalkosten.

Eine weitere Harmonisierung von Mindeststandards für europäische Insolvenzsysteme würde dazu beitragen, die Generierung von vorhersehbaren und geordneten Ergebnissen für Unternehmenssanierungen zu vereinfachen. Wie in Teil 4 aufgezeigt, tätigen Marktteilnehmer eher Investitionen, und sind bereit, einen Preisaufschlag auf Vermögensgegenstände zu entrichten, die in Ländern mit vorhersehbaren Sanierungsergebnissen erworben werden. Abweichende und unzulängliche Insolvenzsysteme begrenzen das Potenzial des Privatsektors beim Bemühen um Investitionen, während die Entwicklung von soliden Mindeststandards die Berechenbarkeit für Gläubiger und andere Interessengruppen verbessert, die Investitionstätigkeit ankurbelt und die Vorteile des Binnenmarktes, die sich aus einem integrierten Wirtschaftsumfeld ergeben, steigert. Wir sind demzufolge der Auffassung, dass bestimmte bereits genannte Schlüsselaspekte die Effizienz von europäischen Insolvenz- und Sanierungsgesetzen erheblich erhöhen und das Vermögen eines Unternehmens positiv beeinflussen würden, um eine effektive Sanierung durchzuführen und eine formelle Insolvenz zu vermeiden, sofern diese Aspekte ordnungsgemäß verfügt und durch die rechtlichen, gerichtlichen und regulatorischen Rahmenbedingungen der jeweiligen Jurisdiktion unterstützt würden.

In ganz Europa mangelt es an einem vorhersehbaren, konsequenten und effektiven Restrukturierungsverfahren. Die gezielten Reformen der europäischen Insolvenzgesetze, die vorstehend beschrieben wurden, würden zweifellos zu gesteigerter Effizienz und mehr Vertrauen in europäische Kapitalmärkte führen. Ein Reformprogramm, das allgemeine Verbesserungen bewirkt, würde sich äußerst positiv auf die Wirtschaft und die Märkte der EU auswirken, sofern das Programm einheitlich in allen Rechtsgebieten umgesetzt wird.

Eine Insolvenzrechtsreform in Europa hätte zudem eine Vielzahl politischer Nutzeffekte zur Folge:

- **Bekämpfung des Problems der notleidenden Kredite.** Der IWF stellte in seinem letzten Artikel IV-Bericht zur Eurozone fest, dass eine hohe Anzahl notleidender Kredite die Kreditvergabe und die konjunkturelle Erholung behindert. Notleidende Kredite, die die Rentabilität der Banken schwächen und Kapital binden, schränken die Kreditvergabe durch Banken ein und begrenzen die Wirksamkeit geldpolitischer Maßnahmen.¹⁸ Der IWF hat die Verbesserung des europäischen Insolvenzrechtsrahmens als Priorität identifiziert, um den hohen Bestand an notleidenden Krediten in Europa abzubauen.

¹⁸ Juli 2015 IMF Artikel IV-Bericht zur Politik in der Eurozone, in englischer Sprache erhältlich unter: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2015/cr15204.pdf>

Basierend auf einer Standarddefinition wurden bei der umfassenden Prüfung, die 2014 von der EZB vorgenommen wurde, notleidende Engagements im Bankensystem in Höhe von insgesamt 879 Mrd. Euro identifiziert.¹⁹ In einer aktuellen Studie der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde (EBA)²⁰ wurde festgestellt, dass in den meisten Mitgliedstaaten insbesondere die Kredite von KMU einen hohen Anteil an notleidenden Krediten aufweisen. Im Juni 2015 belief sich der gewichtete Mittelwert der EU für KMU-Darlehen auf 18,5 %. Die EBA erklärt, dass der hohe Bestand an notleidenden Krediten für KMU durch *die relativ geringe Widerstandsfähigkeit von KMU gegenüber ungünstigen Wirtschaftsbedingungen im Vergleich zu anderen Unternehmen und durch die rechtlichen und sonstigen Schwierigkeiten rund um die Veräußerung/Abschreibung von notleidenden Krediten der KMU* verursacht wird.

In einer von der Europäischen Union durchgeführten Studie²¹ (ausführliche Erläuterung in Anhang 3) finden die Verfasser Belege dafür, dass solide Insolvenzsysteme (unter anderem Faktoren wie BIP-Wachstum und Schuldenquoten) zu einer beschleunigten Wertberichtigung von notleidenden Krediten beitragen. Im Folgenden führen wir weitere Gründe für dieses Argument auf, das jedoch eingehender in dem Dokument der Europäischen Kommission analysiert wird. In Abbildung 1 werden die Entwicklung von notleidenden Krediten zwischen 2007 und 2014 in verschiedenen europäischen Ländern, den Vereinigten Staaten und Japan und die Qualität von Insolvenzregelungen, wie von der Weltbankgruppe nach dem „Distance to Frontier“-Ansatz bemessen, vergleichend gegenübergestellt.²²

Wie in Abbildung 1 dargestellt, waren Länder mit solideren Insolvenzsystemen in der Lage, ihren Bestand an notleidenden Krediten schneller als Länder mit weniger entwickelten Systemen zu verringern. Diese Feststellung wird damit begründet, dass solidere Insolvenzrechtsrahmen die Sanierung und die Fortführung der Geschäftstätigkeit des Schuldners vereinfachen und somit die Entwicklung hin zu einer raschen Verringerung von unhaltbaren Schuldenständen ebnet.²³ Gestützt wird dieses Ergebnis durch vergleichbare Analysen des IWF (erörtert in Anhang 3), denen zufolge Länder mit robusten Insolvenzsystemen Schulden nach der Krisenzeit in kürzerer Zeit abbauten.

Eine hohe Anzahl an notleidenden Krediten wirkt sich unmittelbar auf die Kapazität von Banken aus, das Wachstum zu fördern. Gemäß dem IWF Artikel IV-Bericht zur Eurozone haben der hohe Bestand an notleidenden Krediten und die hohe Schuldenquote die Kreditvergabe durch Banken sowie die Investitionstätigkeit behindert, was sich nachteilig auf eine Verbesserung der Finanzierungsbedingungen auswirkte. Der IWF erklärt des Weiteren, dass durch die Wertberichtigung von notleidenden Krediten regulatorische Eigenmittel in großem Umfang freigesetzt und erhebliche Kapazitäten für Kreditneugeschäfte generiert werden könnten. Den Berechnungen des IWF zufolge kann das Kapital, das durch die Wertberichtigung notleidender Kredite verfügbar gemacht wird, neue Kredite in Höhe von 167 Mrd. bis 522 Mrd. Euro freisetzen, sofern eine entsprechende Nachfrage besteht.

19 Der Ergebnisbericht zu den Gesamtergebnissen der EZB findet sich in englischer Sprache unter: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr141026.en.html>

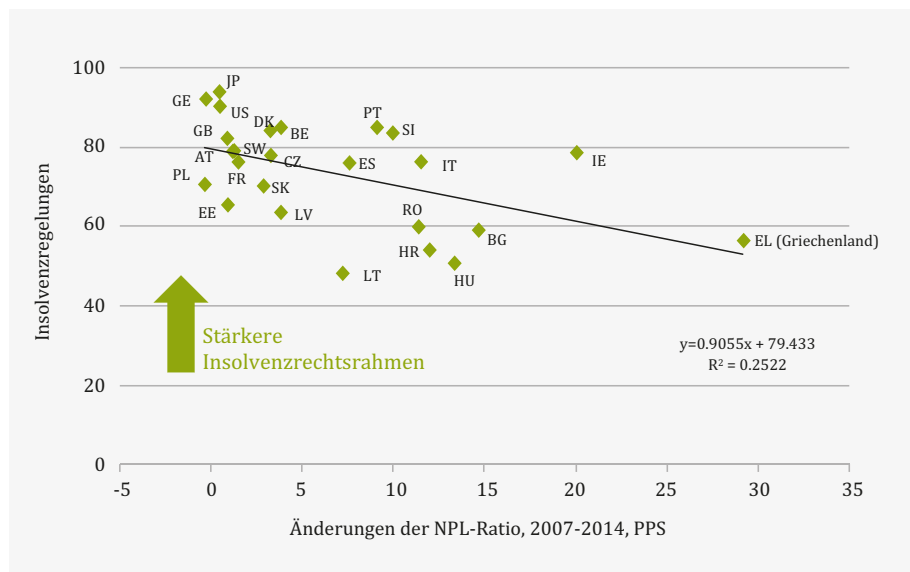
20 Risikobewertung des Europäischen Bankensystems, EBA, Dezember 2015.

21 Europäische Kommission (2015b) „The Economic impact of Rescue and Recovery Frameworks in the EU“, erhältlich in englischer Sprache unter http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/eedp/pdf/dp004_en.pdf

22 Eine ausführliche Definition dieser Metrik findet sich in Teil 3.2.1.

23 Ein vergleichbares Ergebnis wurde bei der Korrelation des Bestandes an notleidenden Krediten 2015 und derselben Qualitätsmetrik von Insolvenzrechtssystemen im Jahr 2015 beobachtet.

Figure 1: **Qualität von Insolvenzverfahren 2015 („Distance to Frontier“) und Entwicklungen notleidender Kredite in Europa, Japan und den Vereinigten Staaten**



//
Hoher Bestand an notleidenden Krediten und Verbindlichkeiten hemmt Kreditvergabe und Investitionen.
//

Quelle: Weltbank und „Doing Business“ 2015

- Kapitalmarktharmonisierung.** Die EU strebt nach einer europaweiten Harmonisierung der Kapitalmarktvorschriften und der diesbezüglichen Praktiken. Belegt wird dies durch Initiativen wie die Europäische Bankenunion und die vorgeschlagene Kapitalmarktunion. Darüber hinaus bemüht sich die Kommission um die Schaffung eines einheitlichen Regelwerks, unter anderem durch Rechtsvorschriften zu Märkten für Finanzinstrumente (MiFiD II), Marktmissbrauch (MAR/MAD), Verwalten alternativer Investmentfonds (AIFMD), europäischen Marktinfrastrukturen (EMIR) und Zentralverwahrern (CSDR).²⁴ Jede dieser Initiativen und Regelungen zielt auf das Entstehen tieferer und robusterer Märkte ab und soll die Harmonisierung europaweit voranbringen. Wir unterstützen diese Reformen, sind – aus den oben genannten Gründen – jedoch auch der Meinung, dass sie keine optimale Wirkung entfalten können, wenn nicht ein entsprechender Schwerpunkt auf eine stärkere Angleichung europäischer Insolvenzvorschriften gelegt wird.
- Öffentliche und private Aspekte.** Die europäischen Insolvenzverfahren haben die Wertpapiergesetze zum Teil komplizierter gemacht oder unbeabsichtigte Auswirkungen im Wertpapierrecht hervorgerufen. Informationen über Verfahren im Rahmen der europäischen Insolvenzrechtssysteme (einschließlich Gerichtsverfahren) sind in den meisten Fällen nicht öffentlich erhältlich. Die entsprechenden Angaben werden im Allgemeinen auf einer Vertrauensbasis weitergegeben und lediglich Gläubigern verfügbar gemacht. Unter diesen Umständen kann der öffentliche Handel mit den jeweiligen Wertpapieren sich als schwierig erweisen oder rechtswidrig sein. Nach Maßgabe der britischen Vorschriften zur Bekämpfung des Marktmissbrauchs kann beispielsweise der Handel mit Informationen, die nicht öffentlich zugänglich sind und Interessengruppen nicht zur Verfügung stehen (selbst wenn alle Gläubiger, einschließlich der Gegenpartei für den Handel, Zugriff darauf haben), dazu führen, dass die Teilnehmer wegen Marktmissbrauchs haftbar gemacht werden (einschließlich möglicher strafrechtlicher Maßnahmen). Eine europäische Insolvenzreform sollte diese Problematik angehen und deutlich machen, wann und wie Wertpapiere eines insolventen Unternehmens während Insolvenzverfahren öffentlich gehandelt werden können.
- Offenlegung.** Viele europäische Länder führen derzeit Reformen durch und überarbeiten ihre Insolvenzgesetze, wie durch die in Anhang A enthaltenen Informationen deutlich wird. Wie zuvor erwähnt, kann eine große Anzahl von Schuldern zudem die COMI-Verlagerungen und andere Mechanismen nutzen, um zu bestimmen, wo und wie ihre Insolvenz- oder Sanierungsverfahren durchgeführt werden. Der Ort, an dem ein Insolvenz- oder Sanierungsverfahren durchgeführt wird und die Beteiligten dieser Verfahren können zuweilen den Ausgang dieser Verfahren erheblich beeinflussen. Dieser Umstand erhöht die Unsicherheit unter den Anlegern hinsichtlich der Behandlung von Schuldtiteln in einer Insolvenz oder Restrukturierung. Im schlimmsten Fall kann eine solche Behandlung stark von den Insolvenzerwägungen abweichen, die im jeweiligen Angebotsdokument beschrieben sind. Reformen und eine

²⁴ Vgl. das Grünbuch der Europäischen Kommission „Schaffung einer Kapitalmarktunion“, S. 5, Fußnote 1.

Rechtliche und politische Aspekte der EU-Insolvenzsysteme

Harmonisierung der europäischen Insolvenzrechtssysteme würden dazu beitragen, diese Unsicherheit zu verringern.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass es einen glaubhaften Grund für eine stärkere Angleichung der Insolvenzvorschriften auf EU-Ebene gibt, die mögliche wirtschaftliche Vorteile für europäische Unternehmen, Investoren und die Gesundheit des Finanzsystems insgesamt sichern kann. In Teil 4 wird der Versuch unternommen, diese wirtschaftlichen Vorteile für Europa durch eine gesteigerte Wirksamkeit seines Insolvenzrechtsrahmens zu quantifizieren.

//
Eine stärkere Angleichung
der Insolvenzvorschriften ist
offensichtlich vorteilhaft.
//

4. Wirtschaftliche Analyse zu den Auswirkungen der Insolvenzsystemqualität



4. Wirtschaftliche Analyse zu den Auswirkungen der Insolvenzsystemqualität

In diesem Kapitel wird der Aspekt der Insolvenzsysteme aus wirtschaftlicher Perspektive dargestellt und eine Schätzung der potenziellen Vorteile einer Insolvenzrechtsreform in Europa vorgenommen. Der inhaltliche Aufbau gestaltet sich wie folgt:

- In Teil 4.1 wird die wirtschaftswissenschaftliche Fachliteratur zu Insolvenzsystemen zusammenfassend dargestellt.
- Teil 4.2 bietet einen Überblick über die wichtigsten Datenquellen für internationale Insolvenzrechtsrahmen und erörtert die begrenzte Datenverfügbarkeit.
- In Teil 4.3 wird ein ökonometrisches Modell zur Einschätzung der potenziellen Vorteile für die Kreditmärkte der EU, die sich aus einer Insolvenzrechtsreform ableiten, vorgestellt.
- Teil 4.4 liefert eine Schätzung der gesamtwirtschaftlichen Vorteile der EU-Insolvenzreform auf der Grundlage der aus Teil 4.3 abgeleiteten Ergebnisse.

4.1 Wichtigste Erkenntnisse der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur

Wissenschaftlich fundierte Forschungsarbeiten belegen den positiven Effekt von gut funktionierenden Finanzmärkten auf die Wirtschaftsleistung.²⁵ Indikatoren für die Entwicklung und Effizienz von Finanzmärkten werden stark vom institutionellen Rahmen beeinflusst, einschließlich der Regelungen in Bezug auf Insolvenzen und Konkurse, die die Funktionsweise von Finanzmärkten unterstützen. In Teil 3.1 werden die Verbindungen zwischen einer Insolvenzrechtsreform und wichtigen makro- und mikroökonomischen Variablen untersucht.

In der aktuellen Literatur wird der Zusammenhang zwischen Insolvenzrechtsreform und Kreditnehmerschutz mit vier Reihen von Wirtschaftsvariablen betrachtet:

Der Einfluss auf Aktien- und Kreditmärkte:

- Die verbesserte Effizienz der Zwangsvollstreckung führt zu tieferen Anleihemärkten (Djankov, 2008);
- Das Equity-Beta und die Preisvolatilität sind in jenen Ländern geringer, in denen das Insolvenzrecht die Neuregelung von Kreditengagements begünstigt (Favara et al., 2012);
- Die Rechts- und Durchsetzungsstandards sind maßgeblich für die Größe und den Umfang der Kapitalmärkte eines Landes. Die Kapitalmärkte sind kleiner und enger in jenen Ländern, die einen unzureichenden Anlegerschutz bieten (La Porta et al, 1997);
- Die Marktbewertungen verbesserten sich mit der Einführung neuer Insolvenzgesetze, die den Gläubigerschutz stärkten (Kadiyala, 2011);
- Schwache Gläubigerrechte führen zu höheren Zinsaufschlägen (Bae und Goyal, 2009);

Finanzierungsbedingungen für Unternehmen:

- Ungünstige Insolvenzgesetze bedingen höhere Besicherungsanforderungen (Davydenko und Franks, 2008);
- Stichhaltige und effiziente Anlegerschutzregelungen verbessern den Kreditzugang (EZB);

Unternehmertum und Unternehmensgründung:

- Zuverlässige Insolvenzverfahren stützen das Unternehmertum, das als Wahrscheinlichkeit der Ausübung einer selbstständigen Tätigkeit (EK) und Anteil neuer Firmengründungen berechnet wird (Leea et. al, 2001);

Gesamtwirtschaftliche Ergebnisse:

- Zuverlässige Insolvenzverfahren beschleunigen makroökonomische Anpassungen und den Schuldenabbau (IWF, RBS)
- Zuverlässige Vorinsolvenzverfahren ermöglichen eine schnellere Wertberichtigung notleidender Kredite (EK).

Zusammengefasst lässt sich sagen, dass die Beziehung zwischen Finanzmarkteffizienz und Wirtschaftswachstum in zahlreichen wissenschaftlichen Veröffentlichungen über mehrere Jahrzehnte hinweg bestätigt wurde. Zudem wurde

25 Vgl. zum Beispiel Raghuram Rajan und Luigi Zingales (1998), „Financial Dependence and Growth“, *American Economic Review*, Band 8, Nr.3, S. 559-586; Ross Levine und Sara Zervos, „Stock markets, banks and economic growth“, Band 8, Nr.3, S. 537-558; Marco Pagano (1993), „Financial markets and growth“, *European Economic Review*, Band 37, S. 613-622; Robert King und Ross Levine, „Finance, entrepreneurship, and growth – Theory and evidence“, *Journal of Monetary Economics*, Band 32 S. 513-542; Rioja, Felix und Neven Valev. 2004a. „Finance and the Sources of Growth at Various Stages of Economic Development.“ *Economic Inquiry* 42: 127–140 und Philippe Aghion, Peter Howitt und David Mayer-Foulkes (2005), „The effect of financial development on convergence: Theory and Evidence“, *Quarterly Journal of Economics*, Band 120 (1), S. 173-222

nachgewiesen, dass institutionelle Reformen (einschließlich Harmonisierung) durch ihren Einfluss auf die Finanzmärkte Wachstumsimpulse auslösen können.

Ein umfassenderer Literaturüberblick zu Insolvenzverfahren, Gläubigerschutz und Wirtschaftsleistung wird in Anhang 3 bereitgestellt.

Die Effizienz von Finanzmärkten wird im Rahmen der Untersuchungen in diesem Bericht auf der Bemessungsgrundlage von Risikoaufschlägen erfasst. Dabei wird untersucht, wie sich qualitative Veränderungen der Insolvenzverfahren auf diese Prämien auswirken. Neuere Forschungsarbeiten weisen auch auf die Verbindungen zwischen der Wirksamkeit von Insolvenzregelungen und der Effizienz von Stabilisierungsmaßnahmen hin.

In Anhang D finden sich Fallstudien zu institutionellen Reformen und zur Performance.

4.2 Insolvenzverfahren und Wirtschaftsleistung

In diesem Teil werden die wichtigsten Datenquellen, die derzeit zu internationalen Insolvenzrechtsrahmen verfügbar sind, und die wichtigsten Erkenntnisse aus diesen Daten zu EU-Mitgliedstaaten im Überblick dargestellt. Des Weiteren wird die derzeit beschränkte Datenverfügbarkeit erörtert, die sich auf die nähere Beschreibung des in diesem Bericht entwickelten Wirtschaftsmodells auswirkt.

Anhand von Indizes der Weltbank bemessene Wirtschaftsleistung der EU-Mitgliedstaaten
Effiziente Insolvenzverfahren verringern die Kosten, die bei der Durchsetzung von Schuldverträgen anfallen, und steigern im weiteren Sinne die Effizienz von Kapitalmärkten, indem die Abwicklung von nicht tragfähigen Unternehmen begünstigt wird, während ein Rahmen für die geordnete Sanierung notleidender, jedoch letztlich tragfähiger Unternehmen bereitgestellt wird.

Der Wert von bewährten Praktiken in puncto Insolvenzregelungen kann auf verschiedene Weise erfasst werden. Ein Schwerpunkt kann beispielsweise auf qualitative Leistungsindikatoren wie die ermittelten Verfahrenskosten, die Dauer zur Forderungsbeitreibung durch Gläubiger und die Ausfall- und Beitreibungsquoten gelegt werden. Ein weiterer Ansatz besteht darin, die erstrebenswerten Eigenschaften eines Insolvenzsystems zu identifizieren und das effektive Verfahren in einem Rechtsgebiet auf der Grundlage dessen bewerten, ob und inwieweit dieses die erstrebenswerten Eigenschaften aufweist.

Die „erstrebenswerten Eigenschaften“ beziehen sich im Wesentlichen auf die Entscheidungsbefugnisse der verschiedenen an der Geschäftstätigkeit beteiligten Parteien und den Verfahrensablauf. In dieser Hinsicht wird seit jeher angenommen, dass das europäische bürgerliche Recht Gläubigern weniger Entscheidungsbefugnisse einräumt, als dies im Common Law in England und Wales der Fall ist. Die ökonomische Begründung dieser Bestimmungen spiegelt zwei Problemstellungen wider:

- *Informationslücken* – der Schuldner und/oder bestimmte Gläubiger sind unter Umständen besser als andere Parteien über gewisse Aspekte des Unternehmens informiert. Zudem können sie etwaige Maßnahmen treffen, die für einen Teil der beteiligten Parteien von Interesse sind, sich allgemein jedoch suboptimal auswirken. Des Weiteren ergeben sich Fragen zu den restlichen Kontrollrechten, im Rahmen derer über die Geschäftstätigkeit und die Vermögensgegenstände des Schuldners entschieden wird, da alle Verträge bis zu einem bestimmten Grad unvollständig sind.
- *Problem des gemeinsamen Vorgehens*. Während es im Interesse aller Parteien liegt, eine geordnete Liquidation oder Sanierung zu gewährleisten, erachten es einige Beteiligte möglicherweise als vorteilhaft, eine opportunistische Haltung einzunehmen. Im Falle einer Verallgemeinerung dieser Verhaltensweise verschlechtern sich die Chancen auf eine geordnete Abwicklung. Um kooperatives Verhalten zu stärken, ist folglich ein Regelwerk erforderlich, das die Entscheidungsbefugnisse und deren Geltungsbereich festlegt.

Die Weltbankgruppe stellt anhand ihrer „Doing Business“-Datenbank Informationen über die quantitativen und qualitativen Eigenschaften von Insolvenzverfahren bereit.²⁶ Da diese Datensammlung Informationen enthält, die die verschiedenen Länder und Insolvenzindikatoren umfassend abdecken, verwenden wir sie als primäre Informationsquelle. Wie in Teil 2 beobachtet, beeinflussen die Forschungsarbeiten der Weltbankgruppe zudem die Haltung der EU zu bewährten Praktiken.

²⁶ Die übermittelten Informationen werden auf der Grundlage einer simulierten Fallstudie einer Insolvenz erfasst. Sachverständige werden aufgefordert, Institute und Gesetze in bestimmten Ländern zu bewerten. Anhand der Ergebnisse werden die quantitativen und qualitativen Indikatoren berechnet.

Wirtschaftliche Analyse zu den Auswirkungen der Insolvenzsystemqualität

Quantitative und qualitative Messgrößen für die Effizienz von Insolvenzverfahren

Im Rahmen der „Doing Business“-Initiative der Weltbankgruppe wurden Länder seit 2004 zu verschiedenen Aspekten der institutionellen Qualität bewertet. Bei diesen Aspekten handelt es sich unter anderem um Rechtsstaatlichkeit, Gläubigerschutz und die Qualität des Insolvenzrechtsrahmens.

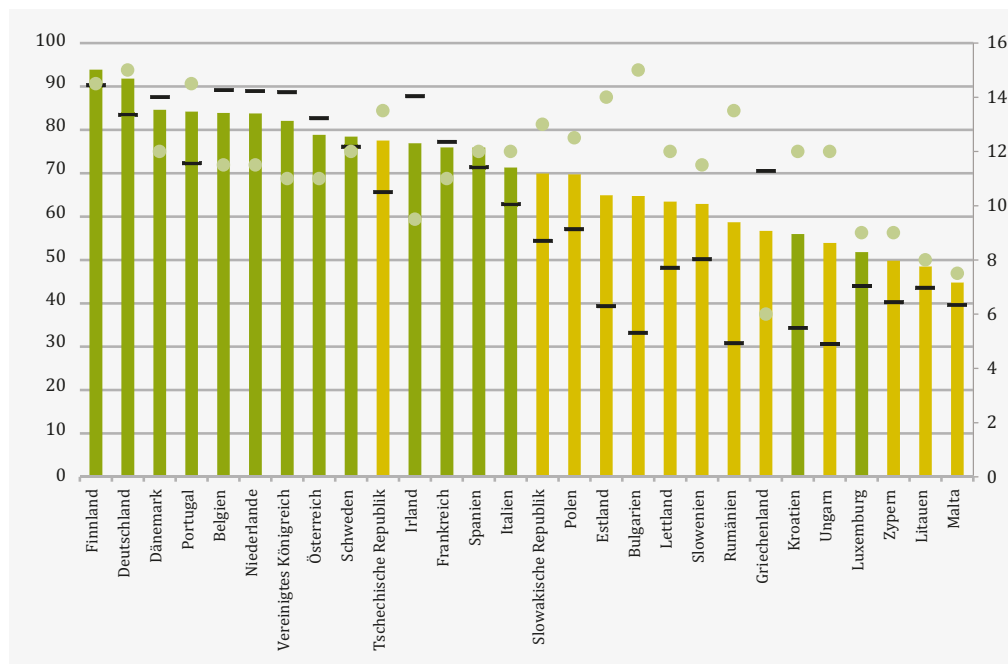
In Verbindung mit der Lösung von Insolvenzfällen stehen folgende Datenarten zur Verfügung:

- **Quantitative Daten zu Ergebnissen von Insolvenzverfahren.** Diese Daten erfassen die Kosten von Insolvenzverfahren, die Dauer für die Forderungsbeitreibung durch Gläubiger und die Beitreibungsquoten. Diese Angaben sind bis ins Jahr 2004 zurück verfügbar.
- **Qualitative Daten zur Stärke von Insolvenzrechtsrahmen.** Dieser zusammengesetzten Messgröße liegen vier Teilindizes zugrunde, die die folgenden Aspekte abdecken: (i) ein Index zu Sanierungsverfahren; (ii) ein Index zur Verfahrenseröffnung (um abzuschätzen, ob Schuldner und/oder Gläubiger eine Liquidation bzw. Sanierung einleiten können); (iii) ein Index zur Verwaltung des Schuldnervermögens; und (iv) ein Index zu Gläubigerrechten. Jedem Teilindex wird ein Rating von 0 bis 4 Punkten zugewiesen, die auf ein Endergebnis von 0 bis 16 Punkten addiert werden. Die Datenreihe beginnt mit dem Jahr 2014.
- **Allgemeine Messgröße „Distance to frontier“ (DTF).** Die allgemeine Messgröße DTF gibt an, inwieweit ein Land im Bereich Insolvenzverfahren von den verfügbaren Leistungswerten entfernt ist. Die Leistung eines Landes wird für jede enthaltene Variable im Vergleich zu den schlechtesten Ergebnissen und den Bestmarken bemessen und erhält daraufhin eine Punktzahl zwischen 0 und 100. Der im Weiteren berechnete Mittelwert dieser Punkte entspricht dem DTF-Ergebnis. Mithilfe dieses Ansatzes werden die einzelnen Aspekte der institutionellen Qualität in „Doing Business“ zusammengefasst. Zu beachten ist, dass diese Kennzahl in früheren Jahren nicht verwendet wurde. Eine langfristige Analyse dieser Variable erfordert daher den Einsatz einer konsistent abgeleiteten Messgröße.²⁷

In Abbildung 2 werden die Länder der EU-28 in der Reihenfolge ihrer DTF-Punktzahl 2015 im Bereich Insolvenz dargestellt. Die Balken zeigen das DTF-Ergebnis 2015. Dem Ranking zufolge belegen etablierte EU-Mitglieder generell Spitzenpositionen, wobei sich die EU-15 im oberen Ende der Verteilung gruppiert, während sich die Beitrittsländer weitgehend am unteren Ende einfinden. Ausnahmen zu dieser Regel sind die Tschechische Republik, die unter den EU-15 den 10. Platz belegt, sowie Luxemburg und Griechenland, die weit unter anderen EU-15-Staaten eingestuft sind.

²⁷ Die Indikatoren und Methoden, die zur Erstellung des „Doing-Business“-Ergebnis verwendet werden, unterliegen Änderungen im Zeitverlauf. Im Jahr 2004 wurden die quantitativen Messgrößen Verfahrenskosten und Verfahrensdauer neben qualitativen Messungen zur Vorrangigkeit von Forderungen und Effizienz der Ergebnisse angewendet. 2005 wurden die qualitativen Messgrößen durch eine Sanierungsrate ersetzt, die die Dauer und Kosten von Verfahren widerspiegelt. Ab 2007 wurde die Sanierungsrate für das Länderranking verwendet. Seit dem Jahr 2012 kommt ein „Distance to Frontier“-Ansatz zum Einsatz, um die Aspekte der institutionellen Qualität zu untersuchen. Für Insolvenzen wurde hierbei lediglich die Sanierungsrate genutzt. 2014 wurde der Index zur Stärke des Insolvenzrechtsrahmens eingeführt und zu gleichen Teilen mit der Sanierungsrate zur Bemessung des DTF genutzt.

Figure 2: „Distance to Frontier“, Sanierungsrate und Stärke von Insolvenzrechtsrahmen in der EU-28



Quelle: Doing Business 2015

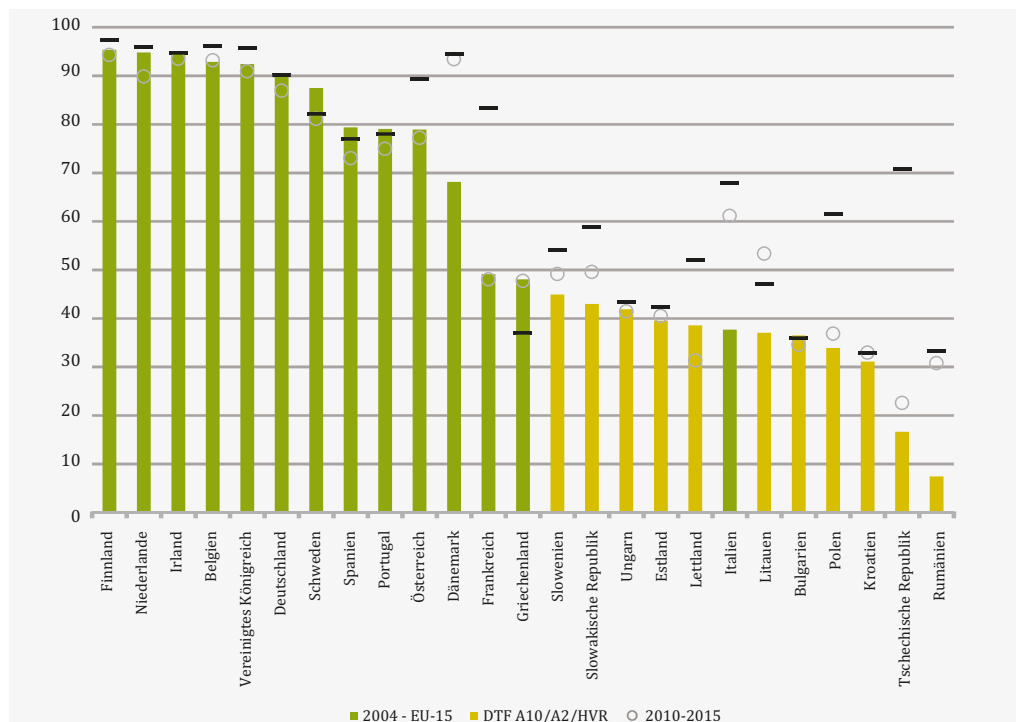
Es werden auch die zwei Variablen angezeigt, die zur Berechnung des DTF-Ergebnisses 2015 dienen, nämlich die geschätzte Sanierungsrate und die Stärke von Insolvenzrechtsrahmen. Allgemein lässt sich sagen, dass die EU-15 bezüglich der geschätzten Sanierungsrate verhältnismäßig besser abscheidet, jedoch bei der Stärke von Insolvenzrechtsrahmen weniger gute Ergebnisse vorweist. Die 13 Mitgliedstaaten (EU-13), die der EU seit 2004 beigetreten sind, werden bezüglich der Stärke ihrer Insolvenzrechtsrahmen besser als bezüglich ihrer Sanierungsrate eingestuft.

Die DTF-Ergebnisse der EU-28-Mitgliedstaaten bewegen sich in einer Bandbreite von 93,5 Punkten (Finnland) bis 44,78 Punkten (Malta), während die Sanierungsrate zwischen 90,2 Punkten (Finnland) und 30,5 Punkten (Kroatien) schwankt. Die erheblichen Unterschiede zwischen den Ländern weisen auf die potenziellen Vorteile einer Harmonisierung der Insolvenzverfahren mit angemessenen Mindeststandards hin. Auch der Handlungsspielraum der einzelnen EU-28-Länder bei der Umsetzung dieser Standards sollte begrenzt werden. Andernfalls würden die DTF-Ergebnisse und Sanierungsraten weiterhin ähnliche Abweichungen zwischen den Ländern aufweisen und somit die Vorteile einer Harmonisierung für den Binnenmarkt begrenzen.

Um die zwischen Reformen und Sanierungsraten bestehenden Verbindungen in Teilen erklären zu können, könnte sich eine Beobachtung ihrer langfristigen Entwicklung als nützlich erweisen. Dies bezieht sich insbesondere auf die Mitgliedstaaten, die der EU kürzlich beigetreten sind. In Abbildung 3 werden die Länder der EU-28 nach ihrer Sanierungsrate 2004 eingestuft. Mit Ausnahme von Italien lagen die Sanierungsraten 2004 in der gesamten EU-15 über denen der EU-13. Lediglich vier der EU-15-Länder erfuhren einen deutlichen Anstieg der Sanierungsrate, nämlich Österreich, Dänemark, Frankreich und Italien. Im Gegensatz dazu wurde in nur vier der Beitrittsländer (Ungarn, Estland, Bulgarien, Kroatien) kein wesentlicher Anstieg der Sanierungsrate verzeichnet. Mehrere EU-13-Mitgliedstaaten werden vielfältige Reformen umsetzen und eine Verbesserung der Sanierungsrate erreichen.

Wie wir feststellen, gehören viele Rechtsgebiete im rechten Teil der Grafik der Gruppe 1 an, die nach Einschätzung der Kommission nur begrenzt Restrukturierungsmöglichkeiten bieten. Die niedrigen Sanierungsraten entsprechen den Feststellungen der Weltbankgruppe, die eine Verbindung zwischen den Sanierungsraten und der Verfügbarkeit von Restrukturierungsmöglichkeiten herstellen. Wir haben jedoch auch festgestellt, dass diese schwächeren Rechtsgebiete im Zeitraum 2004 bis 2015 eine erhebliche Steigerung ihrer Sanierungsraten aufwiesen.

Figure 3: Sanierungsrate in der EU-28 – 2004, 2010 und 2015



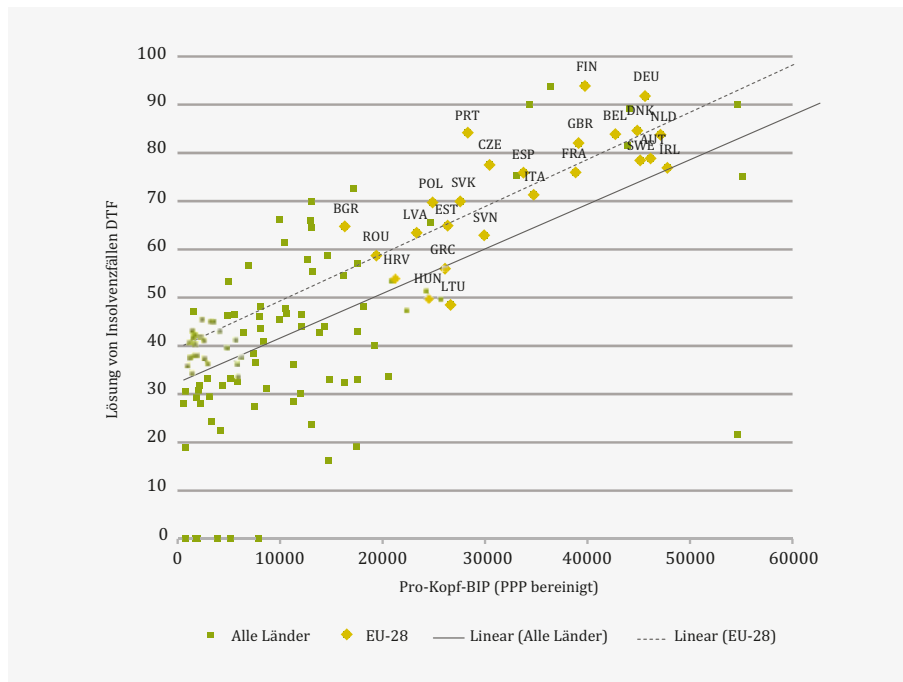
Quelle: Frontier-Analyse zum Doing Business 2015

In allen Ländern besteht ein positiver und deutlicher Zusammenhang zwischen den Sanierungsraten und der Stärke des Insolvenzrechtsrahmens (Pearson-Koeffizient = 0,39; R-Quadrat = 0,15; t-stat = 5,4). Innerhalb der EU-28 wird hingegen so gut wie keine Korrelation zwischen den Messgrößen ersichtlich (Pearson-Koeffizient = 0,06; R-Quadrat = 0,00; t-stat = 0,29). Dies weist auf den Umstand hin, dass derzeit weit weniger Schwankungen bei den Messgrößen zur institutionellen Qualität innerhalb der EU als außerhalb bestehen. Zusammenfassend verdeutlichen die Ergebnisse also auch, dass die EU-13-Länder durch die qualitative Verbesserung ihrer Insolvenzrechtssysteme von den ordnungspolitischen Konvergenzbestrebungen innerhalb der EU-15 profitiert haben.

Zudem betrachten wir die Beziehung zwischen dem Wirtschaftswachstum und der Qualität von Insolvenzinstitutionen im Hinblick auf die in der Literatur belegten Ergebnisse, die einen Zusammenhang zwischen dem Wirtschaftswachstum und der allgemeinen Qualität von Institutionen herstellen. Abbildung 4 enthält eine Gegenüberstellung des BIP und des DTF-Ergebnisses zum Ausgang von Insolvenzen. Der Vergleich weist auf eine enge positive Beziehung zwischen den zwei Variablen hin. Das Pro-Kopf-BIP erklärt de facto rund 50 Prozent der Schwankungen im DTF-Ranking. Demzufolge besteht eine starke Korrelation, der ursächliche Zusammenhang zwischen den beiden Größen ist jedoch nicht offensichtlich und dürfte bidirektional sein. Das bedeutet, dass die Qualität von Institutionen das BIP beeinflusst, und dass sich mit dem steigenden Wohlstand der Länder die Qualität ihrer Institutionen verbessert. Es ist zu beachten, dass die Trendlinie für die EU-28 und alle anderen Ländern große Übereinstimmungen aufweist.

//
Die EU-13-Länder haben von der Konvergenz mit den EU-15 profitiert.
//

Figure 4: **Korrelation zwischen dem realen Pro-Kopf-BIP und dem Insolvenzindex**



Quelle Frontier Economics basierend auf Daten von Eurostat und der Weltbank

Die Verbindungen zwischen der Qualität von Insolvenzsystemen und dem breiteren Wirtschaftsumfeld Es ist sinnvoll, die Beziehung zwischen Qualitätsindikatoren von Insolvenzsystemen und anderen Faktoren, die einen Standort unternehmensfreundlich gestalten, zu betrachten. Solche Faktoren können die Messung von Risiken beeinflussen und sollten demzufolge bei der Entwicklung von Determinanten für Spreads von Unternehmensanleihen berücksichtigt werden.

Wir haben Schätzungen zu den Korrelationen angestellt, die zwischen der von der Weltbankgruppe berechneten DTF-Insolvenz und anderen institutionellen Indikatoren für einen unternehmensfreundlichen Standort bestehen. Positive Wechselbeziehungen wurden bei Messgrößen wie Gründung von Unternehmen (0,49), Kreditzugang (0,56), Schutz von Minderheitsinvestoren (0,61) und Durchsetzung von Verträgen (0,48) ermittelt.

Die stärkste Korrelation besteht mit dem gesamten DTF (0,78), was wenig überrascht, da das DTF-Gesamtergebnis selbst das DTF-Ergebnis hinsichtlich der Lösung von Insolvenzfällen beinhaltet.

4.3 Schätzung des Einflusses von Insolvenzrechtsreformen auf die Performance von Finanzmärkten

Das in diesem Teil entwickelte ökonomische Modell dient dazu, die Beziehung zwischen nationalen Insolvenzsystemen und der Effizienz der Finanzmärkte zu untersuchen. Als Messgröße hierfür dienen die Risikoaufschläge auf Unternehmensanleihen. Dabei handelt es sich um die Zusatzrendite, die erforderlich wäre, um einen Anleger beim Kauf einer Unternehmensanleihe für das bestehende Risiko zu entschädigen.

Die im Rahmen des Modells angenommenen wirtschaftlichen Vorteile sind von Natur aus eng bemessen und unterschätzen unter Umständen die weiteren Auswirkungen einer Insolvenzrechtsreform, indem andere in der Literatur identifizierte potenzielle Vorteile ausgeschlossen werden (vgl. Anhang 3). Die zusätzlichen Vorteile beziehen sich auf (i) einen besseren Zugang zur Finanzierung für Unternehmen, (ii) ein höheres Maß an Unternehmertum, (iii) die Vorteile des Binnenmarktes, die sich aus einem stärker integrierten Umfeld für grenzüberschreitende Handels- und Investitionsaktivität bieten und (iv) Fortschritte im Umgang mit der großen Anzahl an notleidenden Krediten in Europa.

Zur Ermittlung der Risikoaufschläge verwendet unser Modell die Renditespanne der Unternehmensanleihen (die Differenz zwischen den Unternehmens- und Staatsanleihenrenditen). Unter ansonsten gleichen Bedingungen würden wir

damit rechnen, dass der Anteil an Vermögensgegenständen, die im Verzugsfall beigetrieben würden, in einem stärkeren Insolvenzrechtssystem steigt. Demgemäß sollte die Rendite, die Inhaber von Unternehmensanleihen zum Ausgleich möglicher Verluste erhalten müssen, entsprechend niedriger ausfallen. Zur Beurteilung dieser Beziehung berücksichtigen wir andere Einflussgrößen der Renditespreads²⁸ wie Risiken auf Emittentenebene und die Laufzeitprämie. Anhand eines Anleihenpreismodells wird die Renditespanne von Unternehmensanleihen als Funktion wesentlicher Anleihenmerkmale bewertet, zu denen unter anderem die Bonitätseinstufung, die Restlaufzeit (spiegelt die Laufzeitprämie wider), der Geld-Brief-Kurs (Messgröße für das Liquiditätsrisiko) und eine Variable für ein nicht diversifizierbares systemisches Risiko zählen. Berücksichtigt wird auch die Sanierungsrate bei Insolvenzen, mit der bemessen wird, wie sich die Leistung von Insolvenzverfahren auswirkt.²⁹

Unser Schwerpunkt liegt eindeutig auf der Sanierungsrate, die im Doing Business-Bericht der Weltbankgruppe bemessen wird und mittels derer untersucht wird, wie sich ein gleich gestalteter Insolvenzfall in verschiedenen Rechtsgebieten entwickelt. So wird eine konsistente Messgröße über den Zeitverlauf und für verschiedene Länder zur Verfügung gestellt.³⁰

Zusätzlich zum unmittelbaren Effekt auf Anleienspreads werden sich die Insolvenzregelungen auch indirekt durch die Bonitätseinstufung auswirken, da Rating-Agenturen die jeweiligen Anleiheratings entsprechend der Sanierungsrate eines Rechtsgebiets anpassen. Wir schätzen dies, indem wir den Effekt von Kreditratings auf Anleienspreads mit einer Bottom-up-Berechnung der geänderten Ratingstufe eines spezifischen Rechtsgebiets kombinieren.

Ökonometrische Methodik

Unter Verwendung eines Panel-Modells, in dem die einzelnen Unternehmensanleihen gebündelt werden, wurde die Korrelation zwischen Insolvenzmetriken und Risikoaufschlägen (Spreads von Unternehmensanleihen) bemessen, wobei andere relevante Eigenschaften berücksichtigt wurden, die die Risikoprämien beeinflussen können.

Auf diese Weise wollen wir vor allem nachvollziehen, wie sich Insolvenzregelungen und andere institutionelle Faktoren auf die Risikoaufschläge (Spreads von Unternehmensanleihen) auswirken. Die Anleihenmerkmale spielen dabei zwar eine untergeordnete Rolle, sie sollten jedoch angemessen modelliert werden. In einigen Fällen wurden ihre Einflüsse fälschlicherweise der Stärke von Insolvenzrechtsrahmen zugeordnet. Daher sollte ein breit angelegtes und umfassendes Modell auf monatlicher Basis bewertet werden, selbst wenn die Datenstruktur zu Insolvenzmetriken relativ einfach gestaltet und nur im Jahresintervall verfügbar ist.

Nachfolgend stellen wir den Umfang und die Variablen vor, die in die Schätzung einfließen. Die Methodik wird in Anhang 4 ausführlicher dargelegt.

Umfang des ökonometrischen Modells Anleihen

Der Schwerpunkt der Schätzung liegt auf „Vanilla“-Anleihen, d. h. nicht kündbare Nullkupon-Anleihen, die in der Landeswährung begeben werden. Andere Arten von Anleihen werden nicht analysiert, da es schwierig ist, die spezifischen Ausstattungsmerkmale in einem allgemeinen Modell abzubilden. Sofern die Merkmale nicht eingehend erfasst werden, könnte deren Einbeziehung das Ergebnis beeinflussen.

Ausgeschlossen wurden Anleihen mit einer Restlaufzeit von weniger als einem Jahr, da sich die Renditen von Anleihen mit kurzer Duration recht unterschiedlich entwickeln können.

28 In Anhang 4 wird die Beziehung zwischen Insolvenzsystemen und Entwicklungen an den Rentenmärkten im Überblick dargestellt.

29 Theoretisch könnten vorhandene Indizes für Unternehmensanleihen verwendet werden, die für spezifische Laufzeiten und Anleiheratings zusammengestellt werden. Sie können die Renditespreads langfristig kohärent als Gesamtgröße bemessen. Dieser Ansatz ist jedoch nicht praktikabel, da Indizes für Unternehmensanleihen lediglich für eine begrenzte Anzahl von europäischen Ländern, insbesondere für die fortschrittlicheren Staaten der Region, verfügbar sind. Wenn nur für wenige Länder Daten zu Anleihen vorliegen, wäre die Diversität der Insolvenzregelungen zu begrenzt, um deren Auswirkungen auf Anleienspreads messen zu können. Stattdessen wurden Daten zu einzelnen Unternehmensanleihen zusammengeführt. Selbst wenn es in einem Land zu wenige Anleihen gibt, um einen Anleiheindex zu veröffentlichen, können diese in einem weiter gefassten Modell berücksichtigt werden. Auf diese Weise können wir feststellen, wie sich das Insolvenzsystem eines Landes auf den Anleienspread auswirkt. Mit diesem Ansatz können möglichst viele Länder in die Analyse einbezogen werden.

30 Wir verwendeten in unseren Untersuchungen zunächst die von Moody's erhobenen Daten zu tatsächlichen Sanierungsergebnissen, die auf Fallbasis als alternative Messgröße für die Leistungsfähigkeit von Insolvenzregelungen dienten. Aufgrund der uneinheitlichen Abdeckung von Ländern und Verfahrensdauer hielten wir diese Größe jedoch nicht für angemessen. Zudem scheint es aufgrund des unterschiedlichen Case-Mix wenig wahrscheinlich, dass die beobachteten Fälle für die zugrunde liegende Qualität der Systeme repräsentativ sind. Die Ergebnisdaten der Sanierungsraten werden in Anhang 3 erläutert.

Zeithorizont

Unsere Stichprobe deckt den Zeitraum 2004 bis 2015 ab, für den Daten aus der Hauptquelle „Doing Business“ zum Insolvenzrechtsrahmen zur Verfügung stehen. Die spezifischeren Indikatoren zur Stärke von Insolvenzrechtsrahmen liegen lediglich für 2014 und 2015 vor.

Länder

Die Analyse sollte im Prinzip alle EU-Mitgliedstaaten einbeziehen, insbesondere die EU-Beitrittsländer, die kürzlich eine Insolvenzrechtsreform durchgeführt haben. In vielen dieser Länder wurden jedoch nur sehr wenige Unternehmensanleihen aufgelegt, was auf die Beziehung zwischen Insolvenzsystem und Marktexpansion hinweist. Unsere Probe umfasst zehn EU-Mitgliedstaaten und zwei OECD-Länder. Die Anleihen wurden in den meisten Fällen in Deutschland und Italien und in geringerer Zahl in Österreich, den Niederlanden und Frankreich begeben.³¹

Ergebnisse der Schätzung

Unserem Anleihenpreismodell zufolge sind niedrigere Renditespreads bei Unternehmensanleihen mit hohen Sanierungsraten verbunden. Somit sollte die Finanzierung durch Kapitalmärkte in den Ländern kostengünstiger sein, die über solide Insolvenzregelungen verfügen.

Die Bewertungsergebnisse werden in Tabelle 1 für vier Modelle dargestellt. In jedem der Fälle dienen die Renditespreads von Unternehmensanleihen als Variable, anhand derer die Auswirkungen bemessen werden. Mit Renditespreads bei Unternehmensanleihen beziehen wir uns auf die Anleiherendite bis zur Fälligkeit, abzüglich des risikofreien Satzes, die anhand der Rendite von zehnjährigen Staatsanleihen dargestellt wird.

Jedem Modell liegt ein unterschiedliches Preissystem mit unterschiedlichen Erklärungsvariablen für Anleihspreads zugrunde. Zusätzlich zu einer grundlegenden Spezifizierung, die lediglich Anleihenmerkmale einbezieht, führen wir gesonderte Prüfungen mit zwei Messgrößen zur Leistung von Insolvenzregelungen sowie eine spezifische Kontrolle der Auswirkung auf Landesebene durch. Anspruchsvollere Panel-Modelle führen zu ähnlichen Ergebnissen (vgl. Anhang 4).³²

Basismodell

Das Basismodell (1) berücksichtigt nicht den Einfluss von Insolvenzmetriken. Auf diese Weise soll sichergestellt werden, dass der Ansatz zur Bewertung von Anleihen wie erwartet funktioniert, bevor Schlussfolgerungen über die Auswirkungen von Insolvenzmetriken gezogen werden.

Die Erklärungsvariablen für Spreads von Unternehmensanleihen in diesem Modell umfassen:

- Laufzeit: Restlaufzeit (Monate) bis zur Fälligkeit der Anleihen.
- Bonitätseinstufung: S&P historisches Rating in Form von Ratingstufen (Notches).³³
- Beta: Korrelation mit der Variable Marktrendite; bemisst die Wechselbeziehung zwischen Änderungen bei Anleihenkursen mit einem globalen Aktienindex (Morgan Stanley Capital Index). Anleihen, deren Kursdaten nicht für die Berechnung eines Beta-Werts ausreichten, wurden gesondert identifiziert („fehlendes Beta“ in Tabelle 1).
- Liquidität: Spreads von Geld-Brief-Kursen. In vielen Fällen sind diese Daten nicht verfügbar, was wiederum auf den Liquiditätsgrad hinweist. Die Fälle wurden gesondert als „fehlender Geld-Brief-Kurs“ in Tabelle 1 gekennzeichnet.
- Zeittrend: berücksichtigt zusätzliche (allgemeine) Änderungen der Renditespreads, die nicht mit den genannten Variablen korreliert sind.

Weitere Angaben zu den verwendeten Quellen und Daten finden sich in Anhang 4.

31 Als Gegenprobe zu den Auswirkungen der Probenzusammensetzung untersuchten wir alternative Gewichtungen der Stichprobe. Beispielsweise wurde die italienischen und deutschen Anleihen zugewiesene Gewichtung reduziert oder neu ausgerichtet, so dass die Länder gleichermaßen in der Stichprobe vertreten waren. Diese Änderungen hatten wenig Einfluss auf das Ergebnis, was darauf hinweisen könnte, dass die Resultate nicht von dem Überhang italienischer und deutscher Anleihen in der Stichprobe abhängen.

32 Die in der Analyse verwendete Anleihenstichprobe wird ausführlich in Anhang 4 erläutert.

33 Die Variable Bonitätseinstufung ist linear, d. h. es wird angenommen, dass sich eine Verbesserung um eine Ratingstufe auf allen Ebenen eines Kreditratings gleich auswirkt. Es wurden alternative Messgrößen zur Bonitätseinstufung in Erwägung gezogen, damit die Auswirkungen entlang der Kreditkurve unterschiedlich ausfallen. Die Nichtlinearitäten waren jedoch wenig ausgeprägt und die Änderungen wirkten sich nur unerheblich auf die Gesamtergebnisse aus. Um das Modell einfach und wirtschaftlich zu halten, wurde der linearen Spezifizierung der Vorzug gegeben.

Wirtschaftliche Analyse zu den Auswirkungen der Insolvenzsystemqualität

In den Ergebnissen (Spalte 1, Basismodell in Tabelle 1) erscheinen die Anleihenmerkmale insgesamt als sensitiv. Rund 30 Prozent der Schwankungen bei Anleihspreads lassen sich durch diese Merkmale erklären. Die Laufzeit ist positiv mit dem Anleihsread korreliert, was sich in den Laufzeitprämien niederschlägt. Bonitätseinstufungen, die als Messgröße für das Ausfallrisiko dienen, sind negativ mit dem Anleihsread korreliert. Die Beta- und Geld-Brief-Variablen, die jeweils nicht diversifizierbare Risiken und Liquiditätsrisiken abbilden, korrelieren positiv mit dem Anleihsread.

Modell mit Insolvenzmetriken: Der Einfluss von Insolvenzsystemen auf Finanzierungskosten

Unter Punkt (2) fügten wir die Sanierungsrate in das Modell ein (Spalte 2 in Tabelle 1). Mit dem Ziel, die Renditespreads von Unternehmensanleihen zu erklären, haben wir in diesem Modell die gleichen Erklärungsvariablen wie im „Basismodell“ verwendet (Laufzeit, Kreditrating, Liquiditätsmetriken und Beta) und des Weiteren die Sanierungsrate als Erklärungsvariable berücksichtigt, die die Solidität von Insolvenzregelungen der verschiedenen Länder zusammenfasst, in denen die Anleihe emittiert wurde.

Die Schätzung zeigt, dass eine Steigerung der Sanierungsrate um einen Prozentpunkt mit einer Verringerung der Anleihsreads um 0,0366 Prozentpunkte einhergeht. Eine Verbesserung der Sanierungsraten um 10 Prozentpunkte, wie von der Weltbankgruppe gemessen, führt zu einem um 0,37 Prozentpunkte engeren Anleihsread, was darauf hinweist, dass die Finanzierungskosten in Ländern mit besseren Insolvenzregelungen geringer ausfallen.

Dieses Verhältnis ist solide und auf der 1-Prozent-Ebene statistisch signifikant. Vergleichbare Aspekte sind bei den Anleihenmerkmalen zu beobachten. Die Tatsache, dass sie einen geringfügig niedrigeren Wert aufweisen, könnte auf die geringe Korrelation dieser Variablen mit der Insolvenzquote hinweisen.

Unter Punkt (3) wird dem potenziellen Einfluss anderer nicht beobachtbarer länderspezifischer Eigenheiten³⁴ auf Anleihsreads Rechnung getragen, indem jedem Land in der Stichprobe Erklärungsvariablen hinzugefügt werden (Spalte 3 in Tabelle 1). Werden diese berücksichtigt, so bemisst der Koeffizient der Sanierungsrate die Auswirkungen einer *veränderten* Sanierungsrate auf die Anleihsreads auf Länderebene. **Wie wir feststellten, bedingt die Steigerung der Sanierungsrate um einen Prozentpunkt eine Verringerung der Anleihsreads um 0,0178 Prozentpunkte, was auf der 1-Prozent-Ebene signifikant ist.** Gemäß dieser Methode geht eine Steigerung der Sanierungsrate um 10 Prozentpunkte mit einem um 18 Basispunkte engeren Anleihsread einher.

Das Anleihenmerkmal verringert sich erneut geringfügig, da es teilweise in den länderspezifischen Variablen (oder „Dummies“) enthalten ist.

Robustheitskontrolle

Zum Zweck der Robustheitskontrolle berücksichtigen wir unter Punkt (4) die von der Weltbankgruppe geschätzte Stärke von Insolvenzrechtsrahmen als alternative Messgröße für die Performance von Insolvenzregelungen (Spalte 4 in Tabelle 1). **Dies hat auch einen statistisch gesehen signifikant negativen Einfluss auf Anleihsreads, wobei die Einstufung um einen Prozentpunkt steigt und der Spread sich gleichzeitig um 0,27 Prozentpunkte verengt.** Die Koeffizienten der Anleihenmerkmale weisen für diese Spezifikation recht hohe Unterschiede auf, da sie im Rahmen einer kleineren Stichprobe gemessen werden, die lediglich Daten für die Jahre 2014 und 2015 enthält.

34 Spezifische Länder-Dummies für jedes Land in der Stichprobe.

Table 1: Ergebnisse des Anleihen-Schätzmodells – Auswirkungen auf Renditespreads von Unternehmensanleihen (Prozentpunkte)

	(1) Basismodell	(2) Mit Sanierungsrate	(3) Mit Sanierung und Länder-Dummies	(4) Mit Stärke von Insolvenzrechtsrahmen
Zeittrend (Tage)	0,000307***	0,000428***	0,000380***	0,000836***
Laufzeit (Tage)	0,000187***	0,000197***	0,000189***	0,000326***
Bonitätseinstufung (Ratingstufe)	-0,253***	-0,222***	-0,184***	-0,249***
Fehlendes Beta §	0,260***	-0,0313	0,0285	-0,439***
Beta	11,40***	7,934***	6,996***	0,386
Fehlender Geld-Brief-Kurs §	0,899***	1,235***	1,274***	1,374***
Geld-Brief-Kurs (Prozentpunkt)	0,101***	0,0766***	0,0676***	0,00301
Sanierungsrate (Prozentpunkt)		-0,0366***	-0,0178***	
Stärke von Insolvenzrechtsrahmen (0-16)				-0,270***
AUT ψ			0,712	
CHE ψ			-0,691	
DEU ψ			0,103	
FRA ψ			1,121*	
GBR ψ			(ausgelassen - Basisfall)	
IRL ψ			1,574***	
ITA ψ			0,941	
LUX ψ			0,0111	
NLD ψ			1,498***	
PRT ψ			1,346*	
SWE ψ			-0,643	
TUR ψ			-0,298	
Konstant	4,034***	5,295***	2,761***	4,633***
Beobachtungen	22.982	22.982	22982	6.462
R-Quadrat	0,302	0,368	0,398	0,310

Robuste Standardfehler in Klammern *** p<0,01; ** p<0,05; * p<0,1; § dichotome Variablen (oder „Dummies“): 1= für Anleihen ohne Beta oder Geld-Brief-Kurs spreads; 0= sonstige, ψ dichotome Variablen (oder „Dummies“): 1= für im Land emittierte Anleihen; 0= sonstige.

Quelle: Frontier-Analyse der Daten von Datastream und Weltbank

Es werden mehrere zusätzliche Robustheitskontrollen bewertet und in Anhang 4 vorgestellt³⁵. Entsprechend den

³⁵ Im Rahmen dieser Modelle bewerteten wir die Auswirkungen von Insolvenzregelungen auf Risikoaufschläge (Spreads von Unternehmensanleihen), wobei andere alternative Messungen von Renditespreads (abweichend von den Schätzwerten in Tabelle 2) verwendet wurden. Zudem wurden Kontrollen für zusätzliche institutionelle Variablen (z. B. institutionelle Indikatoren im „Doing Business“-Bericht) eingeführt, die Gewichtung nach Emissionsvolumen erhöht, die Stichprobe um Anleihen kurz vor Fälligkeit erweitert und Schätzungen zu länderspezifischen Modellen (Auswirkungen in bestimmten Volkswirtschaften) vorgenommen.

vorstehenden Ergebnissen kann die Beziehung zwischen Insolvenzregelungen und Spreads von Unternehmensanleihen gleichermaßen für die alternativen Spezifikationen belegt werden, was auf eine solide und statistisch signifikante Korrelation zwischen beiden Variablen hinweist.

Zusammenfassung der wichtigsten Feststellungen im Rahmen der ökonometrischen Analyse

Eine Optimierung der Sanierungsraten um 10 Prozentpunkte, wie von der Weltbankgruppe bemessen, geht einher mit einem um 0,37 Prozentpunkte engeren Anleihspreeds, was darauf hinweist, dass in Ländern mit besseren Insolvenzregelungen die Finanzierungskosten geringer ausfallen.

Gemäß alternativen Schätzungen, die die Auswirkungen von nicht beobachtbaren länderspezifischen Eigenheiten (z. B. „Länder-Dummies“) berücksichtigen, ist eine Verbesserung der Sanierungsraten um 10 Prozentpunkte mit einer Verengung der Anleihspreeds um 0,18 Prozentpunkte verbunden.

Anhand alternativer Metriken für Insolvenzregelungen beobachten wir, dass eine Erhöhung um 1 Prozentpunkt eine Spreads-Verengung von 0,27 Prozentpunkten zur Folge hat. Bei unserem Anleihenpreismodell wurde eine Verringerung der Spreads um 0,2 Prozentpunkte bei einer Erhöhung des Ratings um jeweils eine Stufe festgestellt.

Wir prüfen zudem, wie andere institutionelle Faktoren Renditespreeds beeinflussen. Einen signifikanten Effekt haben dabei Variablen, die die Korruptionsperzeption messen. Die Sanierungsrate ist weiterhin eine signifikante und in den meisten Fällen stärkere Einflussgröße, was auf die Bedeutung von Insolvenzrechtsreformen im Kontext von breit angelegten institutionellen Reformen hinweist.

4.4 Die potenziell gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen einer Insolvenzrechtsreform auf EU-Ebene

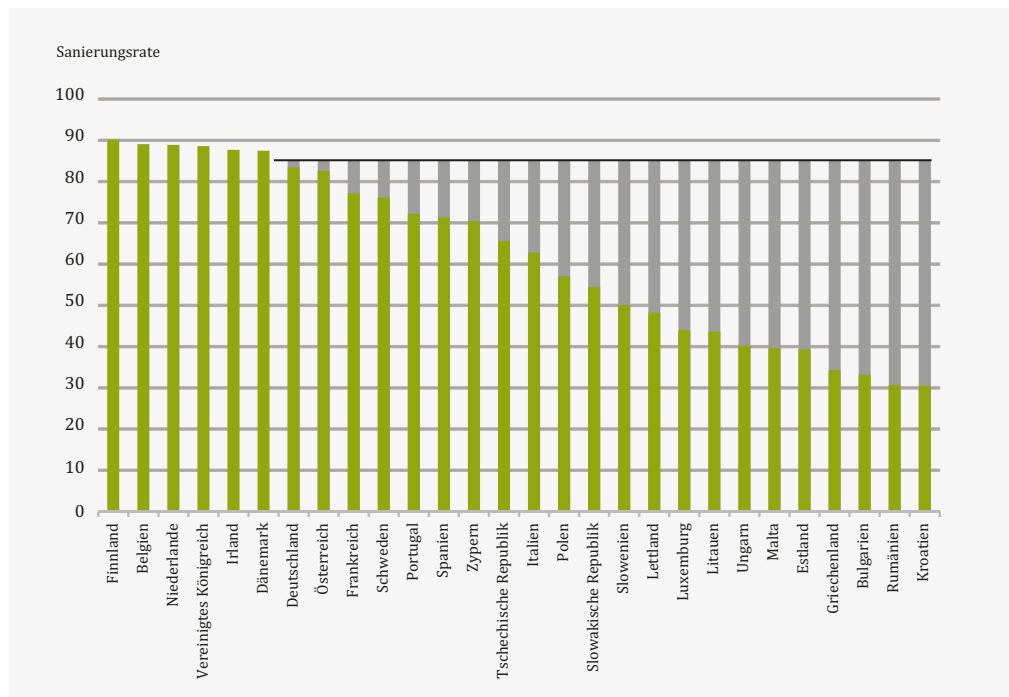
Wir können auf den wahrscheinlichen Einfluss von Insolvenzreformen schließen, indem makroökonomische Daten mit vorhergehenden Schätzungen zur Beziehung zwischen Finanzmarktperformance und unseren eigenen Einschätzungen der Auswirkungen von Insolvenzregelungen auf die Finanzmarktperformance kombiniert werden. Diese Schätzungen werden für die EU-28-Länder durchgeführt.

Zunächst gehen wir von der Annahme aus, dass die Länder nach der Reform eine Sanierungsrate von 85 % erreichen würden, was dem Wert der leistungsstärksten sechs EU-Volkswirtschaften entspricht.³⁶ In Abbildung 5 werden die EU-Länder entsprechend ihrer Sanierungsrate und zusammen mit dem Indexstand dargestellt, den sie durch die Reform erreichen sollten.

//
Die Gesamtauswirkungen auf das jährliche BIP liegen zwischen 41 Mrd. und 78 Mrd. EUR.
//

36 Die (nach BIP) gewichtete Sanierungsrate der EU-28 lag 2015 bei 77,2 %. Die gewichtete Sanierungsrate der EU-15 betrug 79,4 %

Figure 5: Sanierungsrate – Verbesserungspotenzial in der EU-28



Quelle: Frontier-Analyse zu den Daten der Weltbank (2015)

Die Vorteile einer Reform werden je nach Größe der „Lücke“ angeführt, die zwischen den aktuellen Sanierungsraten und dem Indexstand von 85 Prozent besteht. Unserer ökonomischen Analyse zufolge verringert eine 1-prozentige Erhöhung der Sanierungsrate die Anleihsenspreads um 0,037 bis 0,018 Prozentpunkte (in einem „hohen Szenario“ bzw. einem „niedrigen Szenario“). Um die Folgen für die Gesamtwirtschaft abzuleiten, können wir auf die in der Literatur belegten Ergebnisse zu finanziell-makroökonomischen Verflechtungen zugreifen. In diesem Kontext bieten sich die Forschungsergebnisse von Bleaney et. al an,³⁷ da die Renditespreads von Unternehmensanleihen in der Untersuchung verwendet werden. Auf diese Weise können die bemessenen Sanierungsraten direkt auf makroökonomische Einflüsse übertragen werden.

Bleaney et al. zufolge geht eine prozentuale Verringerung der Anleihsenspreads mit einem Anstieg des BIP um 1,57 Prozentpunkte und einem Anstieg der Beschäftigung um 1,06 Prozentpunkte einher. Bei einer Kombination dieser Schätzungen würde die Verbesserung der Sanierungsrate um einen Prozentpunkt zu einer Steigerung des BIP zwischen 0,06 % und 0,03 % sowie einer um 0,04 % bis 0,02 % gestiegenen Beschäftigungsquote führen. Diese Verknüpfungen lassen sich einfach auf gesamtwirtschaftliche Auswirkungen übertragen.

Zusätzlich zu der unmittelbaren Wirkung, die Insolvenzregelungen auf Anleihsenspreads haben können, kann eine indirekte Beeinflussung durch die Bonitätseinstufung vorliegen. Wie zuvor aufgezeigt, verringert eine Erhöhung des Kreditratings um eine Ratingstufe den Spread um 0,18 bis 0,25 Prozentpunkte. Die Daten der Kreditrating-Agenturen lassen vermuten, dass

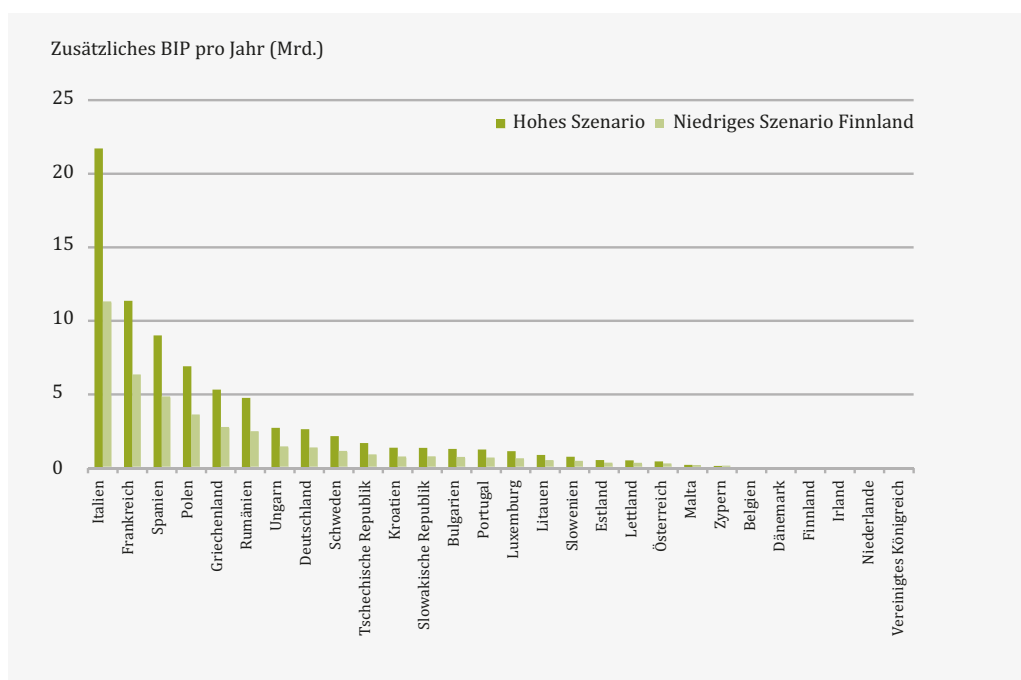
37 Bleaney et. al (2015) untersucht die ursächliche Beziehung zwischen dem europäischen Gesamtindex für Anleihsenspreads und der Wirtschaftstätigkeit in Europa. In der Studie wurde festgestellt, dass anhand von Anleihsenspreads Änderungen der tatsächlichen Aktivität konsequent antizipiert werden können. Eine Verringerung der Anleihsenspreads um 1 Prozentpunkt entspricht dabei einem prozentualen Anstieg des BIP um 1,57 Prozentpunkte und der Beschäftigungsquote um 1,06 Prozentpunkte. Die zweite Aufgabe konzentriert sich auf die Auswirkungen auf einzelne Länder. Während das Zeichen für die ursächliche Beziehung zwischen Anleihsenspreads und BIP eindeutig negativ ist, fällt die Größe des Effekts von Land zu Land unterschiedlich aus. Das bedeutet, dass Länder verschieden auf sich ändernde Finanzierungsbedingungen reagieren. Insbesondere in Deutschland, Frankreich und den Niederlanden ist die Sensitivität geringer als in anderen Ländern, so dass diese Länder gegenüber Turbulenzen an den Finanzmärkten weniger anfällig sind. Spreads spiegeln die Kreditvergabebereitschaft in der Wirtschaft wider. Ein eingeschränkter Zugang zu Finanzierungsmöglichkeiten wirkt sich somit negativ auf die Wirtschaftsleistung aus, was wiederum alle anderen Indikatoren der Wirtschaftsaktivität beeinträchtigt. Die Studie leistet einen Beitrag zur Auslegung der ursächlichen Beziehung zwischen den Spreads von Unternehmensanleihen und der Wirtschaftsaktivität.

die Einstufung von bewerteten Rechtsräumen bei der Klassifizierung von einzelnen Anleihen berücksichtigt wird.³⁸ Diese relativ geringen Effekte belaufen sich jedoch auf rund 5 % bis 10 % der Größe des direkten Effekts³⁹.

Bezüglich der EU-28 liegen die Gesamtauswirkungen auf das jährliche BIP zwischen 41 Mrd. und 780 Mrd. EUR bzw. zwischen rund 0,3 % und 0,55 % des BIP der EU-28.⁴⁰ Die Auswirkungen auf das BIP nach Land werden in Abbildung 6 dargestellt. Der absolute Wert der Auswirkungen in Euro ergibt sich aus der Größe der Volkswirtschaft und der zwischen den Sanierungsraten bestehenden Differenz. Als große Volkswirtschaften verfügen Italien, Frankreich und Spanien über Verbesserungspotenzial bezüglich ihrer Insolvenzverfahren und belegen daher bei den Rankings zu den Auswirkungen die ersten Plätze.⁴¹ Polen, Griechenland, Rumänien und Ungarn sind zwar kleinere Volkswirtschaften, verfügen aber ebenfalls über einen erheblichen Verbesserungsspielraum. Sie liegen in den Rankings daher ebenfalls weit vorne.

Die Auswirkungen dürften sich schrittweise bemerkbar machen, da die Länder die Reformen und die Anpassung ihrer internen Insolvenzverfahren aus Sicht der Rechts- und Marktpraxis umsetzen.

Figure 6: **Zur Veranschaulichung BIP-Einfluss durch Insolvenzrechtsreform in der EU-28**



Quelle: Frontier-Analyse zu Daten von Datastream, Weltbank, S&P und Moody's

Die Auswirkungen auf die Beschäftigungslage können auf gleiche Weise berechnet werden. Sofern alle Länder nach der Umsetzung von Reformen eine Sanierungsrate von 85 % erreichen, würde dies zu einem Beschäftigungsanstieg mit jeweils 600.000 neuen Arbeitsplätzen im niedrigen Szenario und bis zu 1,2 Millionen neuen Stellen gemäß dem hohen Szenario führen. Der Beitrag nach Land wird nachfolgend aufgezeigt.

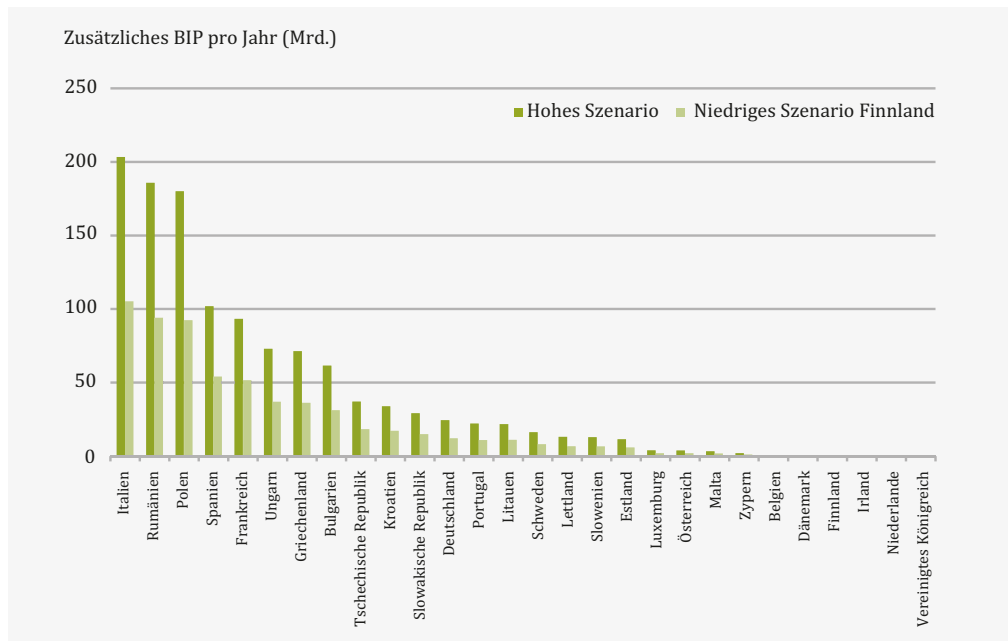
38 S&P erläutert eine Methode, im Rahmen derer die Rankings „A“, „B“ oder „C“ vergeben werden. Diese Methode berücksichtigt eine vorläufige Sanierungsbewertung, die zu jedem Vorgang angestellt wird, um eine geänderte Ratingstufe entsprechend dem Emittentenrating zu generieren. Sofern ein Land seine Insolvenzregelungen verbessert und in der Folge anstatt mit „B“ mit „A“ eingestuft wird, würde das Kreditrating einiger Anleihen heraufgestuft. Unter ansonsten gleichen Bedingungen dürfte dies erwartungsgemäß zu einer Verringerung des Anleihe spreads führen. Wir verwenden eine Verteilung von effektiven Verwertungsquoten der Anleihen gestützt auf Standarddaten von Moody's, aus der wir eine Bottom-up-Berechnung für jedes Land ableiten.

39 Vgl. Anhang 4 für eine Erläuterung der verwendeten Methode zum indirekten Effekt durch Bonitätseinstufungen.

40 Zahlen 2014 zu Marktkursen (Quelle: Eurostat)

41 Bei Ländern, bei denen die Differenz zwischen Sanierungsraten gering oder gleich null ist, berücksichtigt diese Methode nicht die indirekten Vorteile für in solchen Ländern ansässige Unternehmen, die indessen über Vermögensgegenstände in Volkswirtschaften mit stärker abweichenden Sanierungsraten verfügen. Demzufolge dürften die Auswirkungen insgesamt den geschätzten Einfluss übersteigen.

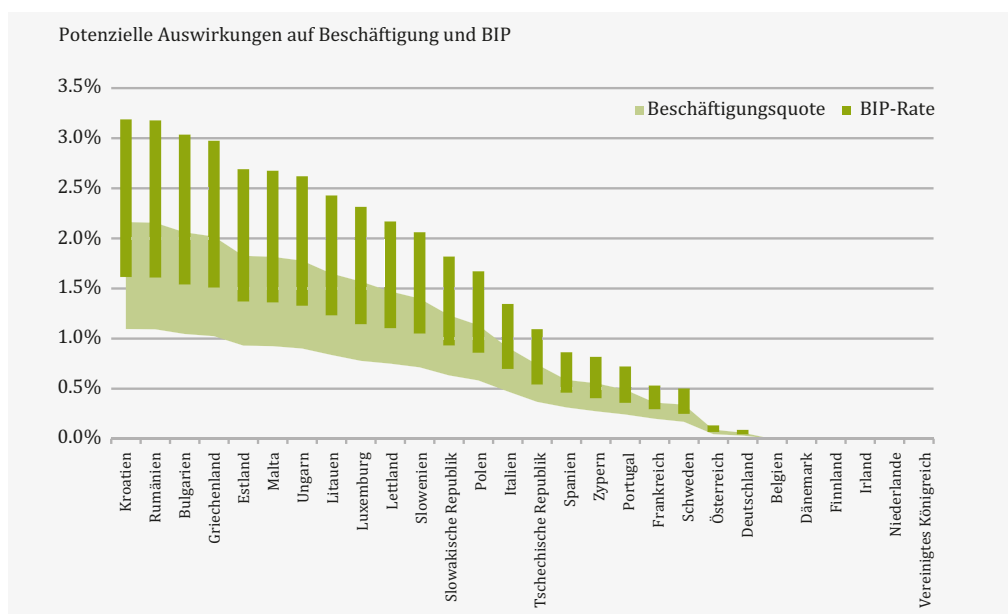
Figure 7: **Zur Veranschaulichung: Auswirkungen der Insolvenzrechtsreform auf die Beschäftigung in der EU-28**



Quelle: Frontier-Analyse zu Daten von Datastream, Weltbank, S&P und Moody's

Der genannte absolute Einfluss richtet sich zum Teil nach der Größe der jeweiligen Volkswirtschaft. Die relativen Auswirkungen (d. h. als Anteil des BIP oder der Erwerbsbevölkerung eines Landes) hängen jedoch einzig vom Verbesserungspotenzial ab, über das ein Land im Bereich Insolvenzregelungen verfügt. In Abbildung 8 werden die relativen Auswirkungen auf das BIP (grüne Balken) und die Auswirkungen auf die Beschäftigung (grüner Bereich) nach Land dargestellt, wobei anhand der hohen und niedrigen Szenarien eine Rangfolge erstellt wird. In Kroatien, Rumänien, Bulgarien und Griechenland bewegen sich die BIP-Effekte in der Bandbreite von 1,5 % bis 3,2 % und die Auswirkungen auf die Beschäftigung zwischen 1 % und 2 %. In acht weiteren Ländern, bei denen es sich vorwiegend um EU-Beitrittsländer handelt, belaufen sich die relativen Auswirkungen auf über 1 % des BIP. In Ländern wie dem Vereinigten Königreich, Irland und Deutschland, die nur über ein geringes Verbesserungspotenzial verfügen, haben Reformen potenziell geringe oder keine Auswirkungen.

Figure 8: **Auswirkungen von Reformen nach Land**

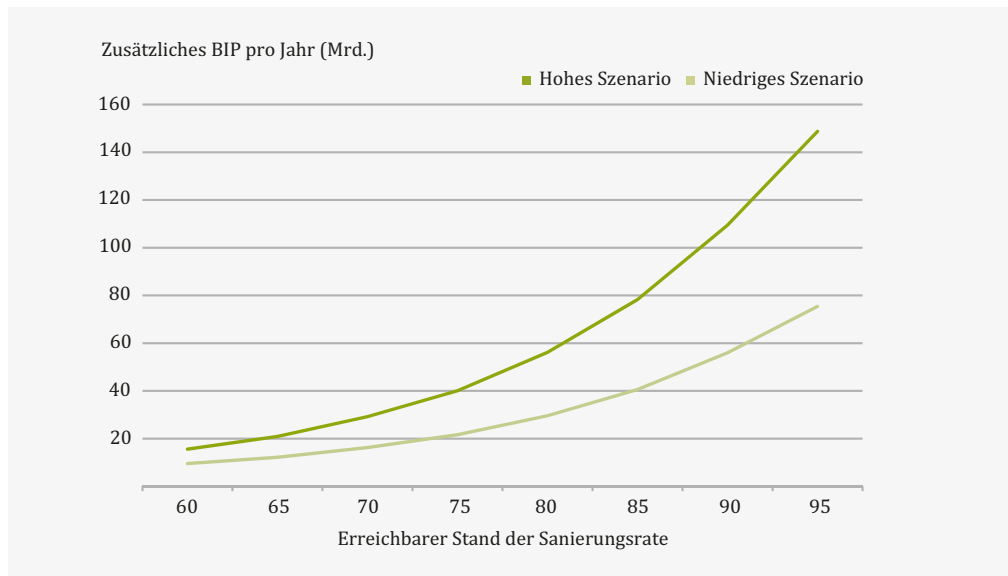


Quelle: Frontier-Analyse zu Daten von Datastream, Weltbank, S&P und Moody's

Wirtschaftliche Analyse zu den Auswirkungen der Insolvenzsystemqualität

Der Umfang der Auswirkungen von Reformen richtet sich danach, inwieweit Verbesserungen umsetzbar sind. Je höher der Stand der Sanierungsrate, desto größer ist der Raum für Verbesserungen in den einzelnen Ländern. In Abbildung 9 wird der Einfluss einer Reform auf das BIP unter verschiedenen Annahmen auf der horizontalen Achse der Sanierungsmindestrate angezeigt. Das hohe bzw. niedrige Szenario wird jeweils mit getrennten Linien dargestellt. In allen bis auf sechs EU-Mitgliedstaaten können bei einem Indexstand von 85 % potenzielle Vorteile realisiert werden. Sofern Länder im Zuge von Reformvorhaben lediglich eine Sanierungsrate von 70 % erreichen, würden größere Volkswirtschaften wie Deutschland, Frankreich oder Spanien keinerlei Nutzen aus der Reform ziehen. Die Auswirkungen würden in einer Bandbreite von lediglich 16 Mrd. bis 29 Mrd. EUR liegen.

Figure 9: **BIP-Einfluss für die EU-28 in verschiedenen Verbesserungsszenarien**



Quelle: Frontier-Analyse zu Daten von Datastream, Weltbank, S&P und Moody's

Unsere Ergebnisse verdeutlichen, dass Insolvenzrechtsreformen potenziell große Auswirkungen auf die Gesamtwirtschaft haben können. Die Größe der Effekte hängt davon ab, wie die Auswirkungen von Insolvenzregelungen auf Anleihspreeds berechnet werden. Von Bedeutung sind zudem die zugrunde gelegten Annahmen zum Umfang der Verbesserungen eines Rechtssystems, die eine Reform generieren kann.

Für diese Ergebnisse gilt jedoch ein maßgeblicher Vorbehalt, der darin begründet liegt, dass die jeweiligen Auswirkungen auf Länderebene sich nach Folgendem richten:

- Bestehende Differenzen bezüglich Sanierungsraten (oder Stärke der Insolvenzregelungen, bereits integriert):
- Besonderheiten des Beschäftigungsmarktes in den einzelnen Volkswirtschaften (z. B. Distanz zu individuellen natürlichen Arbeitslosenquoten oder Arbeitsmarktflexibilität); und
- Umfang der Finanzierung durch Kapitalmärkte.⁴²

Bleaney (2015) zufolge gehen wir jedoch von einem Gesamteinfluss auf die EU-28 aus, der den Daten nach zwischen 0,3 % und 0,55 % des BIP der EU-28 liegen und zur Schaffung von 600.000 bis 1,2 Millionen neuen Arbeitsplätzen in den Ländern der EU-28 führen sollte.

Die positive Wirkung der Reformen kann maximiert werden, wenn sie in jedem Rechtsgebiet mit möglichst geringen Abweichungen umgesetzt und „Binnenmarkt“-Vorteile wahrgenommen werden, die sich aus den harmonisierten Insolvenzverfahren und einem tiefer integrierten Markt ergeben.

⁴² Vgl. Bleaney (2015) für eine weitere Erörterung der Heterogenität der Sensitivität von Spreads auf Länderebene.

Wichtige Feststellungen zum gesamtwirtschaftlichen Einfluss einer Insolvenzrechtsreform auf EU-Ebene

Wir leiten aus unseren Schätzungen zu den Auswirkungen der Insolvenzregelungen auf die Finanzierungskosten Prognosen für die Effekte auf BIP und Beschäftigungslage ab. Erreichen alle EU-Länder eine Sanierungsrate von 85 Prozent, sollte dies langfristig zu einer jährlichen Steigerung des EU-BIP um 41 Mrd. bis 78 Mrd. Euro (bzw. zwischen 0,3 % und 0,55 % des BIP der EU-28) führen. Die Gesamtbeschäftigung würde um 600.000 bis 1,2 Millionen neuer Arbeitsplätze in der gesamten EU-28 steigen. Die Verteilung der gesamtwirtschaftlichen Wirkung lässt vermuten, dass die absoluten Zuwächse aus den Reformen (d. h. in Milliarden Euro) in den letzten der EU beigetretenen Ländern wie Polen, Ungarn und Rumänien, sowie in den Mitgliedern der EU-15, insbesondere Italien, Spanien und Frankreich, zum Tragen kommen. Die letzten drei Länder machen rund die Hälfte des Wertes des gestiegenen BIP aus.

Bei einer Darstellung von makroökonomischen Einflüssen im Verhältnis zur absteigenden Größe der Volkswirtschaften wird in Kroatien, Rumänien, Bulgarien und Griechenland die größte Wirkung festgestellt. In der Folge bewegt sich der BIP-Einfluss in einer Bandbreite von 1,5 % bis 3,2 % und der Einfluss auf die Beschäftigungslage zwischen 1 % bis 2 %.

5. Schlussfolgerungen und politische Erwägungen



5. Schlussfolgerungen und politische Erwägungen

Implikationen unserer Feststellungen

Der Kommissionsvorschlag für einen neuen Ansatz zu Unternehmensinsolvenzen und unternehmerischem Scheitern zielt darauf ab, auf Konvergenzen in Insolvenzregelungen EU-weit hinzuwirken, indem eine Reihe von Mindeststandards entwickelt wird, denen das einzelstaatliche Insolvenzrecht entsprechen sollte. Diese Standards wären Ausdruck bewährter Verfahrensregelungen und insbesondere der Überzeugung, dass Umstrukturierungsmöglichkeiten, die leicht und frühzeitig oder vor der Eröffnung von formellen Insolvenzverfahren zugänglich sind, aus Sicht der Gläubiger und Schuldner sowie der Wirtschaft insgesamt wünschenswert sind. Diese Bemühungen entsprechen einer Verstärkung der EU-weiten Disziplin bezüglich Insolvenzregelungen, die bisher vorwiegend auf grenzüberschreitende Verfahren ausgerichtet waren.

In diesem Bericht wurde eine Reihe qualitativer Belege untersucht, die sowohl vorhandene Insolvenzregelungen und Rechtsrahmen in der EU als auch die Schritte dokumentieren, die zur qualitativen Verbesserung dieser Regelungen EU-weit unternommen wurden. Die qualitativen Belege zeigen auf die wesentlichen Schritte hin, die zahlreiche jüngere EU-Mitgliedstaaten im Rahmen ihrer vor dem Beitritt einzuleitenden Reformen unternommen haben, sowie auf die Reformen, die von etablierten Mitgliedstaaten wie Italien eingeleitet wurden. Zudem wird dokumentiert, dass weiterer Spielraum für Reformen in der EU besteht.

Unsere Forschungsarbeit sowie verschiedene Aussagen und Veröffentlichungen der Kommission lassen jedoch vermuten, dass diese Reformen die Problematiken nicht adäquat angehen, die mit den unterschiedlichen und abweichenden nationalen Insolvenzregelungen in Europa verbunden sind, und dass zur Lösung dieser Problematiken weiterhin viel zu tun bleibt.

Den qualitativen Belegen, die im Rahmen der Untersuchungen für diesen Bericht generiert wurden, liegt eine Bewertung der Änderungen bei den Kennzahlen zu Systemqualität und Finanzierungskosten für Unternehmen zugrunde. Die gewählte Variable „Sanierungsrate“ ist die Messgröße, die von der Kommission selbst verwendet wird, um die Vorteile von Insolvenzrechtsreformen aufzuzeigen. Aus dem Bericht geht hervor, dass sich die Änderungen der Sanierungsrate statistisch gesehen auf die Finanzierungskosten auswirken, d. h. sobald die Sanierungsrate steigt, sinken nachweislich die Finanzierungskosten, und zwar selbst nachdem andere Faktoren (insbesondere länderspezifische fixe Effekte) konstant gehalten werden. Die Ergebnisse können mit vorherigen empirischen Untersuchungen kombiniert werden, insbesondere den Untersuchungen der Weltbankgruppe und der Kommission, in denen eine Verbindung zwischen Schwankungen der Sanierungsrate und Reformen der Insolvenzrechtssysteme hergestellt wurde. Dabei handelte es sich in erster Linie um Reformen, die Sanierungsmöglichkeiten im Vorfeld von Insolvenzen berücksichtigen. Eine Verbindung der Ergebnisse ist auch mit dem im Bericht enthaltenen qualitativen Beleg möglich, der Verbesserungen der Sanierungsrate in zahlreichen Staaten nach deren EU-Beitritt veranschaulicht.

Der Bericht weist zudem nach, dass sich ausgewogene und effektive Insolvenzregelungen mittels Änderungen der Kreditratings positiv auf die Finanzierungskosten auswirken können. Außerdem wird nachgewiesen, dass Sanierungsraten ein bedeutender Faktor für die Fremdkapitalkosten bleiben, selbst wenn andere institutionelle Variablen außerhalb der insolvenzbezogenen Größen nachweislich Aussagekraft haben.

Eine Schätzung der weitreichenden wirtschaftlichen Wirkungen, insbesondere auf Wirtschaftsaktivität und Beschäftigung, lässt sich aus einer Kombination von Elastizitätsschätzungen, die sich aus den Auswirkungen der Sanierungsrate auf Finanzierungskosten der Unternehmen ergeben, und den Feststellungen in der empirischen Literatur ableiten, wobei letztere einen Zusammenhang zwischen den Kosten der Unternehmenskredite und der Wirtschaftsaktivität herstellt. Demzufolge werden die positiven Effekte in einer Bandbreite von 0,3 % bis 0,55 % des jährlichen BIP und hinsichtlich der Beschäftigung mit 600.000 bis 1,2 Millionen neuer Arbeitsplätze veranschlagt.

Prioritäten der EU-Insolvenzrechtsreform

Unserer Auffassung nach sind die folgenden Komponenten von höchster Bedeutung, um die Wirksamkeit der europäischen Insolvenzverfahren, insbesondere durch eine Ausweitung der Möglichkeiten für die Restrukturierung, zu erhöhen:

- **Aussetzung:** Um voreiligen Maßnahmen durch Gläubiger Einhalt zu gebieten, ist für die erfolgreiche Rettung oder geordnete Abwicklung eines sanierungsbedürftigen Unternehmens eine Aussetzung des Verfahrens von entscheidender Bedeutung. Die meisten EU-Mitgliedstaaten verfügen über eine Form der Aussetzung, jedoch gehen die

jeweiligen Verfahren in gewissen Rechtsgebieten unter Umständen nicht weit genug.

- **Bewertung:** Es sollte verstärkt auf die Schaffung eines einheitlichen Rechtsrahmens hingewirkt werden, um Streitfälle in Bezug auf die Bewertung rasch gerichtlich beilegen zu können.
- **Herabsetzung:** Gläubiger oder Aktionäre, die (auf Grundlage einer ordnungsgemäßen Bewertung) keinerlei wirtschaftliches Interesse an dem Unternehmen haben, sollten nicht in der Lage sein, formelle Insolvenzverfahren oder die Verzögerung sonstiger gangbarer Sanierungen durch ihr „Veto“ durchzusetzen. Unter gegebenen Umständen sollten Gläubiger, die ein fortgesetztes wirtschaftliches Interesse an dem Unternehmen haben, Entscheidungen treffen können, die für nicht länger finanzierende Gläubiger verbindlich sind.
- **Rolle von Gläubigern:** Die Mitgliedstaaten sollten Gläubigern oder Drittparteien die Möglichkeit einräumen, selbst in Insolvenzverfahren eine einflussreichere Rolle zu übernehmen. Die Beteiligung von Gläubigern und Drittparteien könnte dazu führen, dass neue Lösungen oder zusätzliche Mittel generiert werden. Somit könnte einfacher zwischen tragfähigen „unterstützten“ Unternehmen und Unternehmen, deren Gläubiger nicht bereit sind, Unterstützung zu leisten, und die Gegenstand von Liquidationsverfahren sein sollten, unterschieden werden.
- **Finanzierung:** Des Weiteren sollten Schritte unternommen werden, um die Problematik der laufenden Finanzierung für notleidende Unternehmen anzugehen und sicherzustellen, dass ein größerer Anteil wirtschaftlich tragfähiger Unternehmen wieder auf Kurs gebracht und die Wertvernichtung in einer Sanierung folglich begrenzt wird.

Die Prioritäten und die schrittweise Einführung weiterer Insolvenzrechtsreformen in der EU erfordern wichtige praktische und politische Beurteilungen. Die AFME spricht sich für eine eher begrenzte und zielgerichtete EU-Gesetzgebungsinitiative aus, um die wichtigsten Mindeststandards für ein wirksames Insolvenzrecht in die einzelstaatlichen Systeme einzubetten. Unsere Vorschläge bauen auf den weniger umfangreichen Reformen auf, die bereits in den Mitgliedstaaten umgesetzt wurden.

Daneben befürworten wir die Erarbeitung von Empfehlungen und den Austausch bewährter Praktiken (auf EU- und auf OECD-Ebene) in Bezug auf eine Reihe weitreichender Themen. In der nachstehenden Grafik sind unsere Vorschläge für eine neue EU-Gesetzgebung und eine damit verbundene Empfehlung der Kommission zusammenfassend dargestellt.



Agenda für weitere Forschung und Bewertung

Diese Studie befasst sich schwerpunktmäßig mit den Auswirkungen von Insolvenzrechtsreformen auf die Wirtschaftsleistung, wobei diese anhand der Effizienz von Kapitalmärkten untersucht werden. Die Sanierungsrate wird dabei als Messgröße für die Systemqualität behandelt. Es kann davon ausgegangen werden, dass die vorgestellten Schätzungen die wirtschaftlichen Auswirkungen von Insolvenzrechtsreformen unterschätzen. Gründe dafür sind erstens, dass Reformen des Insolvenzrechts die Wirtschaft über andere Kanäle als die Kapitalmärkte beeinflussen können. Wie in Teil 3 dargelegt, können verbesserte Insolvenzregelungen beispielsweise für einen geordneten Schuldenabbau sorgen und somit die Wirksamkeit von Maßnahmen zur gesamtwirtschaftlichen Stabilisierung erhöhen.

Zweitens: Während die dargestellten Ergebnisse die makroökonomischen Vorteile effizienterer Kapitalmärkte abdecken, die sich aus einem verbesserten Zugang zur Finanzierung ergeben, liegen unter Umständen dynamische Effekte vor, die nicht von vorliegenden Forschungsarbeiten erfasst werden. Der Kapitalzugang wird beispielsweise als bedeutender Faktor zur Einflussnahme auf Innovationen und Forschung erachtet, welche sich wiederum langfristig durch produktivitätsbezogene Einflüsse auf das Wachstum auswirken. Reformen des Rechtsrahmens, einschließlich in Bezug auf Insolvenzen, können die Produktivität und das Wachstum in Europa erheblich steigern, indem die Möglichkeiten der Finanzmärkte, Innovationen zu unterstützen, erhöht werden.⁴³

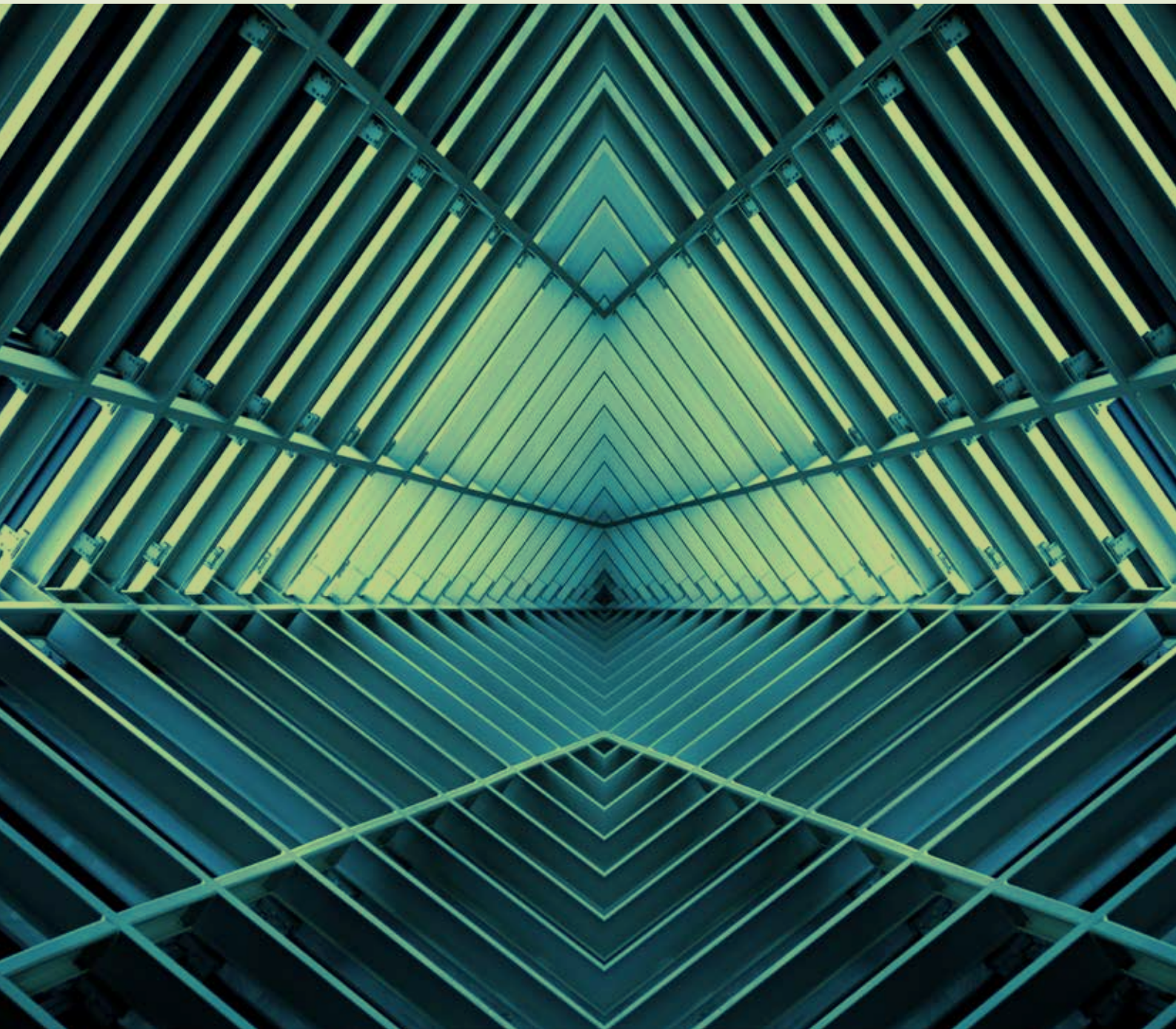
Es ist zudem wahrscheinlich, dass die Ergebnisse in diesem Bericht nicht hoch genug angesetzt sind, da die länderspezifischen Reformeffekte dabei zusammengeführt wurden. Vielmehr ergibt sich der Nutzeffekt der durchgeführten Reformen auch aus der Tatsache, dass Insolvenzrechtsreformen und EU-weite Konvergenz Vorteile generieren, weil der grenzüberschreitende Handel und die Investitionen innerhalb der EU vereinfacht werden. Ein weiterer Punkt ist, dass sich die EU in der Folge hinsichtlich weltweiter Investitionen zu einem integrierten Zielort für globale Kapitalströme entwickelt. Diese Effekte sind nicht im Umfang der vorliegenden Forschungsarbeit erfasst, dürften jedoch von wesentlicher Bedeutung sein.

Die wichtigste politische Schlussfolgerung in diesem Bericht ist, dass Investitionen in Insolvenzrechtsreformen und eine Konvergenz hin zu bewährten Praktiken von erheblichem Nutzen sind und dass sich diese im Vergleich zu Ergebnissen aus anderen institutionellen Reformen eindeutig und umfassend rechnen. Es ist wahrscheinlich, dass diese breiter angelegten Reformvorhaben mit Reformen der Insolvenzregelungen korrelieren, die entweder in Reaktion auf EU-Initiativen oder im Rahmen von unilateral eingeleiteten Reformen durchgeführt werden, um für Handel und Investitionen qualitativ hochwertige Rahmenbedingungen zu schaffen. Die Feststellungen im Bericht können im Kontext der weiteren Literatur ausgelegt werden, die einen Zusammenhang herstellt zwischen institutioneller Reform und der Qualität der Wirtschaftsleistung.

Einheitliche und kohärente Praktiken in Europa in Form von Mindeststandards für Insolvenzverfahren würden darüber hinaus den europäischen Kapitalmärkten und der EU-Wirtschaft im Allgemeinen zugutekommen, da sie Marktteilnehmern Sicherheit verschaffen, die Sanierungsraten steigern und gleichzeitig die Kosten für Anleger senken, einem tragfähigen Unternehmen mit größerer Wahrscheinlichkeit eine zweite Chance einräumen, grenzüberschreitende Investitionen begünstigen und die Wettbewerbsfähigkeit der europäischen Industrie erhöhen.

43 Philip Hartmann, Florian Heider, Elias Pappaioannou und Marco de Luca, (2007) „The role of financial markets and innovation in productivity and growth in Europe“, The European Central Bank, Occasional Papers Series, Nr. 70

Anhang



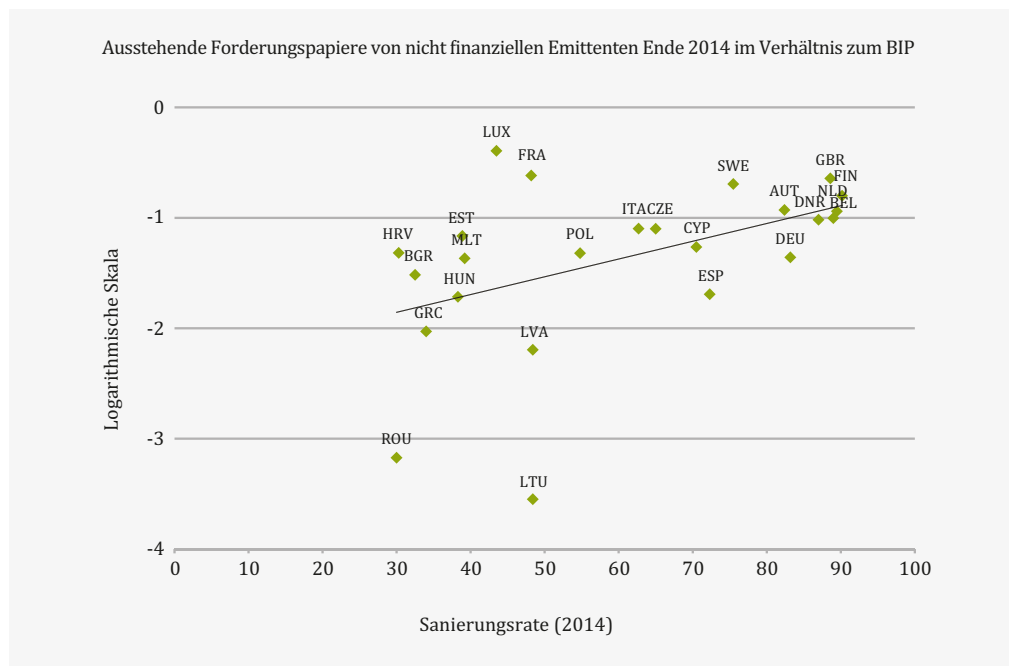
Anhang 1: Die Beziehung zwischen der Qualität von Insolvenzregelungen und der Rentenmarktentwicklung

Die Insolvenzregelungen können beeinflussen, auf welche Art sich Unternehmen finanzieren. Dies umfasst die Suche nach Finanzierungsmitteln, der Trend hin zur Ausgabe von Schuldverschreibungen, die Art der Schuldtitel und ob Bonitätseinstufungen beantragt werden.

Wir haben die starken Beziehungen zwischen der Größe von Rentenmärkten und den Insolvenzsystemen in EU-Mitgliedstaaten untersucht. Die Daten lassen vermuten, dass höhere Sanierungsraten mit größeren Märkten für Unternehmensanleihen verbunden sind, was auf einen höheren Liquiditätsgrad hinweisen dürfte. Dies würde der Annahme entsprechen, dass gestiegene Sanierungsraten die Finanzierungskosten senken und in der Folge die Attraktivität von Fremdfinanzierung erhöhen. Ein ursächlicher Zusammenhang konnte jedoch nicht festgestellt werden, weshalb wir andere Mechanismen wie eine gemeinsame Festlegung nicht ausschließen können.

In Abbildung 10 wird die Sanierungsrate gegenüber der Ratio ausstehender Forderungspapiere zum BIP grafisch dargestellt, wodurch ein Indikator für die Entwicklung an den Rentenmärkten in den jeweiligen Ländern bereitgestellt wird.⁴⁴ Entsprechend unseren Hypothesen zur Entwicklung von Rentenmärkten besteht eine positive Korrelation zwischen den beiden Variablen.

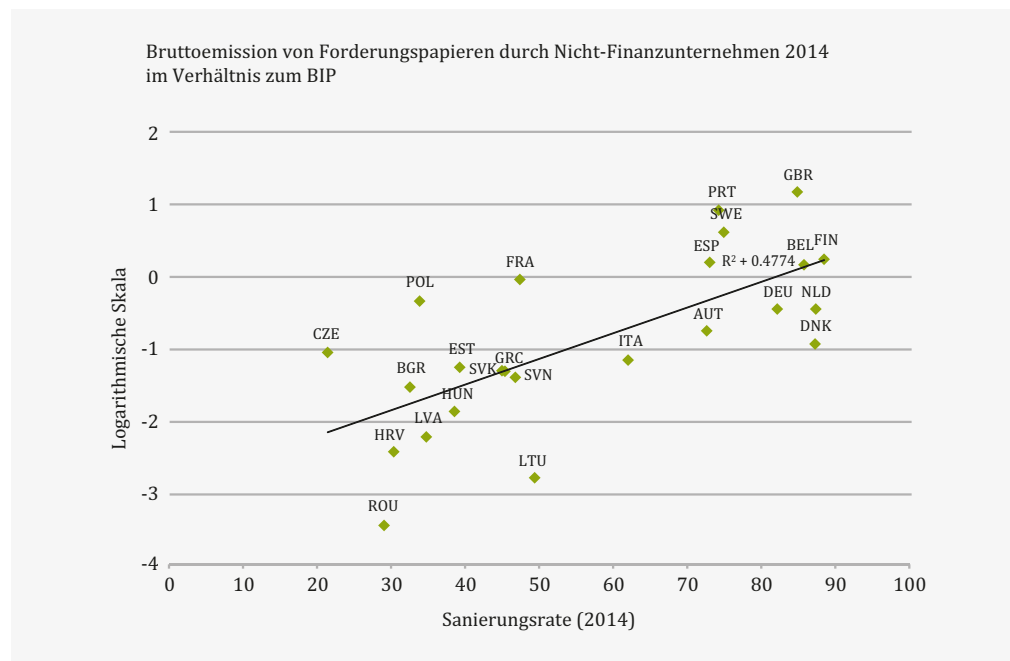
Figure 10: **Beziehung zwischen ausstehenden Forderungspapieren (nicht finanziell) und Sanierungsrate**



Quelle: Frontier-Analyse zu den Daten der Weltbank und der EZB

Da die offenen Forderungen Faktoren wie langfristige Historie mit einschließen können, z. B. vor vielen Jahren ausgegebene Anleihen, wiederholen wir die Berechnung für Bruttoemissionen in einem Jahr. Diese wird in **Abbildung 11** dargestellt und weist auf eine ähnliche Beziehung hin. Die Bruttoemission eignet sich optimaler zur Messung der Liquidität als ausstehende Forderungen, da sie die Umschlagshäufigkeit im Jahresverlauf (neue Schuldtitel ersetzen alte) abdeckt.

⁴⁴ Wir konzentrieren uns hier auf nicht finanzielle Emittenten. Vergleichbare Ergebnisse werden jedoch erzielt, wenn Banken in die Berechnung einbezogen werden. Die Skala ist logarithmisch aufgebaut, um weniger fortschrittliche Rentenmärkte im Detail darstellen zu können.

Figure 11: **Beziehung zwischen Bruttoemissionen von Schuldtiteln (nicht finanziell) und Sanierungsrate**

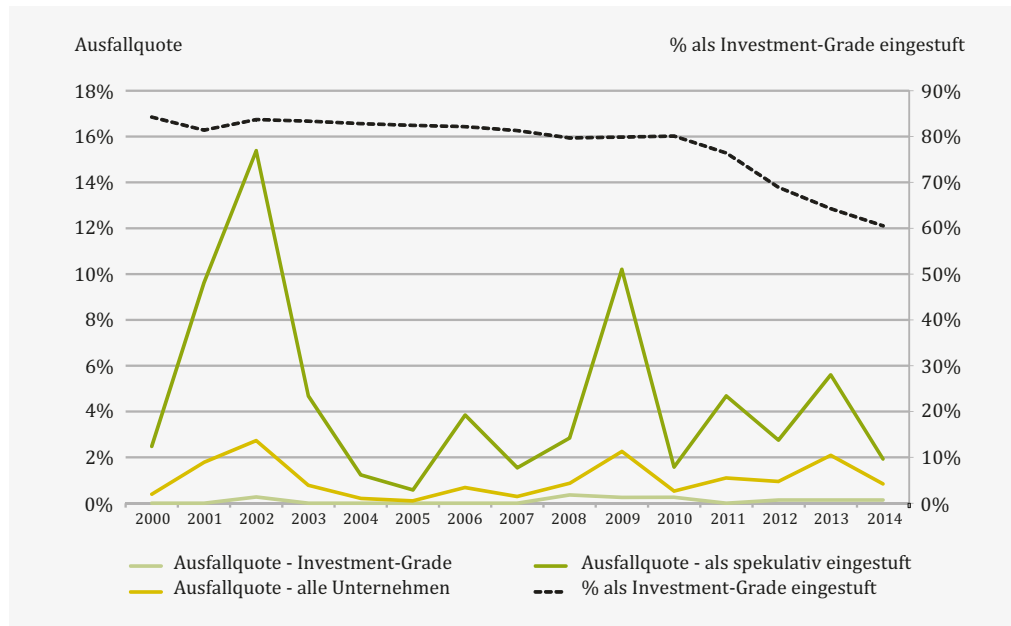
Quelle: Frontier-Analyse zu den Daten der Weltbank und der EZB

In diesem Kontext wurden zudem die Daten der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich zu ausstehenden Emissionen einer Analyse unterzogen und ähnliche Beziehungen zu EZB-Daten festgestellt. Im Idealfall würden Angaben zur Menge und Größe von Transaktionen als Liquiditätskennzahl verwendet, solche Daten stehen jedoch nur unzureichend zur Verfügung.

Belege von Kreditrating-Agenturen zu Ausfällen und Insolvenzen

Die Ausfallquoten liegen mit weniger als 1 % der innerhalb eines Jahres in Zahlungsverzug geratenen Emittenten insgesamt auf niedrigem Niveau. In **Abbildung 12** werden die langfristigen Ausfallquoten in EU-Mitgliedstaaten dargestellt, die jeweils nach dem Emittentenrating (spekulativ oder Investment-Grade-Status) aufgeschlüsselt sind. Die Ausfallquote erhöhte sich in den Jahren 2002 und 2009, die im Zeichen von Finanzkrisen standen. Hauptantriebskraft von Ausfallquoten sind die Ausfallquoten von als spekulativ eingestuften Emittenten. Für Emittenten mit Investment-Grade-Status fallen die Ausfallquoten indessen sehr niedrig aus. Der Anteil von Emittenten mit Investment-Grade-Status, die mit der gepunkteten Linie dargestellt sind, ist schrittweise von 80 % im Jahr 2010 auf rund 60 % 2014 zurückgegangen.

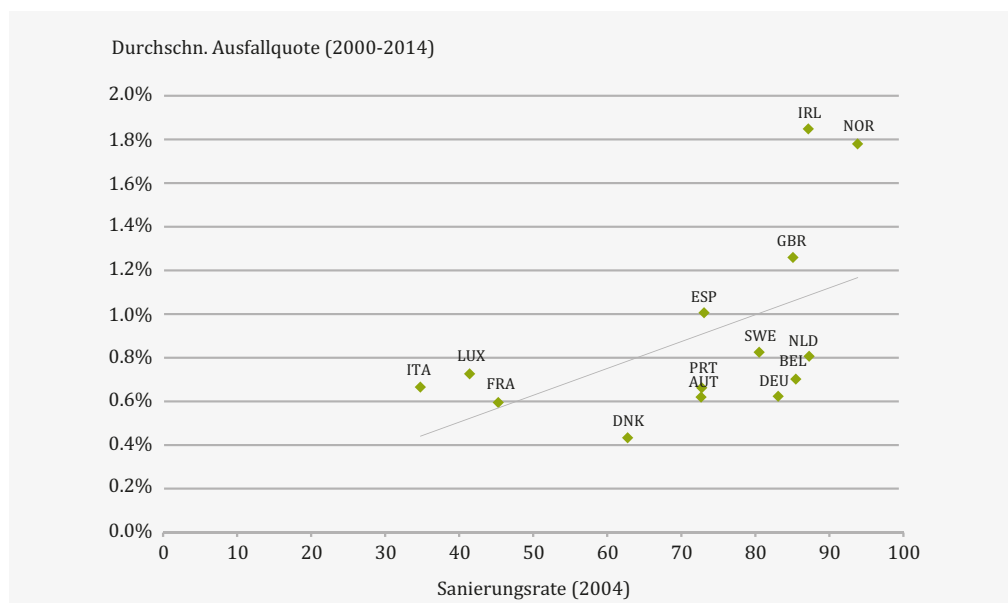
Figure 12: Langfristige Ausfallquoten und Rating-Mix in der EU



Quelle: Frontier-Analyse zu Daten von Moody's

Ausfallquoten fallen je nach Land unterschiedlich aus. Wie in **Abbildung 13**⁴⁵ nachfolgend dargestellt, besteht zum Teil eine positive Korrelation zwischen Ausfallquoten und Sanierungsraten. Dafür gibt es verschiedene mögliche Erklärungen. Einerseits haben Länder mit höherer Ausfallquote (z. B. aufgrund des Branchenmix) möglicherweise mehr Anreize, um solide Insolvenzsysteme zu entwickeln. Andererseits gibt es Raum für qualitative Verbesserungen bei Insolvenzverfahren, um den Kapitalzugang zu verbessern, und folglich sind als spekulativ eingestufte Emittenten in der Stichprobe enthalten. Die Art des Insolvenzausgangs kann für das Verhalten von Emittenten bestimmend sein, da die Aussicht auf eine Liquidation im Gegensatz zu einer Refinanzierung die Risikobereitschaft in vielerlei Hinsicht beeinflusst.

Figure 13: Beziehung zwischen Ausfallquoten und Sanierungsrate



Quelle: Frontier-Analyse zu Daten von Moody's und der Weltbank

45 Zur Untersuchung der Ausfallquoten wurde der Zeitraum 2000 bis 2014 gewählt, um zwei Wellen von Ausfällen beobachten zu können. Die Sanierungsrate wird erstmals im Jahr 2004 betrachtet und weist auf die vorherrschenden Insolvenzregelungen zu Beginn dieser Periode hin.

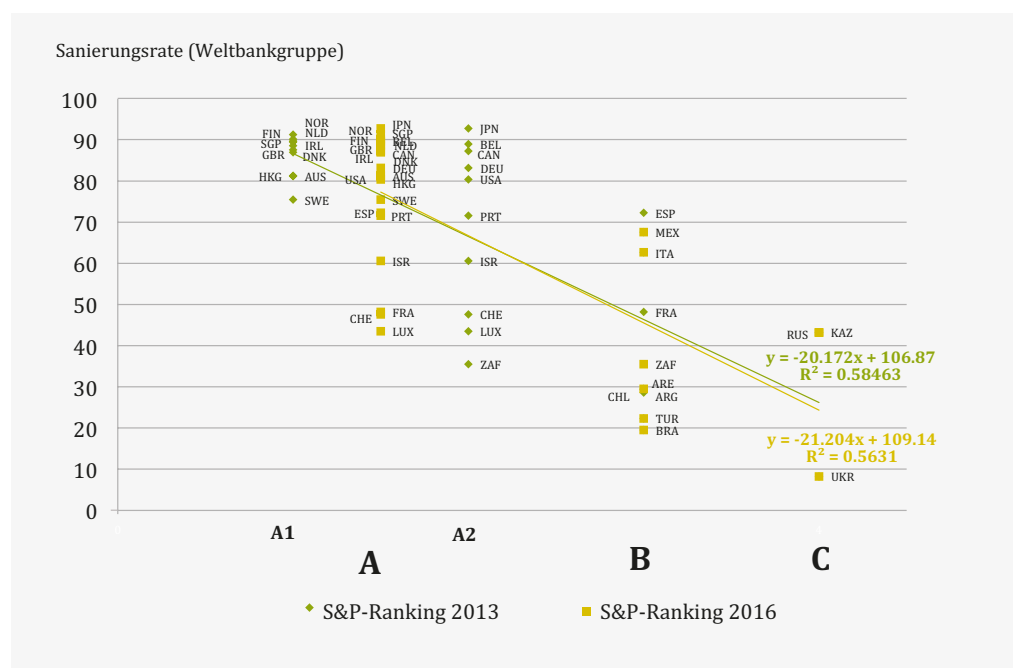
Anhang 2: Daten zu Sanierungsraten

Belege der Kreditrating-Agenturen

Wir haben eine Gegenprobe zu den von der Weltbankgruppe abgeleiteten Sanierungsraten gegenüber den S&P-Einstufungen von Rechtsgebieten, sowie gegenüber historischen Daten, die Moody's zu Insolvenzergebnissen bereitstellt, durchgeführt. In diesem Kontext wird darauf hingewiesen, dass die Sanierungsrate der Weltbankgruppe einen stilisierten Insolvenzfall berücksichtigt, um den Ausgang in verschiedenen Rechtsgebieten zu untersuchen. Es wird somit eine konsistente Messgröße für alle Rechtsgebiete bereitgestellt, die nicht durch den unterschiedlichen Case-Mix in verschiedenen Ländern beeinträchtigt wird. Beispielsweise können zwei Länder, deren Insolvenzregelungen ansonsten ähnlich sind, recht unterschiedliche Insolvenzergebnisse aufweisen, sofern in einem der Länder finanzielle Emittenten vorherrschen, die nur begrenzt über Sicherheiten verfügen, und in dem anderen vorwiegend Emittenten mit mehr (physischen) Sachanlagen angesiedelt sind.

S&P erstellt Ratings zu den Rechtsgebieten mit Fokus auf Sanierung, wobei unter Berücksichtigung des Risikos der Rechtsstaatlichkeit und der für Gläubiger attraktiven Gesetzgebung sieben verschiedene Messgrößen analysiert werden. Die einzelnen Länder werden in diesem Kontext verschiedenen Stufen zugeordnet, die im Weiteren in die Bonitätsbewertungen einfließen. In Abbildung 14 werden die S&P-Bewertungen der Rechtsgebiete in den Jahren 2013 und 2016 im Verhältnis zu den Sanierungsraten der Weltbankgruppe grafisch dargestellt. Es besteht ein deutlicher Zusammenhang zwischen den zwei mit A1 eingestuften Ländern, die im Ranking 2013 die höchste Sanierungsrate aufwiesen (im Ranking 2016 mit A eingestuft) und den mit C eingestuften Ländern mit der niedrigsten Sanierungsrate.⁴⁶ Es sollte beachtet werden, dass S&P zur Erstellung der Rankings Daten der Weltbankgruppe verwendet. Demzufolge liegt ein implizites Element der Korrelation zwischen beiden Variablen vor.

Figure 14: **Beziehung zwischen der S&P-Einstufung von Rechtsgebieten und den Weltbank-Indikatoren zur Sanierungsrate**



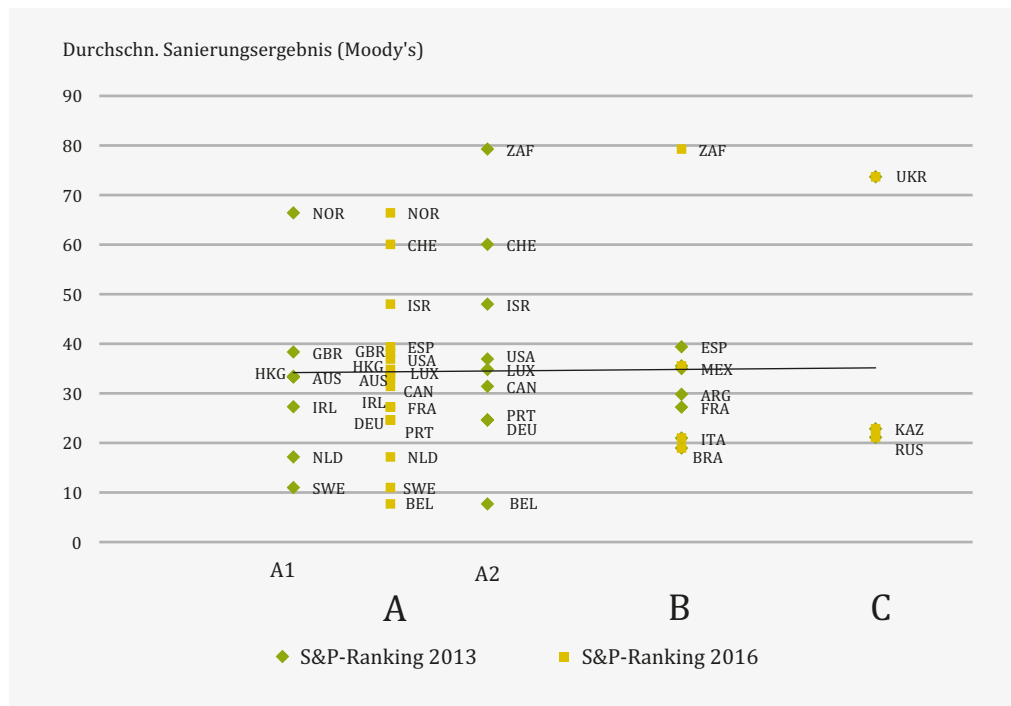
Quelle: Frontier-Analyse der Daten von S&P und Weltbank

Wir untersuchten zudem das historische Datenmaterial von Moody's zum Ausgang von Insolvenzen aus den Jahren 1999 bis 2015. Diese „Ausfallkurse“ basieren auf dem Geldkurs 30 Tage nach dem Ausfall als prozentualer Anteil des Nennwerts der Anleihe. Die auf Einzelfallbasis erhobenen Daten sind von erheblichen Abweichungen geprägt, da sie die besonderen Umstände der einzelnen Insolvenzverfahren widerspiegeln.

⁴⁶ 2016 stufte S&P Rechtsgebiete in 30 Ländern in drei Kategorien ein, nämlich A, B und C. Im Jahr 2013 wurden 32 Länder bewertet und vier Kategorien zugeordnet, nämlich A1, A2, B und C.

In den Ländern wird ein breites Spektrum an Ergebnissen beobachtet, wobei individuelle Länderfaktoren 5 Prozent der Schwankungen der Sanierungsrate ausmachen. In Abbildung 15 werden die durchschnittlichen Sanierungsraten pro Land (gewichtet nach ausstehendem Forderungsbetrag) im Verhältnis zum Rating der Rechtsgebiete grafisch dargestellt. Es besteht offensichtlich keinerlei Beziehung zwischen den beiden Variablen, da die durchschnittliche Sanierungsrate über die verschiedenen eingestufteten Rechtsgebiete hinweg kaum Änderungen aufweist. Die fehlende Wechselbeziehung kann zum Teil die Differenzen widerspiegeln, die zum Mix an emittierenden Sektoren, der Vorrangigkeit und der Bonitätseinstufung bestehen – Faktoren, die zusammen rund 35 Prozent der Schwankungen der Sanierungsraten erklären. Doch selbst wenn diese Faktoren konstant gehalten werden, um „bereinigte“ Sanierungsraten abzuleiten, kann nur ein geringfügiger Zusammenhang zur Einstufung der Rechtsgebiete beobachtet werden..

Figure 15: **Beziehung zwischen der S&P-Einstufung von Rechtsgebieten und Sanierungsrate**



Quelle: Frontier-Analyse zu Daten von S&P und Moody's

Zudem sollte darauf hingewiesen werden, dass die Daten zur Sanierungsrate bezüglich des Zeitfaktors uneinheitlich sind. Für 17 europäische Länder und einen Zeitraum von über zwölf Jahren sind in der Datenreihe 247 Insolvenzverfahren enthalten, was jährlich rund 1,2 Verfahren pro Land entspricht. Die meisten Fälle sind in den Jahren 2009 bis 2012 in den Niederlanden, im Vereinigten Königreich, in Irland und Griechenland zu beobachten. Auf Jahresbasis werden nur in zehn Ländern über zehn Insolvenzverfahren festgestellt. Demzufolge fehlen die anderen Datenpunkte oder sind mit einer oder zwei Beobachtungen verbunden. In Anbetracht dieser Einschränkungen ließen wir die Daten zur Sanierungsrate nicht in die ökonomische Analyse einfließen. Wir konzentrierten uns stattdessen auf die Sanierungsrate der Weltbankgruppe als Messgröße für die Leistungsfähigkeit von Insolvenzsystemen. Konzeptuell kann es sich hierbei um eine geeignetere Messgröße handeln, da sie eine Zukunftseinschätzung unter Berücksichtigung des Case-Mix bereitstellt.

Anhang 3: Literaturübersicht

Auswirkungen von Insolvenzreformen auf Aktien- und Rentenmärkte

Eine vielzitierte Studie von La Porta et. al (1997) kommt zu dem Schluss, dass das jeweilige rechtliche Umfeld (das Gesetz und Durchsetzungsstandards umfasst) für die Größe und den Umfang von Kapitalmärkten in Ländern von Bedeutung ist. Eine wichtige Feststellung der Studie ist, dass Kapitalmärkte in jenen Ländern kleiner und enger sind, die geringen Anlegerschutz bieten (d. h. Rechtsvorschriften und Rechtsdurchsetzung von geringer Qualität).⁴⁷

In diesem Sinne ermittelte Djankov et. al (2008) die Effizienz der Forderungsdurchsetzung in 88 Rechtssystemen und kam zu dem Schluss, dass eine effizienter gestaltete Forderungsdurchsetzung eine tiefere Integration von Rentenmärkten zur Folge hat (eine Verbesserung der bemessenen Effizienz um 10 Prozentpunkte entspricht einer Verbesserung des privaten Schuldenstandes zum BIP von 5 bis 6 Prozentpunkten).⁴⁸ In der Studie wurde zudem auf die sehr starke Korrelation zwischen Messgrößen für die Forderungsdurchsetzung und weiter gefassten Variablen zum öffentlichen Sektor und zur Verwaltungspraxis hingewiesen. Weitere Forschungsarbeiten bestätigen den Zusammenhang, der zwischen den Finanzierungskosten und breiter angelegten rechtlichen und institutionellen Regelungen besteht.⁴⁹

Favara et. al. (2012) stellte fest, dass der Beta-Faktor für Eigenkapital und die Renditevolatilität in Ländern geringer ist, in denen das Konkursrecht die Neuverhandlung von Schulden begünstigt und in denen Anteilseigner in Unternehmen über mehr Verhandlungsmacht im Vergleich zu Gläubigern verfügen (d. h. in Rechtssystemen mit flexibleren Regelungen im Konkursfall).⁵⁰

Der positive Einfluss einer Insolvenzrechtsreform auf die Kapitalmärkte wird auch von Studien auf nationaler Ebene belegt. Kadiyala (2011) ermittelte eine nachhaltig positive Marktreaktion gemessen am Wert öffentlich gehandelter Unternehmen in Brasilien, nachdem die neuen Konkursregelungen und in diesem Kontext der verbesserte Gläubigerschutz in Kraft traten.⁵¹ In einer Studie mit Fokus auf die Tschechische Republik stellte Smrčka et. al. (2014) in diesem Sinne fest, dass die Kosten von Insolvenzverfahren die Renditen für Gläubiger beeinträchtigen und sich in höheren Kreditspreads niederschlagen.⁵²

Die Feststellungen stimmen mit den Ergebnissen anderer Studien überein, die eine oder eine Reihe von Messgrößen für die Performance von Finanzmärkten auswählen und deren Beziehung zu verschiedenen Aspekten des institutionellen Rahmens bewerten (Eigentumsrechte, Gläubigerrechte, Rechtsvorschriften usw.). Bae und Goyal (2009) befassten sich beispielsweise mit den Auswirkungen von Eigentums- und Gläubigerrechten auf Kreditspreads. Sie stellten fest, dass Kreditspreads um 39 Basispunkte sinken, wenn ein Schuldner von einem Land mit schwachen Gläubigerrechten in ein Land mit hohem Gläubigerschutz umsiedelt.⁵³ Degryse et. al. (2014) stellt anhand von Angaben zu Differenzen zwischen Sanierungsraten fest, dass Sanierungsraten bei schwachem Gläubigerschutz eine deutlich negative Differenz aufweisen, während diese bei hohem Gläubigerschutz nur geringfügig negativ ist.⁵⁴

47 Rafael La Porta, Florencio Lopez-De-Silanes, Andrei Shleifer und Robert W. Vishny. (1997): „Legal Determinants of External Finance“. *Journal of Finance* 52, Nr. 3 113-150.

48 Simeon Djankov., Hart, O., McLiesh, C., und Shleifer, A. (2008) „Debt Enforcement around the World“ *Journal of Political Economy*, Band 116, Nr. 6, S. 1105-1149.

49 Vgl. zum Beispiel Asli Demirgüç-Kunt und Vojislav Maksimovic, (1998) „Law, finance, and firm growth“, *The Journal of Finance*, Band 53, Nr. 6. S. 2107-2137

50 Favara, G., Schroth, E. und Valta, P. (2012), „Strategic Default and Equity Risk Across Countries“. *The Journal of Finance*, 67: 2051–2095

51 Kadiyala P., (2011) „Impact of bankruptcy law reform on capital markets in Brazil“. *Investment Management and Financial Innovations*, Band 8, Ausgabe 1, 2011.

52 Smrcka, L, Schonfeld, J Aritova, M und Placek, J. (2014) „The significance of insolvency statistics and the regression analysis thereof – the example of the Czech Republic“. *University of Economics, Prag*.

53 Bae, K.-H. and Goyal, V. K. (2009), „Creditor Rights, Enforcement, and Bank Loans“. *The Journal of Finance*, 64: 823–860.

54 Degryse, H., Ioannidou, V., Liberti, Jose M. und Sturgess, J. (2014) „When Do Laws and Institutions Affect Recovery Rates on Collateral?“

Auswirkungen von Insolvenzrechtsreformen auf Finanzierungsbedingungen für Unternehmen

Davydenko und Franks (2008) stellen fest, dass Insolvenzgesetze, die für Gläubiger wenig günstig sind, höhere Besicherungsanforderungen zur Folge haben. Aufgrund von erheblichen Unterschieden bei den Gläubigerrechten in verschiedenen Ländern nahmen Banken eine Anpassung ihrer Praktiken in den Bereichen Kreditvergabe und Neuordnung des Kreditgeschäfts vor. Ziel war es dabei, die für Gläubiger erwartungsgemäß wenig vorteilhaften Aspekte des Insolvenzrechts abzuschwächen.⁵⁵

Die Europäische Zentralbank („EZB“) (2015) untersuchte eine Reihe institutioneller Faktoren (insbesondere das Maß an Gläubigerschutz, den Umfang von Eigentumsrechten, die Zeit und Kosten zur Beilegung von Streitfällen und die Anzahl von Verfahren für Kläger) und analysierte deren Einfluss auf die Wahrscheinlichkeit der Kreditvergabe an Firmen. Die Ergebnisse stützen sich auf Daten aus elf europäischen Ländern, die in der zweimal im Jahr veröffentlichten Umfrage über den Kapitalzugang von Unternehmen („Survey on the Access to Finance of Enterprises, SAFE“) enthalten sind. Den Studienergebnissen zufolge bestehen für Unternehmen weniger Kreditbeschränkungen, wenn sich die direkten und indirekten Kosten von Rechtsverfahren verringern und der Gläubigerschutz ausgeweitet wird.⁵⁶ Die Unternehmen, die in Rechtsgebieten mit schwachem Gläubigerschutz aktiv sind, haben somit einen Wettbewerbsnachteil. Potenzielle Kreditgeber berücksichtigen letztlich, dass Forderungen weniger wahrscheinlich beizutreiben sind, was ihre Finanzierungsbereitschaft hemmt. Die Einschränkung des Kreditangebots wird die Entwicklung und das Wachstum von Unternehmen beeinträchtigen, da die finanzielle Lücke vermutlich nicht durch alternative Finanzierungsquellen (wie Leasing und Handelskredite) geschlossen werden kann.⁵⁷

Forschungsarbeiten der EZB zeigen, dass ein konsequenteres Rechtssystem die Wahrscheinlichkeit der Kreditgewährung in der Europäischen Union um fast 30 Prozent erhöht. Zudem wird aufgezeigt, dass die Dauer und die finanziellen Kosten, die mit der Durchsetzung von Gläubiger- und Eigentumsschutzrechten verbunden sind, den Zugang zu erforderlichen Unternehmenskrediten stark beeinflussen. Hinsichtlich der wahrscheinlichen Beschaffung sämtlicher erforderlichen Kreditmittel bestand zwischen dem am wenigsten effizienten und dem leistungsstärksten Rechtsgebiet ein prozentualer Unterschied von 40 Prozent, während eine Verlagerung des Geschäftssitzes vom aufwendigsten zum kostengünstigsten Rechtsgebiet die Wahrscheinlichkeit, sämtliche erforderlichen Kredite zu erhalten, um rund 33 Prozent erhöhte.

Auswirkungen von Insolvenzrechtsreformen auf Unternehmertum und Unternehmensgründung

Die Europäische Kommission (2015b)⁵⁸ untersuchte den Einfluss von Vorinsolvenzregelungen auf das Unternehmertum und notleidende Kredite. Gemäß der Studie erhöhen gesetzlich festgelegte frühzeitige Maßnahmen die Überlebenschancen tragfähiger Firmen und senken die Kosten einer Sanierung.

Der Studie zufolge fördern solide Insolvenzsysteme das Unternehmertum. Die Selbständigenquote steigt um 0,75 Prozent, sobald sich die Effizienz von nationalen Rettungs- und Sanierungssystemen (gemessen an einem von den Verfassern erstellten Gesamtindex) um einen Prozentpunkt verbessert. Dieses Ergebnis stimmt mit Schätzungen von Leea et. al. (2001) überein, in deren Rahmen der Einfluss der Entwicklung des Unternehmertums, gemessen an der Unternehmensneugründung, in 29 Ländern ermittelt wurde.⁵⁹

Zur Dynamik rund um notleidende Kredite stellte die Kommission in ihrer Studie fest, dass eine beschleunigte Wertberichtigung von notleidenden Krediten die Fortführung der Aktivitäten des Schuldners erleichtert. Zudem sollte den Verfassern zufolge ein rascher Ausgleich von wirtschaftlichen Ungleichgewichten positiv zum BIP-Wachstum beitragen. Eine Verringerung des Verhältnisses zwischen Schulden und Finanzvermögen um 1 Prozent führt demnach zu einer

55 Davydenko, S. und Franks, J. (2008), „Do Bankruptcy Codes Matter? A Study of Defaults in France, Germany, and the U.K.“, *Journal of Finance* 63 (2): 565–608.

56 Annalisa Ferrando, Daniela Maresch, Andrea Moro (2015) „Creditor protection, judicial enforcement and credit access“, EZB Working-Paper-Reihe, Nr. 1829. Juli 2015

57 „Financing Patterns Around the World: Are Small Firms Different?“ – Thorsten Beck, Ash Demirgüç-Kunt

58 Europäische Kommission (2015b) „The Economic impact of Rescue and Recovery Frameworks in the EU“. Erhältlich in englischer Sprache unter http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/eedp/pdf/dp004_en.pdf

59 Seung-Hyun Leea, Yasuhiro Yamakawab, Mike W. Penga, Jay B. Barneyc. (2001), „How do bankruptcy laws affect entrepreneurship development around the world?“.

Verringerung des BIP-Wachstums um 0,23 Prozent in Ländern, die über starke Vorinsolvenzregelungen verfügen (im Gegensatz zu einer Verringerung um 0,36 % in Ländern mit weniger konsequenten Regelungen). Das Ergebnis wird auch in den jüngsten Forschungsarbeiten des Internationalen Währungsfonds („IWF“) bestätigt, die den Zusammenhang zwischen Insolvenzsystemen und makroökonomischen Stabilisierungsmaßnahmen untersuchen (vgl. Teil 3.3).

Wie bereits in vorhergehenden Teilen erwähnt, muss der Stellenwert von Reformen in Bezug auf Insolvenzregelungen in der EU im weiteren Kontext der Kapitalmarktintegration und der diesbezüglich erwarteten wirtschaftlichen Vorteile gesehen werden. Beispielsweise wurde festgestellt, dass die Harmonisierung des EU-Bankrechts zur Wachstumsförderung beiträgt, vor allem, weil sie die Wirtschaftlichkeit von Finanzvermittlern erhöht.⁶⁰ Die Gestaltung einer effizienteren Finanzintermediation bildet den Kern des Reformvorschlags zu Insolvenzregelungen. Die Kommission wies in diesem Rahmen darauf hin, dass die bestehenden Schwächen der Insolvenzregelungen und die uneinheitlichen Rechtsvorschriften zu hohen Kosten für grenzüberschreitende Gläubiger, Anreizen für Forum-Shopping (missbräuchliche Wahl des Gerichtsstandes) und Hemmnissen bei der Umstrukturierung von grenzüberschreitenden Unternehmensgruppen führen.⁶¹

Auswirkungen der Insolvenzrechtsreform auf gesamtwirtschaftliche Ergebnisse

Anhand der potenziellen Auswirkungen auf EU-Mitgliedstaaten, die nur begrenzt über Gläubigerschutz und Eigentumsrechte verfügen, wird die Wichtigkeit der EU-weiten Kooperation bei grenzüberschreitenden Insolvenzfällen aufgezeigt. Den Feststellungen der EZB zufolge ist es für Unternehmen in Ländern mit eingeschränktem Kreditangebot schwierig, neue Märkte zu erschließen bzw. den Marktanteil in ihren lokalen Märkten zu halten. Die EZB stellt fest, dass Unternehmen auf der Suche nach vorteilhafter Kreditverfügbarkeit ihren Geschäftssitz in ein anderes Land verlegen können und dabei nicht nur die Wirtschaftsaktivität, sondern auch die Schaffung neuer Arbeitsplätze auslagern.⁶² Dies könnte auf potenzielle Verdrängungseffekte hindeuten.

Wie bereits erwähnt, sieht Djankov et. al. (2008) einen starken Zusammenhang zwischen verlässlicher Forderungsbeitreibung und höherem Pro-Kopf-Einkommen. Smrčka et. al. (2014b) kann derweil eine positive Beziehung zwischen Kosten und Erträgen aus Insolvenzverfahren für Gläubiger und der Wirtschaftsleistung einer beobachteten Volkswirtschaft erkennen, wobei diese am BIP bemessen wird.⁶³

Letztlich bestätigten auch die jüngsten Studien des IWF die Beziehung zwischen Insolvenzregelungen und makroökonomischen Stabilisierungsmaßnahmen. Der IWF bringt diesbezüglich ein, dass die Effizienz der geldpolitischen Lockerung im Euroraum, die auf eine Ankurbelung des Wachstums abzielte, durch den Überhang an „faulen Krediten“ abgeschwächt wurde. Um Kreditkanäle freizulegen und das Problem eines Schuldenüberhangs somit teilweise zu lösen, sollte die Wirksamkeit von rechtlichen Rahmenbedingungen für Insolvenzen optimiert werden.⁶⁴

60 Diego Romero-Avila (2007), „Finance and growth in the EU: New evidence from the harmonisation of the banking industry“, *Journal of Finance and Banking*, Band 31, Nr. 7, S. 1937-1954

61 Europäische Kommission (2014), Folgenabschätzung, Begleitunterlage zur Empfehlung der Kommission „für einen neuen Ansatz im Umgang mit unternehmerischem Scheitern und Unternehmensinsolvenzen“, Arbeitspapier der Kommission, S. 23

62 Ibid

63 Smrčka, L, Artova, M, Schonfeld, J und Louda, L. (2014), „Parameters of insolvency proceedings in developed countries and their dependence on economic performance“ <http://inase.org/library/2014/santorini/bypaper/ENVIR/ENVIR-53.pdf>

64 IMF (2015), *Global Financial Stability Report*, April, S. 24

Anhang 4: Technischer Anhang zum ökonometrischen Modell

Anleihedaten im Überblick

Anhand der Suchanfrage auf der Bloomberg-Website wurden ISIN-Codes für einfache nicht kündbare Nullkupon-„Vanilla“-Anleihen identifiziert, die in Lokalwährung mit Fälligkeiten ab 2003 in EU- und OECD-Ländern von Unternehmen begeben wurden. Auf diese Weise wurde eine Liste mit über 29.000 qualifizierten Anleihen erstellt.

Anhand einer Datenstation von Datastream wurden daraus die folgenden Variablen extrahiert:

- Rückzahlungsrendite (tägliche Datenreihen)
- Zusammengesetzter Geld-Brief-Kurs (tägliche Datenreihen)
- Kreditrating (S&P-Daten zu geänderten Ratings auf Wertpapier- oder Emittentenebene). Ausgehend von diesen „Momentaufnahmen“ kann eine vollständige Rating-Historie abgeleitet werden.

Für weniger als 10 Prozent der Anleihen lagen Ertragsdaten vor und von diesen verfügte lediglich ein Viertel über eine Ratinghistorie. Insgesamt umfasste die Stichprobe folglich 573 Anleihen mit Ertragsdaten und einer Ratinghistorie. Das lückenhafte Datenmaterial spiegelt die Illiquidität von Unternehmensanleihen wider. Wir untersuchten zudem, ob das Extrahieren von Daten durch Bloomberg eine bessere Abdeckung ermöglichte, was jedoch nicht der Fall war. Wir konnten jedoch für weitere 52 Anleihen eine Ratinghistorie sowie Angaben zum Emissionsvolumen erhalten. Dies ergab letztlich eine Stichprobe von 625 Anleihen.

In Tabelle 2 sind die Anleihen nach Ländern und Laufzeiten aufgeschlüsselt. Die meisten Schuldtitel befinden sich in dem 6- bis 10-Jahres-Laufzeitband oder dem über 10-Jahres-Laufzeitband, während nur ein geringer Teil im Laufzeitband unter 1 Jahr angesiedelt ist. Die Stichprobe ist stark auf Deutschland und Italien ausgerichtet, sie umfasst jedoch auch eine angemessene Anzahl von Anleihen für Österreich, Frankreich und die Niederlande. Andere Länder sind nur sehr geringfügig abgedeckt.

Table 2: **Abdeckung nach Land und Laufzeit**

Land	Laufzeit				Gesamt
	<1 Jahr	1-5 Jahre	5-10 Jahre	>10 Jahre	
Österreich	0	6	12	19	37
Belgien	0	2	2	0	4
Schweiz	0	1	0	0	1
Tschechische Republik	0	2	0	0	2
Deutschland	1	36	103	80	220
Frankreich	0	00	18	18	36
Vereinigtes Königreich	0	2	7	0	9
Irland	0	3	5	4	12
Italien	0	42	134	43	219
Luxemburg	14	5	0	1	20
Niederlande	0	4	26	8	38
Portugal	0	1	4	1	6
Schweden	0	3	6	0	9
Türkei	11	1	0	0	12

Quelle: Frontier-Analyse zu Daten von Datastream und S&P

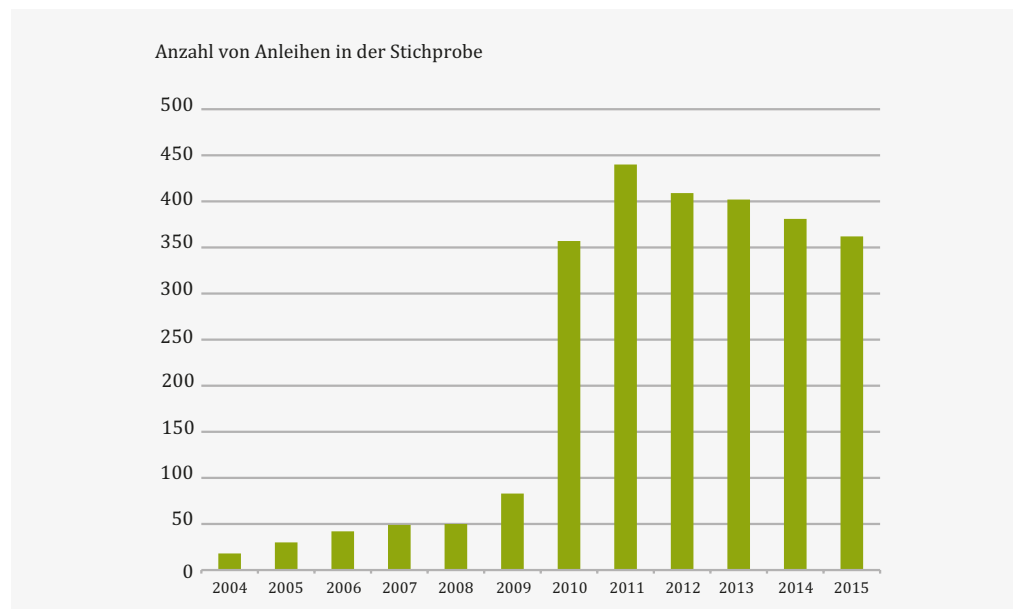
Das durchschnittliche Emissionsvolumen pro Land wird in Tabelle 3 dargestellt. Wir schlossen Beobachtungen mit einer Restlaufzeit von unter einem Jahr in der Hauptanalyse aus, so dass einige Anleihen nicht mehr in der Stichprobe enthalten waren. Zudem wurden 16 Anleihen in den von der Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität veröffentlichten Daten ausgewiesen. Diese in Luxemburg aufgelegten Anleihen wurden bei der Untersuchung nicht berücksichtigt, da sie mit staatlichen Garantien ausgestattet und daher keine typischen Unternehmensanleihen sind. Die Datenreihe umfasst somit 564 Anleihen.

Table 3: **Durchschnittliches Emissionsvolumen pro Land, Mio. EUR**

Land	Alle Anleihen der Probe	Ausschluss von Anleihen mit Restlaufzeit <1
Österreich	39	33
Belgien	14	14
Schweiz	238	238
Tschechische Republik	56	0
Deutschland	54	53
Frankreich	206	206
UK	11	11
Irland	52	52
Italien	85	84
Japan	69	69
Luxemburg	71	71
Mexiko	75	75
Niederlande	38	35
Portugal	69	97
Schweden	7	7
Türkei	159	19

Quelle: Frontier-Analyse zu Daten von Datastream, Bloomberg und S&P

Der von der Stichprobe abgedeckte Zeitraum wird in Abbildung 16 angezeigt. Unseren Beobachtungen zufolge gestaltet sich die Abdeckung vor 2010 deutlich lückenhafter. Wir gehen davon aus, dass dies auf die unzulängliche Datenvorratsspeicherung für Anleihen zurückzuführen ist, die über fünf Jahre zuvor fällig wurden.

Figure 16: **Abgedeckter Zeitraum der Stichprobe**

Quelle: Frontier-Analyse zu Daten von Datastream, Bloomberg und S&P

Struktur der Stichprobe und angewandtes Schätzverfahren

Im Anleihepreismodell wird der zwischen Anleihspreeds und Insolvenzsystemen bestehende Zusammenhang ermittelt, indem wir eine Reihe relevanter Anleihenmerkmale untersuchen. Bei der Basisspezifikation besteht weitgehend eine Querschnittsbeziehung: Unseren Beobachtungen zufolge sind die Anleihspreeds in Ländern niedriger, die über starke Insolvenzsysteme verfügen. Obgleich es sich hierbei um ein intuitives Ergebnis handelt und die wichtigste Determinante von Anleihspreeds bereits in dem Kreditrating berücksichtigt ist, kann nur schwer festgestellt werden, ob das geschätzte Verhältnis andere zugrunde liegende Beziehungen abbildet.

Mit einem Panel-Modell, in dem Unternehmensanleihen gebündelt werden, wurde die Korrelation zwischen Insolvenzmetriken und Risikoaufschlägen bemessen, wobei andere relevante Anleihenmerkmale berücksichtigt wurden, die die Spreads von Unternehmensanleihen beeinflussen können.

Der Ansatz zur Bündelung von Anleihen ist gegenüber einem Anleiheindex vor allem deshalb von Vorteil, weil die Daten aus Ländern mit kleineren Anleihenmärkten einfließen können, in denen keine Anleiheindizes veröffentlicht werden oder aufgrund von Datenmangel nicht manuell zusammengestellt werden können. Ein zweiter Grund für die Verwendung des Anleihen-Pool-Ansatzes besteht darin, dass auf diese Weise ein Satz von Schätzungen erstellt werden kann. Indizes müssen hingegen separat nach Laufzeit, Rating usw. analysiert werden, was die Auslegung der Ergebnisse aufgrund von potenziellen Mehrdeutigkeiten erschweren könnte.

Zahlreiche institutionelle Faktoren und finanzielle Parameter können mit der Qualität des Insolvenzrechtsrahmens auf Landesebene korrelieren. Um diese Faktoren konstant zu halten, führten wir zudem Spezifikationen mit fixen Länder-Effekten durch.

Ökonometrisches Modell

Das allgemeine Modell gestaltet sich wie folgt:

$$\text{Renditespread}_{\{i,g,t\}} = \text{Konstant} + \beta_1 * \text{Laufzeit}_{\{i,t\}} + \beta_2 * \text{Kreditrating}_{\{i,t\}} + \beta_3 * \text{Korrelation_mit_Markttrendite}_{\{i,g,t\}} + \beta_4 * \text{Zeittrend}_{\{t\}} + \beta_5 * \text{Geld_Brief_Spread}_{\{i,t\}} + \gamma * \text{Insolvenzregelungsmetriken}_{\{g,t\}} + \text{Fehler}_{\{i,t\}}$$

für Anleihe i in Land g für die Zeitdauer t .

Die Variablen werden der Reihe nach erörtert:

- Renditespreeds verweisen auf die Anleiherendite bis zur Fälligkeit abzüglich dem risikofreien Satz, für die die Rendite von zehnjährigen Staatsanleihen als Ersatzindikator herangezogen wird. Im Fall von Ländern der Eurozone wird die Rendite der deutschen Bundesanleihe verwendet. Die Staatsanleihenrendite dürfte bereits Effekte durch Währungsprognosen erfassen, die den Spread daher nicht weiter beeinflussen sollten.
- Die Laufzeit-Variable bildet den verbleibenden Zeitraum bis zur Fälligkeit der Anleihe ab. Sie wird berücksichtigt, um den Effekt der Laufzeitprämie konstant zu halten. Diese lineare Variable wird in „Handelstagen“ bemessen.
- Das Kreditrating berücksichtigt die Ausfallrisikoprämie. Wir verwenden historische Ratings von S&P, die auf „Ratingstufen“ übertragen werden. Das Kreditrating ist die Hauptdeterminante der Spreads von Anleiherenditen. Wir untersuchen daher nur Anleihen, für die eine Ratinghistorie vorliegt. Für das Kreditrating wird eine lineare Variable verwendet.⁶⁵ Die Korrelation zur Variable Markttrendite entspricht einem „Beta“ und bemisst die Korrelation zwischen Anleihekursschwankungen und einem globalen Aktienindex (Morgan Stanley Capital Index). Der Koeffizient dieser Variable bringt eine Schätzung des systematischen (nicht diversifizierbaren) Risikos zum Ausdruck, das mit der Anleihe verbunden ist. Diese Berechnung wird für jede Anleihe separat angestellt, indem ein „Rolling Window“-Ansatz verfolgt wird, um Schwankungen im Zeitverlauf zu berücksichtigen. Zahlreiche Anleihen sind indessen illiquide und weisen geringe Kursschwankungen auf, weshalb die Korrelation gering sein wird. Am Laufzeitbeginn einer Anleihe werden historische Daten vorliegen, anhand derer das Beta zu ermitteln ist. Diese werden unter Verwendung einer Dummy-Variable identifiziert.

⁶⁵ Es wurden nicht lineare oder nichtparametrische Messgrößen zum Kreditrating in Erwägung gezogen, um zu ermöglichen, dass sich die Änderungen um eine Ratingstufe entlang der Kreditkurve unterschiedlich auswirken können. Die geschätzten Kreditkurven unterschieden sich jedoch nicht erheblich von der linearen Spezifikation und beeinflussten nicht die Ergebnisse hinsichtlich Auswirkungen von Insolvenzmetriken. Wir gaben insgesamt der linearen Variable für Kreditratings den Vorzug, anhand derer ein einfaches, ökonomisches Modell entwickelt wird, das weniger Datenmaterial erfordert.

- Der Zeittrend berücksichtigt weitere (allgemeine) Änderungen der Renditespreads, die nicht mit den vorstehenden Variablen korrelieren. Wir verwenden eine lineare Variable.
- Die Geld-Brief-Spanne ist ein Maßstab für das Liquiditätsrisiko einer Anleihe. In vielen Fällen sind diese Daten nicht verfügbar, was wiederum auf den Liquiditätsgrad hinweist. Diese Fälle werden unter Verwendung einer Dummy-Variablen ermittelt.
- Mithilfe von Metriken der Insolvenzregelungen können wir neben anderen institutionellen Faktoren auf Landesebene verschiedene Indikatoren aus dem „Doing Business“-Bericht überprüfen. Wir konzentrieren uns dabei generell auf die Sanierungsrate, die Angaben über die Dauer und Kosten von Verfahren und Sanierungsrate abbildet.
- Der Fehlerterm umfasst nicht beobachtbare Heterogenität bei Anleihen (z. B. besondere Merkmale der Anleihe, die nicht adäquat im Modell berücksichtigt werden), auf Landesebene (z. B. die Struktur des Länderrisikos, die nicht vollständig durch „Doing Business“-Indikatoren im Modell erfasst ist) und vorübergehende Schocks. Bei einigen Spezifikationen berücksichtigen wir zudem Einflüsse auf nationaler Ebene (fixe oder zufällige Effekte), um nicht beobachtbare Heterogenität auf Länderebene auszuschließen.

Einige andere Komponenten von Ausfallrisiken werden unter Umständen nicht durch das Kreditrating oder relevante institutionelle Faktoren neben der Sanierungsrate erfasst. Sofern diese nicht einbezogenen Variablen fix sind (oder sich im Zeitverlauf nur geringfügig ändern), können sie durch eine Länder-Dummy-Variablen für fixe Effekte konstant gehalten werden. Etwaig berücksichtigte fixe Effekte neutralisieren die Querschnittsbeziehungen. Die verbleibende Korrelation zwischen Insolvenzregelungen und Anleihspread zeigt an, wie ihre Bewegungen im Zeitverlauf korrelieren. Eine über einen längeren Zeitraum verbesserte Sanierungsrate eines Landes bewirkt somit eine Verengung von Anleihspreads.

Theoretisch könnte eine Vielzahl der konzeptionellen Herausforderungen, die in Teil 4.3 aufgezeigt werden, durch fixe Effekte angegangen werden. Fixe Effekte erfordern jedoch eine bessere Datenqualität, da den Panel-Schätzungen hierbei die zeitlichen Änderungen jeder Beobachtungseinheit zugrunde liegen würden. Wie in Teil 2 ausgeführt, wurden Insolvenzrechtsreformen in letzter Zeit vor allem in EU-Beitrittsländern durchgeführt. Die Daten, die uns zu diesen Anleihen vorliegen, sind jedoch nicht ausreichend. Die Länder, in denen Anleihen datentechnisch gut erfasst sind, haben ihre Insolvenzregelungen über einen längeren Zeitraum indessen wenig verändert.

Eine weitere Schwierigkeit bei der Spezifikation von fixen Effekten besteht darin, vorübergehende Schocks auf Anleihspreads, z. B. aufgrund von gesamtwirtschaftlichen Einflüssen oder finanziellen Krisen, konstant zu halten. Im Idealfall kämen Zeit-Dummies zum Einsatz, um solche Effekte konstant zu halten. *Auf diese Weise* würden sämtliche Änderungen im Zeitverlauf unberücksichtigt bleiben. Das Ergebnis wäre ein „bidirektionales Modell für fixe Effekte“. Hierbei besteht jedoch die Gefahr einer Überanpassung, da die Ergebnisse der Modellanalyse von Änderungen der Stichprobe im Zeitverlauf abhängen würden. Aus diesem Grund wird ein linearer Zeittrend verwendet, um vorübergehende Schocks zu berücksichtigen.

Wir können für jedes Land die Korrelation im Zeitverlauf zwischen Insolvenzsystemen und Anleihspreads messen, wobei Anleihenmerkmale konstant gehalten werden. Damit wird eine Reihe von Beziehungen generiert, die in einem Land zwischen den Insolvenzregelungen und dem Anleihspread bestehen. Das allgemeine Ergebnis aus dem Fixe Effekte-Modell kann dann als Mittelwert für die Beziehungen innerhalb eines Landes erachtet werden.

Unter Verwendung derselben Kontrollvariablen (Konstanthaltung von Anleihenmerkmalen und linearer Zeittrend) stellen wir mit dem Anleihenpreismodell eine separate Schätzung für jedes Land an. Auf diese Weise kann ermittelt werden, welche Länder der „Motor“ der Beziehung sind. Die Ergebnisse in Tabelle 4 umfassen den Koeffizienten der Sanierungsrate, die Standardabweichung zum Koeffizienten und die Anzahl von Beobachtungen. Es wird darauf hingewiesen, dass abgesehen von Italien und Deutschland für andere Länder viel kleinere Proben von unter 40 Anleihen vorliegen.

Table 4: Ergebnisse von Modellen auf Länderebene zur Schätzung des Anleihspreadd als Funktion von Anleihsmerkmalen und Sanierungsrate

Land	Koeffizient der Sanierungsrate	Standardabweichung	Beobachtungen
Österreich	-0,104***	0,016	1442
Frankreich	0,021***	0,005	1421
Deutschland	0,009	0,007	11449
Italien	-0,166***	0,016	9334
Irland	-0,344	0,482	486
Niederlande	-0,076*	0,046	902

Robuste Standardabweichungen in Klammern *** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1

Quelle: Frontier-Analyse der Daten von Datastream und Weltbank

Unseren Beobachtungen zufolge bestehen negative, statistisch signifikante Beziehungen zwischen Anleihspreadd und Sanierungsrate in Italien, Österreich und den Niederlanden (von 10 Prozent). Für Frankreich gibt es eine positive signifikante Beziehung. Die Beziehung für Deutschland ist nicht aussagekräftig. Es überrascht nicht, dass die Beziehungen für Frankreich in die „falsche“ Richtung weisen, da die Stichprobe von recht geringem Umfang und die Preissetzung für Anleihen weniger präzise ist. Durch das Pooling mehrerer Länder verbessern wir die Genauigkeit des Modells und bewirken, dass die Sanierungsrate weniger willkürliche Effekte berücksichtigt. Wie es scheint, ist die mit Länder-Dummies geschätzte Beziehung weitgehend auf In-Land-Effekte aus Italien zurückzuführen, wo die Insolvenzrechtsreform mit einer Verengung von Anleihspreadds korreliert. Natürlich wäre es interessant zu erfahren, wie sich die Anleihspreadds in EU-Beitrittsländern nach den Insolvenzrechtsreformen entwickelt haben. Es liegt hierzu jedoch kein Datenmaterial vor.

Indirekte Auswirkungen durch die Korrektur von Kreditratings

Wir bewerten die korrigierten Kreditratings, die zu einer Hochstufung eines Rechtsgebiets führen würden.

Es wird angenommen, dass die aktuelle Einstufung eines Rechtsgebiets infolge von Reformen auf eine Ratingstufe von A steigen würde (vgl. Abbildung 14 für Ländergruppen). Für viele kleinere Länder in Europa liegt kein S&P-Rating zum Rechtsrahmen (A, B, C) vor. Wir gehen daher von dem derzeitigen Rating auf Basis der Sanierungsrate und der in Abbildung 14 beobachteten Beziehung ($C < 40$, $40 < B < 60$, $A > 60$) aus. Ein „Sprung“ in einem Rating des Rechtsgebiets (C auf A, B auf A) geht mit einem Anstieg des Kreditratings einher.

Die Hochstufung eines Anleiheratings richtet sich sowohl nach der Einstufung des Rechtsgebiets als auch nach dem „vorläufigen Sanierungsrating“ zu dieser Anleihe gemäß der S&P-Methode 2016 „Jurisdiction Ranking Assessments“. Eine Anleihe beispielsweise, die ein vorläufiges Sanierungsrating im Bereich von 70 bis 90 aufweist, würde in einem mit „A“ eingestuften Rechtsraum um eine Ratingstufe heraufgesetzt, während dies in einem B-Rechtsraum zu keiner Änderung führt.

Vorläufige Sanierungsratings sind nicht beobachtbar. Wir verwenden stattdessen Daten von Moody's zu effektiven Sanierungsergebnissen. In die Berechnung der Gesamtverteilung von Sanierungsraten fließen Daten von über 3.000 Zahlungsausfällen bei Anleihen ein. Unserer Annahme zufolge ist diese Verteilung repräsentativ für die Verteilung von vorläufigen Sanierungsratings.

Basierend auf dieser Verteilung hat die Hochstufung eines Rechtsgebiets von B auf A im Durchschnitt eine Hochstufung um 0,26 Ratingstufen zur Folge, während eine Verbesserung von C auf A mit einer durchschnittlichen Hochstufung um 0,32 Ratingstufen einhergeht.

Der indirekte Effekt durch Kreditratings wird dann berechnet, indem die durchschnittlichen Verbesserungen des Ratings eines Landes mit dem Koeffizienten von Kreditratings der Anleihspreadds multipliziert wird. Insgesamt führt dies zu einem Effekt auf das BIP um rund 5 Mrd. EUR. und liegt damit weiter unter den Werten 33 Mrd. EUR oder 73 Mrd. EUR, die direkt aus der Verbesserung der Sanierungsrate hervorgehen.

Ergebnisse alternativer Modellspezifikationen

Wir prüften des Weiteren, ob der Einfluss von Insolvenzregelungen weiter wirksam ist, wenn institutionelle Faktoren im Anleihenpreismodell berücksichtigt werden. Zu diesen zählen verschiedene Indikatoren aus dem „Doing Business“-Bericht der Weltbank, der Heritage Foundation und des Transparency International Corruption-Index.

Es gibt viele Variablen, die das Geschäftsumfeld beschreiben können. Diejenigen hingegen, die in Bezug auf Spreads von Unternehmensanleihen Relevanz haben sollten, sind die Variablen, die entweder mit der Wahrscheinlichkeit eines unternehmerischen Scheiterns oder den Folgen eines Konkurses in Verbindung stehen. Es ist zu beachten, dass diese Messgrößen in den besagten Ländern im Zeitverlauf nur geringfügige Änderungen aufweisen. Des Weiteren korrelieren diese Indikatoren stark mit der Sanierungsrate in der geschätzten Stichprobe (Korrelationskoeffizient generell von 0,8). Demzufolge kann die Variable mit dem geringeren Effekt einen Koeffizienten haben, der ein „falsches“ Signal ausgibt, da die andere Variable den gesamten Effekt neutralisiert.

In Tabelle 5 sind Ergebnisse der institutionellen Variable bzw. der Sanierungsrate enthalten, zunächst ohne „Länder-Dummies“ und dann mit „Länder-Dummies“. Bei sonstigen institutionellen Variablen ist in manchen Fällen ein kontraintuitives Signal zu beobachten. Dies lässt vermuten, dass bei einer Gegenüberstellung mit der Sanierungsrate die Sanierungsrate weiterhin einen negativen Effekt auf die Anleienspreads hat, während der Koeffizient der institutionellen Variable verzerrt ist.

Der Koeffizient der Sanierungsrate bleibt generell negativ, signifikant und von vergleichbarer Höhe, wenn eine Schätzung unter Ausschluss der institutionellen Variablen vorgenommen wird. In zwei Fällen (DTF Unternehmensgründung und Tiefe des Index zur Gläubigerinformation) ist der Koeffizient der Sanierungsrate gering und nicht signifikant, was auf Multikollinearität hindeuten kann. Für das Modell ohne Länder-Dummies bleibt der Koeffizient im negativen Bereich und signifikant. Insgesamt scheint die Sanierungsrate somit einen stärkeren Effekt auf Anleienspreads zu haben als die institutionellen Variablen. Aus diesem Grund sollte das Insolvenzrechtssystem die treibende Kraft hinter den Ergebnissen sein.

Table 5: Einfluss der Sanierungsrate unter Konstanthaltung anderer institutioneller Variablen⁶⁶

Institutionelle Variable	Keine Länder-Dummies		Mit Länder-Dummies	
	Koeffizient der institutionellen Variable	Koeffizient der Sanierungsrate	Koeffizient der institutionellen Variable	Koeffizient der Sanierungsrate
Unternehmensgründung DTF	0,122***	-0,007***	0,149***	-0,006
Verbindlichkeit DTF	-0,494***	-0,012***	-0,546***	-0,015***
Gläubigerinformation	0,022***	-0,016***	0,032***	-0,020***
Index zur Stärke von Rechtsansprüchen (0-12)	0,011	-0,035***	0,585***	-0,01***
Index zur Tiefe von Kreditinformationen (0-8)	-0,314***	-0,016***	-0,376***	-0,003
Vertragsdurchsetzung DTF	-0,001	-0,035***	0,055***	-0,015***
Weltbank-Index	-0,19***	-0,031***	-0,53	-0,014***
Heritage Foundation Gesamtergebnis	-0,047***	-0,024***	-0,256***	-0,034***
Heritage Foundation PCA-Index ⁶⁷	-0,022	-0,033***	-1,395***	-0,016***
Weltbank PCA-Index ⁶⁸	0,022	-0,034***	0,101	-0,015***
TI-Korruption	-0,156***	-0,035***	-2,98***	-0,093***

Robuste Standardabweichungen in Klammern *** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1

Quelle: Frontier-Analyse der Daten von Datastream und Weltbank

Verschiedene alternative Modellspezifikationen wurden im Rahmen einer zusätzlichen Robustheitskontrolle überprüft.

⁶⁶ Die verschiedenen Messgrößen wurden ausgewählt, um eine große Bandbreite an institutionellen Faktoren abzudecken und weil sie durchgängig über einen längeren Zeitraum bemessen werden. So kann auf die veröffentlichten Daten zurückgegriffen werden. Eine Ausnahme dabei bildet der „Transparency International Corruption Perceptions“-Index, dessen Umfang und Berechnungsgrundlage zwischen 2011 und 2012 Änderungen unterliegen. In diesem Fall wird die Variable jährlich mit einem Mittelwert von Null und einer Standardabweichung von eins standardisiert.

⁶⁷ Analyse Hauptkomponenten

⁶⁸ Analyse Hauptkomponenten

Diese Sensitivitäten beziehen sich auf Themen wie Umfang von Ländern und Anleihen in der Stichprobe, Behandlung von Währungseffekten, Behandlung von vorübergehenden Schocks und Gewichtung von Anleihen. Die Querschnittsergebnisse werden von den alternativen Modellspezifikationen wenig beeinflusst. Werden jedoch Länder-Dummies berücksichtigt, sind die Ergebnisse bei drei der alternativen Modellspezifikationen unverändert, während in zwei Fällen der Koeffizient der Sanierungsraten insignifikant wird. Es wird darauf hingewiesen, dass im Länder-Dummies-Modell der Effekt der Sanierungsraten nur durch Zeitveränderungen identifiziert wird, wodurch die Bedeutung verstärkt auf der Datenstichprobe liegt. Es sollte daher nicht überraschen, wenn die Ergebnisse zum Teil sensitiver auf alternative Spezifikationen reagieren.⁶⁹

Wir stellen zwei Tabellen vor, wobei die erste ein Grund(Querschnitts-)Modell und die zweite ein Modell mit Länder-Dummies-Ergebnissen enthält. Die folgenden Modifikationen werden in Betracht gezogen:

- Hauptmodell – dieses allgemeine Modell wird in Tabelle 6 (jeweils Modelle 2 und 3) dargestellt.
- Nicht gewichtetes Modell – Beobachtungen sind nicht nach Emissionsvolumen wie im Hauptmodell gewichtet. Mittels einer Gewichtung soll der Einfluss kleinerer Anleiheemissionen eingeschränkt werden, da diese illiquide sein dürften und ungenaue Informationen einbringen.
- Zeit-Dummies – anstatt einem linearen Zeittrend werden zeitliche Effekte mit einer Reihe von Monats-Dummies konstant gehalten, so dass vorübergehende Schocks von Monat zu Monat variieren können.
- Anleihen kurz vor Fälligkeit – dieses Modell berücksichtigt auch Anleihen, deren Restlaufzeit weniger als ein Jahr beträgt.
- Ergänzende Anleihedaten – die Stichprobe wird um 53 Anleihen erweitert, für die das Kreditrating manuell extrahiert wurde.
- Währungseffektmodell – anstatt den Anleihenspread zu schätzen stellen wir eine Schätzung der Unternehmensanleiherendite an als Funktion der zehnjährigen Staatsanleihenrenditen (deutsche Bundesanleihe für die Eurozone) und des Spread zwischen der Staatsanleihe des jeweiligen Landes und der deutschen Bundesanleihe. Mit diesem Modell kann sich die Unternehmensanleiherendite parallel zur landeseigenen Staatsanleihe und zur deutschen Bundesanleihe entwickeln und den natürlichen Fixpunkt erreichen.

Die Ergebnisse für alternative Spezifikationen im Grundmodell werden in Tabelle 6 dargestellt, wobei der Koeffizient der Sanierungsrate und verschiedener Anleihenmerkmale in den Zeilen und die verschiedenen alternativen Spezifikationen in den Spalten ausgewiesen werden.

⁶⁹ Im Rahmen einer zusätzlichen Robustheitskontrolle prüften wir, wie sich die Tatsache, dass lediglich Daten ab 2010 verwendet werden, auswirkt. Es werden vergleichbare Querschnittsergebnisse erzielt, während das Panel-Ergebnis insignifikant wird. Bei der kürzeren Zeitperiode nehmen die Schwankungen der Sanierungsraten im Zeitverlauf weiter ab. Es stehen folglich nur unzureichend Daten zur Ermittlung des Einflusses von Sanierungsraten zur Verfügung, sobald die Länder-Dummies miteinbezogen werden.

Table 6: Alternative Spezifikationen des Grundmodells

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Variable	Hauptmodell	Nicht gewichtet	Monats-Dummies	Inklusive Anleihen kurz vor Fälligkeit	Inklusive Ergänzungsanleihen	Effekte auf Staatsanleihe
Zeittrend (Tage)	0,000428***	0,000184***		0,000447***	0,000429***	-0,000217***
Monats-Dummies			Inklusive			
Laufzeit (Tage)	0,000197***	0,000162***	0,000212***	0,000209***	0,000203***	0,000216***
Kreditrating (Ratingstufe)	-0,222***	-0,212***	-0,235***	-0,223***	-0,226***	-0,0973***
Fehlendes Beta (Dummy)	-0,0313	-0,293***	-0,0107	-0,153*	-0,0284	0,0200
Beta	7,934***	12,16***	4,953***	9,727***	7,257***	2,930***
Fehlender Geld-Brief-Kurs (Dummy)	1,235***	1,186***	0,750***	1,262***	1,222***	0,576***
Geld-Brief-Kurs (Prozentpunkt)	0,0766***	0,0688***	0,0629***	0,0818***	0,0753***	0,0442***
Sanierungsrate (Prozentpunkt)	-0,0366***	-0,0432***	-0,0282***	-0,0345***	-0,0377***	-0,0268***
Staatsanleihenrendite						0,609***
Staatsanleihspread DE						0,504***
Konstant	5,295***	6,388***	5,649***	5,040***	5,414***	4,959***
Beobachtungen	22.982	22.982	22.982	24.613	23.984	22.849
R-Quadrat	0,368	0,368	0,511	0,364	0,362	0,538

Robuste Standardabweichungen in Klammern *** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1

Quelle: Frontier-Analyse der Daten von Datastream und Weltbank

Die Höhe des Koeffizienten der Sanierungsrate bewegt sich zwischen -0,0268 (Modell zu Effekten auf Staatsanleihen) bis 0,0432 (nicht gewichtetes Modell). Die Ergebnisse werden relativ wenig von anderen Empfindlichkeiten beeinflusst. Die Auswirkungen der Sanierungsrate auf den Anleihspread sind jedoch in jedem Fall statistisch signifikant. Wesentliche Änderungen sind bei der Spezifikation „Effekte auf Staatsanleihen“ zu beobachten, bei der viele der Anleihenmerkmale kleinere Effekte auf den Spread haben. Grund dafür kann sein, dass die Effekte auf Staatsanleihen (Spread zwischen eigener Staatsanleihenrendite und deutscher Bundesanleihe) die Effekte auf Landesebene (da Staatsanleihenrenditen nach Land schwanken) oder zeitliche Änderungseffekte (da Staatsanleihenrenditen zeitlichen Schwankungen unterliegen) umfassen, so dass den Anleihenmerkmalen weniger Erklärungskraft zugewiesen wird.

Die Ergebnisse reagieren empfindlicher auf Spezifikationen für das Modell zu fixen länderspezifischen Effekten. Die Ergebnisse für alternative Spezifikationen dieses Modells sind in Tabelle 7 aufgeführt. In jeder Spalte befindet sich eine alternative Spezifikation, während in den Zeilen jeweils die Koeffizienten der Sanierungsrate und von jedem Anleihenmerkmal angegeben werden.

In drei der alternativen Spezifikationen entspricht der Koeffizient der Sanierungsrate weitgehend dem Koeffizienten im Hauptmodell, wobei der Koeffizient im nicht gewichteten Modell und im Modell mit Monats-Dummies geringer und statistisch insignifikant ausfällt. Es ist dabei zu beachten, dass diese Änderungen bei einem Modell fraglicher sein könnten, das bereits länderspezifische fixe Effekte enthält. Die Einbeziehung von Monats-Dummies ist insbesondere problematisch, wenn die Stichprobe unausgewogen ist, da sich der Mix an Ländern, die auf unterschiedliche Weise vorübergehenden Schocks ausgesetzt sind, im Zeitverlauf ändert. Die auf Länderebene erfassten Variablen könnten davon unmittelbar betroffen sein. Wird verstärkt illiquiden Anleihen eine gleiche Gewichtung zugewiesen, kann dies als das Hinzufügen einer „Störung“ erachtet werden durch ungenaue oder irrelevante Kursdaten. Wird die Variation zwischen Ländern nicht berücksichtigt, so liegen unzureichend Daten vor, um den Effekt von Insolvenzrechtsreformen zu schätzen. Dies sind gute Gründe, um den Fokus auf das Hauptmodell zu legen. Die alternativen Spezifikationen veranschaulichen jedoch die Grenzen einer Panel-Schätzung, sofern die Daten verfügbar sind.

Table 7: Alternative Spezifikationen des Modells mit länderspezifischen fixen Effekten

Variable	(1) Hauptmodell	(2) Nicht gewichtet	(3) Monats-Dummies	(4) Inklusive Anleihen kurz vor Fälligkeit	(5) Inklusive Ergänzungsanleihen	(6) Effekte auf Staatsanleihe
Zeittrend (Tage)	0,000380***	0,000141***		0,000405***	0,000389***	-0,000177***
Monats-Dummies			Inklusive			
Länder-Dummies	Inklusive	Inklusive	Inklusive	Inklusive	Inklusive	Inklusive
Laufzeit (Tage)	0,000189***	0,000176***	0,000205***	0,000204***	0,000197***	0,000229***
Kreditrating (Ratingstufe)	-0,184***	-0,157***	-0,197***	-0,202***	-0,182***	-0,155***
Fehlendes Beta (Dummy)	0,0285	-0,283***	0,0653	-0,00435	0,0113	0,0294
Beta	6,996***	10,16***	3,766***	8,749***	6,433***	1,571
Fehlender Geld-Brief-Kurs (Dummy)	1,274***	1,269***	0,786***	1,354***	1,255***	0,644***
Geld-Brief-Kurs (Prozentpunkt)	0,0676***	0,0481***	0,0554***	0,0731***	0,0658***	0,0420***
Sanierungsrate (Prozentpunkt)	-0,0178***	-0,00210	-0,00470	-0,0160***	-0,0179***	-0,0190***
Staatsanleihenrendite						0,727***
Staatsanleihspreadd DE						0,713***
Konstant	2,761***	2,944***	2,852***	1,137***	2,422***	4,601***
Beobachtungen	22.982	22.982	22.982	24.613	23.984	22.849
R-Quadrat	0,398	0,418	0,534	0,392	0,401	0,572

Robuste Standardabweichungen in Klammern *** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1

Quelle: Frontier-Analyse der Daten von Datastream und Weltbank

Potenzielle Verzerrungen und Grenzen

Bei der Auslegung der Ergebnisse sollten verschiedene Faktoren berücksichtigt werden. In einigen Fällen haben wir unsere ökonometrische Spezifikation angeglichen, um diese Effekte abzuschwächen. In anderen Fällen sind die Fragen grundlegender und richten sich nach den verfügbaren Daten.

- **Endogenität.** Wir gehen von der Hypothese aus, dass stärkere Insolvenzregelungen eine Verringerung der Risikoaufschläge zur Folge haben. Das Insolvenzsystem in einem Land wird jedoch nicht exogen ermittelt und kann mit den zugrunde liegenden Risikomerkmale in dem Land oder mit anderen institutionellen Faktoren korrelieren, die sich auf den Anleihspreid auswirken. Diese Faktoren können mit dem Effekt von Insolvenzregelungen auf die Finanzierungskosten vermengt werden, was unsere Schätzung eines solchen Effekts verzerren kann. Diese Themen werden methodisch auf verschiedene Art angegangen. Zunächst haben wir eine Reihe institutioneller Faktoren berücksichtigt, sofern diese messbar sind. Zweitens wurde eine Schätzung zum Modell angestellt, das länderspezifische fixe Effekte einbezieht. Grund dafür ist, dass Letztere eine nicht beobachtbare Heterogenität auf Landesebene neutralisieren. Dieser Ansatz sollte zudem eine etwaige Querschnitts-Endogenität ausschließen. Schließlich wurden Regressionen auf Ebene einzelner Länder durchgeführt, die die Korrelation von Insolvenzregelungen und Anleiherendite im Zeitverlauf in jedem Land messen und ebenfalls eine etwaige Querschnitts-Endogenität ausschließen. Insgesamt stellen wir weiterhin einen signifikant negativen Einfluss von niedrigen Sanierungsraten auf Anleihspreids fest.
- **Multikollinearität** Sofern ein Teil der Kontrollvariablen eine hohe Korrelation zueinander aufweist, lässt sich nur schwer ermitteln, welche der Variablen den Effekt hat. Die einzelnen betreffenden Koeffizienten verlieren dadurch an Zuverlässigkeit. Dies ist problematisch, wenn davon Variablen von ultimativem Interesse betroffen sind. Das Problem kann auftreten, wenn die Stärke der Insolvenzregelungen mit der Ausfallhöhe auf Landesebene oder mit verschiedenen anderen institutionellen Faktoren korreliert. Im „Doing Business“-Bericht der Weltbank sind 74 separate Messgrößen enthalten, von denen sich ein Großteil auf die Renditespreids von Unternehmensanleihen auswirken kann. Wir haben daher viele hoch korrelierte Variablen nicht in dieselbe Regression miteinbezogen.
- **Selektionsverzerrung.** Das Emissionsverhalten von Unternehmen kann durch die Gegebenheiten in dem Rechtsgebiet beeinträchtigt sein, in dem das Unternehmen tätig ist. Zwei ansonsten vergleichbare Emittenten (mit demselben Risikoprofil usw.) können Anleihen in dem „sicheren“ Rechtsgebiet begeben, während das im „unsicheren“ Rechtsgebiet für sie nicht möglich ist. In der Folge werden Anleihen in dem „unsicheren“ Rechtsgebiet zu keinem Zeitpunkt beobachtet. Es liegt leider kein konsistentes Datenmaterial vor, das zur Gestaltung des Auswahlverfahrens verwendet werden kann.
- **Unausgewogenes Panel.** Die Zusammensetzung unterliegt Änderungen, da Anleihen aus der Stichprobe entnommen bzw. ihr hinzugefügt werden. Sofern Länder (und damit ihre Insolvenzregelungen) auf Zeiträume konzentriert sind, in denen Anleihspreids Höchst- bzw. Tiefstände erreichen, ist es unter Umständen schwierig, die Ländereffekte und vorübergehende Schocks konstant zu halten, da die übrigen Koeffizienten eine größere Sensitivität zur Stichprobenstruktur aufweisen. Wir verwenden aus diesem Grund eine lineare Zeitvariable anstatt zahlreiche Zeit-Dummies.
- **Sonderfälle.** Sonderfälle treten auf, wenn eine Anleihe in einem Bereich erhebliche Unterschiede aufweist. Illiquide Anleihen weisen möglicherweise ungenaue Preis- oder Renditeangaben auf und nehmen extreme Werte an, wodurch die Ergebnisse verzerrt werden. Um den Einfluss von illiquiden Anleihen einzuschränken, gewichteten wir die Beobachtungen nach Emissionsvolumen entsprechend den Standardansätzen zu Anleiheindizes. Anleihen mit kurzer Duration, die ebenfalls extreme Bewertungsstände aufweisen können, wurden ausgeschlossen. Residuen vs. angepasste Werte weisen nicht auf erhebliche Sonderfälle in der Stichprobenschätzung hin.

Viele der potenziellen Verzerrungen, die vorstehend erörtert wurden, sollten innerhalb der Panel-Spezifikation angegangen werden. Eine solide Panel-Schätzung erfordert jedoch eine erheblich umfassendere Datenreihe. Dabei sollten eine Vielzahl von Ländern, deren Insolvenzsysteme erheblichen Änderungen unterliegen, zeitlich gut abgedeckt sein. Wie bereits erläutert, erfolgten die jüngsten Insolvenzrechtsreformen jedoch vorwiegend in EU-Beitrittsländern, deren Anleihenmärkte wenig liquide sind und für die nur geringfügig Daten vorliegen. In den meisten Fällen können Informationsdienstleister wie Datastream oder Bloomberg zu diesen Ländern kein Datenmaterial bereitstellen. Für etwaige künftige Forschungen zum Einfluss von Insolvenzrechtsreformen auf diese Länder sollten in großem Umfang Daten zu Anleihen in nationalen Börsenmärkten erfasst und die Vergleichbarkeit zwischen Quellen sichergestellt werden.

Appendices



Anhang A: Wichtigste Unterschiede im EU-Insolvenz- und Sanierungsrecht⁷⁰

UK (England und Wales)

Unternehmensinsolvenzen und Sanierungsverfahren	Aktuelle Rechtsreformen?	Fristen für die Antragseröffnung	Können Gläubiger Umstrukturierungsplan vorschlagen?	Gerichtlich genehmigte Herabsetzung von Gläubigern?	Gerichtlich genehmigte Herabsetzung von Anteilseignern?	Bewertungsmethode zur Bestimmung der Stimmrechte von Gläubigern bei einem gerichtlich gebilligten Umstrukturierungsplan
<p>Vor der Insolvenz</p> <p>i.) Vergleichsvorschlag</p> <p>ii.) Außergerichtlicher Vergleichsvorschlag (CVA)</p> <p>iii.) Insolvenzplanverfahren</p> <p>iv.) Insolvenzverwaltung⁷¹</p> <p>Nach der Insolvenz</p> <p>v.) Vergleichsvorschlag</p> <p>vi.) Außergerichtlicher Vergleichsvorschlag (CVA)</p> <p>vii.) Insolvenzplanverfahren</p> <p>viii.) Liquidation</p> <p>ix.) Insolvenzverwaltung</p>	<p>Das geänderte Gesetz „SIP 1672“, das das Vorgehen von Insolvenzverwaltern in Verbindung mit Insolvenzplanverfahren („Pre-Pack“) regelt, trat am 1. November 2015 zusammen mit der Einführung von „Pre-Pack-Pools“ für verbundene Rechtsgeschäfte der Parteien in Kraft (wobei die Freigabe von Rechtsgeschäften im Insolvenzplanverfahren der verbundenen Parteien aus dem „Pre-Pack-Pool“ nach einer Regel freiwillig bleibt, nach der Standards einzuhalten oder Abweichungen davon zu erklären sind („comply or explain“)).</p> <p>Das Gesetz „Small Business, Enterprise and Employment Act“, dessen Einführung stufenweise erfolgte, umfasst mehrere Insolvenzrechtsreformen, die auf alle relevanten Unternehmern (nicht nur KMU) allgemeine Anwendung finden.</p> <p>Am 1. Oktober 2015 traten unter anderem die folgenden Reformen in Kraft, die (i) verhindern, dass wichtige Versorger und Kommunikationsdienstleister die Versorgung einstellen oder Aufschläge berechnen, während Insolvenzverwalter nach einer tragfähigen Lösung zur Rettung eines Unternehmens suchen; und (ii) Insolvenzverwaltern wurde das Recht eingeräumt, Forderungen im Rahmen der Anfechtung von Rechtsgeschäften in der Vorinsolvenz an Dritte abzutreten.</p>	<p>Keine festgelegte Frist, aber Risiko der Geschäftsführerhaftung</p>	<p>Insolvenzplanverfahren: Einer oder mehrere Gläubiger können einen Beschluss zur Eröffnung eines Insolvenzplanverfahrens beantragen. Ein qualifizierter Pfandrechtsinhaber ist befugt, die Identität des Verwalters zu bestimmen</p> <p>Außergerichtlicher Vergleichsvorschlag (CVA): Gläubiger können keinen außergerichtlichen Vergleichsvorschlag (CVA) einbringen.</p> <p>Vergleichsvorschlag: Gläubiger können einen Vorschlag einbringen, während in der Praxis das Unternehmen in den meisten Fällen die Anträge stellt</p>	<p>Vergleichsvorschlag: kann eingesetzt werden, um abgesicherte und nicht abgesicherte Gläubiger herabzusetzen, sofern dies von mindestens einer qualifizierten Mehrheit und wertmäßig 75 Prozent jeder Klasse der Gesellschafter oder Gläubiger genehmigt wird, die über den Vergleichsvorschlag abstimmen⁷³</p> <p>Gläubiger, deren Rechte nicht von dem Vorschlag betroffen sind oder die kein „wirtschaftliches Interesse“ an dem Vorschlag haben, müssen nicht angehört werden.</p> <p>Das Gericht wird den Vorschlag nur billigen, wenn der Vorschlag so gestaltet ist, dass ein intelligenter und aufrichtiger Mensch („intelligent and honest man“) als Mitglied der betroffenen Klasse, der entsprechend seinen Interessen handelt, diesem vernünftigerweise zustimmt. Dies wird als „Fairness“-Test bezeichnet.</p> <p>Ein Vergleichsvorschlag findet im Vereinigten Königreich allgemein zur Sanierung ausländischer Unternehmen Anwendung, sofern eine „hinreichende Verbindung“ zwischen dem Unternehmen und dem Vereinigten Königreich besteht.⁷⁴</p> <p>Außergerichtlicher Vergleichsvorschlag (CVA): kann zur Herabsetzung des Gesellschaftsanteils von Gläubigern verwendet werden, sofern die Gläubiger diesem mehrheitlich zustimmen, d. h. wertmäßig 75 Prozent der Gläubiger des Unternehmens, die bei der zur Erwägung des außergerichtlichen Vergleichsvorschlags einberufenen Gläubigerversammlung anwesend sind und sich an der Abstimmung beteiligen (50 Prozent der Ja-Stimmen müssen vom Unternehmen losgelöst sein). Ein außergerichtlicher Vergleichsvorschlag kann nicht die Rechte eines abgesicherten oder bevorrechtigten Gläubigers beeinträchtigen, es sei denn, der Gläubiger stimmt diesem zu.</p> <p>Ein außergerichtlicher Vergleichsvorschlag kann wegen unbilliger Beeinträchtigung oder wesentlichen Unregelmäßigkeiten angefochten werden (zeitlich begrenzt).</p>	<p>Vergleichsvorschlag: Die Gesellschafter können an einen Vorschlag gebunden sein, sofern dieser von einer qualifizierten Mehrheit angenommen wird, die wertmäßig 75 Prozent der Gesellschafter in dieser Klasse darstellt.⁷⁵</p> <p>Außergerichtlicher Vergleichsvorschlag: Die Anteilseigner des Unternehmens können die Vorschläge mit einfacher wertmäßiger Mehrheit annehmen. Lehnen sie die von den Gläubigern angenommenen Vorschläge jedoch ab, wird der außergerichtliche Vergleichsvorschlag nichtsdestotrotz ausgeführt. Nicht zustimmende Anteilseigner können den außergerichtlichen Vergleichsvorschlag wegen unbilliger Beeinträchtigung oder wesentlichen Unregelmäßigkeiten anfechten.</p>	<p>Der Preis, den ein Käufer zu dem gegebenen Zeitpunkt für das Unternehmen zahlt</p> <p>Die Bewertung in der Liquidationssicht ist nur dann angebracht, wenn ein Liquidationsverfahren die einzige Alternative darstellt</p>

⁷⁰ Analyse Januar 2016.

⁷¹ Der Pfandrechtsinhaber kann eine Insolvenzverwaltung aller oder im Wesentlichen aller Vermögensgegenstände des Unternehmens einfordern. Gemäß dem Enterprise Act 2002 ist dieser außergerichtliche Durchsetzungsmechanismus nicht länger auf Sicherungsrechte anwendbar, die nach dem 15. September 2003 entstanden sind (außer es kommt eine spezielle Ausnahme zur Anwendung, z. B. Ausnahme Kapitalmärkte). Der Mechanismus findet in der Praxis selten Anwendung.

⁷² Entgegen US-amerikanischen Chapter-11-Verfahren und dem deutschen Insolvenzplan kann ein Vergleichsvorschlag nach britischem Recht nicht dazu verwendet werden, um eine vollständige nicht zustimmende Klasse herabzusetzen. „Roll-over Schemes“, die einen Vergleich (um Zustimmungsschwellen zu umgehen, damit eine vorrangige Schuld von einem neu gegründeten oder ausgegliederten Unternehmen (Newco) übernommen wird) mit einem Verkauf im Insolvenzplanverfahren kombinieren, im Rahmen dessen Vermögensgegenstände auf ein Newco übertragen werden und nachrangige Schuldtitel in dem Oldco (alten Unternehmen) verbleiben, gehören im Vereinigten Königreich nun zur gängigen Praxis (z. B. IMO Carwash).

⁷³ <http://www.icaew.com/en/technical/insolvency/insolvency-regulations-and-standards/statements-of-insolvency-practice-sips-england>

⁷⁴ Aktuelle diesbezügliche Beispiele sind unter anderem: Apcoa, der deutsche Parkraumbetreiber (2014); Zlomrex International Finance S.A., das französische Finanzierungsinstrument für die Cognor-Gruppe; Anbieter und Vertreter von Stahlprodukten in Polen (2014); und Magyar, die niederländische Holdinggesellschaft der Invitel-Unternehmensgruppe, einem führenden Telekommunikationsanbieter in Ungarn (2014).

Stellung der Geschäftsführung (Insolvenz- und Sanierungsverfahren)	Ruhen von Verfahren	Verkauf im Insolvenzplanverfahren möglich?	Anfechtung von Rechtsgeschäften	Prioritätsstatus von Finanzierung/Finanzierung in Eigenverwaltung nach Antragsstellung	Fähigkeit des Gläubigers, vertragliche Kündigungs- und Rücktrittsrechte im Zuge der Eröffnung von Umstrukturierungs-/ Insolvenzverfahren auszuüben	Künftige Reformen?
<p>Insolvenzplanverfahren: Vorstandsmitglieder werden ersetzt, es sei denn, der Verwalter trifft andere Regelungen</p> <p>Vergleichsvorschlag: Vorstandsmitglieder bleiben im Amt</p> <p>Außergerichtlicher Vergleichsvorschlag (CVA): Vorstandsmitglieder bleiben im Amt, der außergerichtliche Vergleichsvorschlag wird jedoch unter Aufsicht eines befugten Insolvenzverwalters ausgeführt</p> <p>Liquidation: Vorstandsmitglieder werden entlassen</p>	<p>Insolvenzplanverfahren/ Liquidation: automatisches Moratorium</p> <p>Vergleichsvorschlag: Nein. In der Praxis wird ein Vergleichsvorschlag jedoch häufig in Verbindung mit einem Insolvenzplanverfahren angewandt, um das Moratorium zu nutzen oder eine verbindliche Vereinbarung mit Gläubigern einzugehen</p> <p>Außergerichtlicher Vergleichsvorschlag (CVA): Kleine Unternehmen können ein Moratorium von bis zu drei Monaten beanspruchen, sofern dies von den Mitgliedern des Unternehmensvorstands vorgeschlagen wird. Für Unternehmen, die keinen Anspruch auf ein Moratorium haben, kann ein außergerichtlicher Vergleichsvorschlag in Verbindung mit einem Insolvenzplanverfahren angewendet werden, um das Moratorium rechtlich möglich zu machen.</p>	<p>Ja. Der Verkauf aller oder eines Teils der Geschäftseinheiten oder Vermögensgegenstände des Unternehmens kann mit einem Käufer vor der Bestellung eines Verwalters vereinbart werden und unmittelbar nach dessen Bestellung erfolgen.</p> <p>Die Gläubiger des Unternehmens werden vor dem Verkauf nicht hinzugezogen. Der Verwalter muss jedoch der „Statement of Insolvency Practice“ (SIP) entsprechen. 16</p>	<p>Insolvenzplanverfahren/ Liquidation: Ein Verwalter kann gerichtlich eine Anordnung beantragen, um bestimmte Rechtsgeschäfte im Vorfeld der Insolvenz anzufechten oder abzuwickeln.</p> <p>Seit dem 1. Oktober 2015 haben Verwalter das Recht, bestimmte Forderungen in Bezug auf die Anfechtung von Rechtsgeschäften im Vorfeld der Insolvenz an Dritte abzutreten.</p>	<p>Insolvenzplanverfahren/ Liquidation: DIP-Finanzierung kann nicht in Anspruch genommen werden. Ein Verwalter kann jedoch neue Gelder auf die unbelasteten Aktiva aufnehmen, die als Sicherheit dienen. Diese Zusatzfinanzierung wird als Ausgabe im Insolvenzplan- oder Liquidationsverfahren erachtet, die Vorrang vor anderen Ansprüchen hat (mit Ausnahme von durch Fixgebühr abgesicherte Ansprüche). 76</p> <p>Außergerichtlicher Vergleichsvorschlag/ Vergleichsvorschlag: Neue Finanzierungsmittel, die im Rahmen eines außergerichtlichen oder gerichtlichen Vergleichsvorschlags zur Verfügung gestellt werden, haben keinen gesetzlichen Vorrang, es kann jedoch ein vertraglicher Vorrang eingeräumt werden.</p>	<p>Ja. Vertragliche Bestimmungen, die festlegen, dass ein Vertrag bei Eröffnung eines Insolvenz- oder Sanierungsverfahrens gekündigt werden kann, sind rechtswirksam, sofern sie nicht den Grundsatz „Anti-Deprivation“ verletzen (Parteien können nicht bei Konkurs dem Insolvenzschnuldner Eigentum entziehen, das anderweitig Gläubigern zusteht) (<i>Whitmore v. Mason (1861) 2J&H204</i>)⁷⁷</p> <p>Die „Anti-Deprivation“-Regelung wird sehr eng ausgelegt (<i>Belmont Park Investments Pty Ltd v. BNY Corporate Trustee Services [2011] UKSC 38; Lomas v. JFB Firth Rixon Inc. [2010] EWCH 3372 (Ch)</i>)</p>	<p>Geplante Modernisierung von Insolvenzregelungen. Umsetzungsdatum ist festzulegen</p>

75 Ein „Roll-over Scheme“ kombiniert mit einem Insolvenzplanverfahren (vgl. Fußnote 72 oben) kommt in der Praxis häufig zur Anwendung, um die Kontrolle über ein notleidendes Unternehmen ohne die Zustimmung der Anteilseigner zu übernehmen.

76 Britische Unternehmen gewähren in der Praxis in den meisten Fällen ein Globalpfandrecht über ihre Vermögenswerte. Demzufolge liegen allgemein keine unbelasteten Aktiva vor, auf die eine neue Sicherheit gewährt werden könnte. Bei der Beratung über den Enterprise Act 2002 zog die britische Regierung eine Änderung der Rechtsvorschriften in Erwägung und kam zu dem Schluss, dass es sich hierbei um einen äußerst komplexen Vorgang handele, der ein umfassendes Konsultationsverfahren erfordere, insbesondere wenn beabsichtigt würde, dass die britischen Gerichte daran beteiligt wären, die Gewährung einer Finanzierung mit höchster Priorität auf Fallbasis zu genehmigen. Vgl. INSOL-Artikel „Repair or Recycle? Some thoughts on DIP Financing and Pre-Packs“ (https://www.insol.org/_files/Fellowship%202013/Literature/Session%206/Repair%20or%20Recycle.pdf) und „Financing Corporate Rescues, Where Does the UK Stand?“, von Akpareva Aruoriwo (<http://sas-space.sas.ac.uk/5609/1/2080-3020-1-SM.pdf>).

77 Die Aufhebung von ipso facto-Klauseln im Insolvenzplanverfahren wurden während des „Standing Committee Stage“ zum Enterprise Act 2002 erörtert und im Folgenden aufgrund des Eingriffs in die Vertragsfreiheit abgelehnt.

Frankreich

Unternehmensinsolvenzen und Sanierungsverfahren	Aktuelle Rechtsreformen?	Fristen für die Antragsöffnung	Können Gläubiger Umstrukturierungsplan vorschlagen?	Gerichtlich genehmigte Herabsetzung von Gläubigern?	Gerichtlich genehmigte Herabsetzung von Anteilseignern?	Bewertungsmethode zur Bestimmung der Stimmrechte von Gläubigern bei einem gerichtlich gebilligten Umstrukturierungsplan
<p>Vor der Insolvenz</p> <p>i.) Verfahren „mandat ad hoc“ (gerichtlicher Ad-hoc-Bevollmächtigter)</p> <p>ii.) Schlichtungsverfahren</p> <p>iii.) Absicherung</p> <p>iv.) Sauvegarde financière accélérée (SFA) (beschleunigtes Schutzschirmverfahren für Finanzumstrukturierungen)</p> <p>v.) Sauvegarde accélérée (SA) (beschleunigtes Schutzschirmverfahren)</p> <p>Nach der Insolvenz</p> <p>vi.) Schlichtungsverfahren, SFA und SF– jeweils unter der Voraussetzung, dass das Unternehmen vor der Antragsstellung weniger als 45 Tage zahlungsunfähig ist.</p> <p>vii.) Gerichtliche Liquidationsverfahren</p> <p>viii.) Gerichtliche Liquidationsverfahren</p>	<p>Verordnung („ordonnance“) vom 12. März 2014 zur Reform des französischen Insolvenzrechts, Inkrafttreten am 1. Juli 2014, umgesetzt durch die Dekrete vom 30. Juni 2014 und 25. Juli 2014 und geändert durch die Verordnung vom 26. September 2014</p> <p>8. August 2015: Loi Macron</p>	<p>Verpflichtung, entweder ein gerichtliches Sanierungs- oder Liquidationsverfahren innerhalb von 45 Tagen nach dem Datum zu beantragen, an dem das Unternehmen zahlungsunfähig wird (außer wenn die Eröffnung von Schlichtungsverfahren innerhalb dieser 45 Tage beantragt wurde)</p> <p>Vorstandsmitgliedern kann ein Management-Verbot auferlegt werden, wenn sie den Antrag nicht innerhalb der vorgegebenen Frist einreichen. Es entsteht zudem eine zivilrechtliche Haftung – finanzieller Art –, wenn das Fehlen von Unternehmensvermögen auf ihr Fehlverhalten bei der Geschäftsführung zurückzuführen sind.</p>	<p>Schutzschirmverfahren/ SFA/SF/ Gerichtliche Sanierungsverfahren: Ja. Sofern der Gläubigerausschuss gebildet werden muss,⁷⁸ kann jedes Ausschussmitglied einen Entwurfsplan vorlegen oder Änderungen zum Plan des Unternehmens vorschlagen.</p> <p>Gerichtliche Sanierungsverfahren/ Liquidationsverfahren: Ja. Gläubiger können ein Übernahmeangebot unterbreiten.</p>	<p>„mandat ad hoc“/ Schlichtungsverfahren: Nein. Eine Einigung kann nur mit der einstimmigen Zustimmung aller Gläubiger angenommen werden.⁷⁹</p> <p>Schutzschirmverfahren/SFA/SF/ Gerichtliche Sanierungsverfahren: Ja, kann zur Herabsetzung des Gesellschaftsanteils von Gläubigern angewendet werden</p> <p>Der Schutzschirm- oder Sanierungsplan muss eingereicht werden bei: (i) den Finanzinstituten und dem entsprechenden Ausschuss; (ii) dem Ausschuss der wichtigsten Waren- und Dienstleistungsanbieter und (iii), soweit anwendbar, einer einzigen Versammlung der Anleihegläubiger zur Zustimmung.</p> <p>Der Plan muss mit einer Zwei-Drittel-Mehrheit der Ansprüche, die von abstimmenden Gläubigern in jedem Ausschuss gehalten werden, genehmigt werden. Wird der Plan von den Gläubigerausschüssen genehmigt, so wird eine einzige Versammlung der Anleihegläubiger einberufen. Der Plan muss mit einer Zwei-Drittel-Mehrheit der Ansprüche genehmigt werden, die von abstimmenden Anleihegläubigern gehalten werden.</p> <p>Das Gericht stellt sicher, dass die Interessen aller Gläubiger hinreichend geschützt sind.</p>	<p>Im Allgemeinen nein. Ein Plan, der einen Debt-for-Equity-Swap vorsieht, muss durch Beschluss einer Versammlung der Anteilseigner genehmigt werden. Nichtsdestotrotz:</p> <p>Schutzschirmverfahren/SFA/SF/ Gerichtliche Sanierungsverfahren: Mit der Entscheidung, im Rahmen derer der Sanierungsplan genehmigt wird, kann ein gerichtlicher Verwalter bestellt werden, der befugt ist, die Versammlung der Anteilseigner einzuberufen, die über die Herabsetzung der Anteilseigner entscheidet. Das Gericht kann den Beschluss fassen, dass die Abstimmung der Anteilseigner beim ersten Termin mit einfacher Mehrheit erfolgt. Beim zweiten Versammlungstermin ist das geltende Handelsrecht für die Beschlussfähigkeit und Mehrheit bestimmend.</p> <p>Gerichtliche Sanierungsverfahren:</p> <p>(i) Sofern sich der Eigenkapitalwert des Schuldners auf weniger als die Hälfte seines Grundkapitals beläuft, kann ein <i>Ad-hoc-Bevollmächtigter</i> bestellt werden;⁸⁰ und (ii) wenn das Unternehmen weniger als 150 Mitarbeiter beschäftigt (oder Tochtergesellschaften mit insgesamt weniger als 150 Mitarbeitern beherrscht) und die Liquidation des Unternehmens die Wirtschaft/den lokalen Beschäftigungsmarkt beeinträchtigt und eine Neuorganisation des Grundkapitals die einzige mögliche Lösung ist, kann das Gericht einen <i>Ad-hoc-Bevollmächtigten</i> bestellen.⁸¹</p> <p>Gerichtliche Liquidationsverfahren: Entfällt</p>	<p>Entfällt. Es ist zu prüfen, ob sich der Plan auf die bestehende Vertragsvereinbarung zwischen dem Schuldner und dem Gläubiger auswirkt. Mit Ausnahme von Begünstigten von treuhänderisch verwalteten Sicherheiten sind alle Gläubiger (unabhängig der Rangfolge) berechtigt, über den Plan abzustimmen, wenn ihre Ansprüche davon betroffen sind.</p>

78 Gläubigerausschüsse, insbesondere der Gläubigerausschuss der Finanzinstitute und der Ausschuss der Warenkreditgeber, müssen gebildet werden, wenn sich der Umsatz des Schuldners auf über 20 Mio. EUR beläuft oder dieser über 150 Mitarbeiter beschäftigt. Gegebenenfalls wird eine Hauptversammlung von Anleihegläubigern einberufen, um über den von den Ausschüssen genehmigten Planentwurf abzustimmen.

79 Bei der Sanierung des französischen Modehändlers Vivarte konnte die Vivarte-Unternehmensgruppe nicht die Zustimmung von 66,6 % der Gläubiger für eine Stillhaltevereinbarung erlangen, da verschiedene Fonds höhere Gebühren für die Billigung des Antrags einforderten. Das Unternehmen konnte jedoch einen formlosen Aktionsplan umsetzen, der den in Frankreich größten Debt-for-Equity-Swap durch ein „mandat ad hoc“ und letztlich Schlichtungsverfahren zur Implementierung des Aktionsplans umfasste.

80 Der gerichtliche Ad-hoc-Bevollmächtigte kann eine Versammlung der Anteilseigner einberufen und die Stimmrechte von unkooperativen Anteilseignern ausüben, um eine Erhöhung des Grundkapitals zur Zeichnung durch eine Drittpartei zu genehmigen.

81 Der gerichtliche Ad-hoc-Bevollmächtigte kann eine Anteilseignerversammlung einberufen und die Stimmrechte von nicht zustimmenden Anteilseignern ausüben oder den Verkauf aller oder eines Teils der Anteile der nicht zustimmenden Anteilseigner zugunsten von Personen verfügen, die mit der Umsetzung des Plans beauftragt werden.

Stellung der Geschäftsführung (Insolvenz- und Sanierungsverfahren)	Ruhen von Verfahren	Verkauf im Insolvenzplanverfahren möglich?	Anfechtung von Rechtsgeschäften	Prioritätsstatus von Finanzierung/ Finanzierung in Eigenverwaltung nach Antragsstellung	Fähigkeit des Gläubigers, vertragliche Kündigungs- und Rücktrittsrechte im Zuge der Eröffnung von Umstrukturierungs-/ Insolvenzverfahren auszuüben	Künftige Reformen?
<p>„mandat ad hoc“/Schlichtungsverfahren: Die Geschäftsleitung bleibt im Amt, wird jedoch von einem vom Gericht eingesetzten Handlungsbevollmächtigten unterstützt.</p> <p>Schutzschirmverfahren/SFA/SF: Die Geschäftsleitung bleibt im Amt, ihre Befugnisse sind jedoch auf die allgemeine Unternehmensführung begrenzt. Die Geschäftsleitung kann unter Aufsicht des Insolvenzverwalters stehen bzw. von diesem unterstützt werden. Der Oberrichter kann bis zu fünf Creditor Controller bestellen, die die Verfahren beaufsichtigen und diesbezüglich Unterstützung leisten.</p> <p>Gerichtliche Sanierungsverfahren: Bestellung eines Insolvenzverwalters, um die Geschäftsleitung zu unterstützen oder (unter außerordentlichen Umständen) zu ersetzen. Der Oberrichter kann bis zu fünf Creditor Controller bestellen, die die Verfahren beaufsichtigen und diesbezüglich Unterstützung leisten.</p> <p>Sofern die Sanierung des Unternehmens dies verlangt, kann das Gericht den Plan an die Bedingung knüpfen, dass ein oder mehrere Vorstandsmitglieder aus dem Amt enthoben werden.</p> <p>Gerichtliche Liquidationsverfahren: Geschäftsleitung wird durch Insolvenzverwalter ersetzt. Der Oberrichter kann bis zu fünf Creditor Controller bestellen, die die Verfahren beaufsichtigen und diesbezüglich Unterstützung leisten.</p> <p>Zudem werden Arbeitnehmervertreter für die Gesamtverfahren ernannt.</p>	<p>„mandat ad hoc“/ Schlichtungsverfahren: Kein automatisches Ruhen des Verfahrens, die Vorstandsmitglieder können bei Gericht jedoch eine Nachfrist von bis zu zwei Jahren für Verpflichtungen gegenüber Gläubigern beantragen (Stundung/ Umstrukturierung von Zahlungsverpflichtungen)</p> <p>Schutzschirmverfahren/SFA/SF/ Gerichtliche Sanierungs- und Liquidationsverfahren: Automatisches Ruhen von Verbindlichkeiten, die vor der Eröffnung des Insolvenzverfahrens entstanden sind, von einigen Ausnahmen abgesehen. Es wird darauf hingewiesen, dass nicht finanzielle Gläubiger von SFA nicht betroffen sind und ihre Forderungen nicht ruhen.</p>	<p>Die Verordnung („ordonnance“) vom 12. März 2014 legt fest, dass ein gerichtlich bestellter Insolvenzverwalter und der Schuldner vertraulich und im Rahmen der Schlichtungsverfahren einen einvernehmlichen Verkauf aller oder eines Teils der Vermögensgegenstände des Schuldners vorbereiten sollten, welcher im Rahmen eines nachfolgenden Insolvenzverfahrens (z. B. Schutzschirmverfahren, gerichtliche Sanierungs- oder Liquidationsverfahren) ausgeführt würde.⁸²</p>	<p>Verfügbar in gerichtlichen Sanierungs- oder Liquidationsverfahren für verdächtige Rechtsgeschäfte, die bis zu 18 Monate vor der Verfahrenseröffnung abgewickelt wurden</p>	<p>Schlichtungsverfahren: Neuen Mitteln/Waren/Dienstleistungen, die einem Schuldner zur Fortführung seiner Geschäftsaktivität bereitgestellt werden, wird Vorrang vor Forderungen eingeräumt, die vor oder nach der Antragsstellung entstanden sind (außer bestimmte Kosten nach Antragsstellung und Lohnrückstände), sofern dies im Rahmen einer gerichtlich genehmigten Schlichtungsvereinbarung erfolgt. Es wird darauf hingewiesen, dass dieser Vorrang von Neueinlagen nicht für Anteilseigner oder Gesellschafter gilt, die sich an einer Kapitalerhöhung beteiligen. Die Bestimmung gilt auch nicht für „mandat ad hoc“-Verfahren.</p> <p>Schutzschirmverfahren/SFA/SF/ Gerichtliche Sanierungs- und Liquidationsverfahren: Die nach Antragsöffnung aufgenommenen Kredite sind bei Fälligkeit zu tilgen. Andernfalls haben abgesicherte und nicht abgesicherte Forderungen für neue Finanzierungsmittel während der Beobachtungszeit Vorrang über Forderungen vor Antragsöffnung, sofern bestimmte Bedingungen erfüllt sind (nachrangig jedoch gegenüber Kosten, die vor Antragsstellung entstanden sind, Lohnrückstände und neue Gelder, die gemäß einer gerichtlich genehmigten Schlichtungsvereinbarung bereitgestellt werden).</p>	<p>„mandat ad hoc“/ Schlichtungsverfahren: Gemäß der Verordnung („ordonnance“) vom 12. März 2014 sind Vertragsbestimmungen nun unwirksam, (i) die sich belastend auf den Schuldner auswirken oder (ii) ihn mit Gebühren zur „mandat ad hoc“ oder Schlichtungsberatung des Gläubigers über den Festpreis hinaus einzig aus dem Grunde belasten, dass die Schlichtungs- oder „mandat ad hoc“-Verfahren eröffnet wurden.</p> <p>Schutzschirmverfahren/SFA/SF/ Gerichtliche Sanierungs- und Liquidationsverfahren: Vertragsbestimmungen, die die Auflösung eines Vertrags einzig aus dem Grund zur Folge haben, dass Schutzschirmverfahren, SFA, SA oder gerichtliche Sanierungs- oder Liquidationsverfahren eröffnet wurden, sind unwirksam.</p>	

82 Ähnlich wie bei einem „Pre-Pack“ nach britischem Recht wird die Tatsache, dass sich das Unternehmen in finanziellen Schwierigkeiten befindet, vertraulich behandelt, bis dies in einem nachfolgenden Insolvenzverfahren offengelegt wird. Auf diese Weise können Unternehmenswerte erhalten werden.

Deutschland

Unternehmensinsolvenzen und Sanierungsverfahren	Aktuelle Rechtsreformen?	Fristen für die Antragsöffnung	Können Gläubiger Umstrukturierungsplan vorschlagen?	Gerichtlich genehmigte Herabsetzung von Gläubigern?	Gerichtlich genehmigte Herabsetzung von Anteilseignern?	Bewertungsmethode zur Bestimmung der Stimmrechte von Gläubigern bei einem gerichtlich gebilligten Umstrukturierungsplan
<p>Vorverfahren⁸³</p> <p>i.) Schutzschirmverfahren⁸⁴</p> <p>ii.) Vorverfahren Schuldnerin-Eigenverwaltung („DIP-Vorverfahren“)</p> <p>iii.) Ordentliche Insolvenzverfahren („Ordentliche Vorverfahren“)</p> <p>Hauptverfahren</p> <p>iii.) Insolvenzplanverfahren (DIP oder verwaltungsrechtlich) („Insolvenzplan“)</p> <p>v.) Verfahren Schuldnerin-Eigenverwaltung („DIP-Verfahren“)</p> <p>vi.) Ordentliche Insolvenzverfahren (unter Aufsicht eines gerichtlich ernannten Verwalters) („Ordentliche Verfahren“)</p>	<p>Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen, wirksam am 1. März 2012 („ESUG“)</p>	<p>Ohne unangemessene Verzögerung nach dem Eintreten der Illiquidität oder Überschuldung, jedoch mindestens innerhalb von drei Wochen</p>	<p>Gläubiger können auf Beschluss der Gläubigerversammlung den Schuldner in Eigenverwaltung, den Insolvenzschutzbeauftragten bzw. den Verwalter zur Ausarbeitung eines Entwurfs anweisen. Gläubiger können keinen Planentwurf oder diesbezügliche Inhalte vorschlagen, sondern lediglich den Zweck des Plans festlegen</p> <p>Der Gläubigerausschuss berät den Verwalter bei der Planausarbeitung.</p>	<p>Der Insolvenzplan kann zur Herabsetzung von abgesicherten und nicht abgesicherten Gläubigern verwendet werden.</p> <p>Wird der Plan von einer Klasse von Gläubigern abgelehnt, so kann die Ablehnung unter den folgenden Bedingungen außer Betracht gelassen werden:</p> <p>Mehrheit: Einfache Mehrheit der Abstimmungsklassen, jeweils mit über 50 Prozent der (i) abgegebenen Stimmen und (ii) Beträge (gehaltene Anteile).</p> <p>„Best Interest“-Test: Gläubiger der herabgesetzten Klasse sind mit dem Plan nicht schlechter gestellt als ohne.</p> <p>Regel des „absoluten Vorrangs“: Gläubiger der herabgesetzten Klasse partizipieren angemessen an der Wertverteilung, d. h. im Rahmen des Insolvenzplans (i) erhält kein Gläubiger mehr als den Wert seiner Forderung; (ii) erhält kein nachrangiger Gläubiger Werte und (iii) erhält kein <i>im Rang gleichgestellter</i> Gläubiger mehr Werte als die Gläubiger der herabgesetzten Klasse.</p> <p>Im Rahmen eines Insolvenzplans gelten (gesetzliche oder vertragliche) nachrangige Forderungen grundsätzlich als erlassen. Nur in dem Fall, dass ein Plan nachrangige Forderungen miteinschließt und sofern das Insolvenzgericht nachrangige Gläubiger zur Anmeldung ihrer Forderungen auffordert (was nur der Fall ist, wenn die Forderungen aller nicht nachrangigen Gläubiger befriedigt wurden), sind die nachrangigen Gläubiger zur Abstimmung über den Insolvenzplan berechtigt</p>	<p>Der Insolvenzplan kann zur Herabsetzung der nicht zustimmenden Anteilseigner verwendet werden.</p> <p>Wird der Plan von einer Klasse von Anteilseignern abgelehnt, so kann die Ablehnung unter den folgenden Bedingungen außer Betracht gelassen werden:</p> <p>Mehrheit: Einfache Mehrheit der Abstimmungsklassen, jeweils mit über 50 Prozent der (i) abgegebenen Stimmen und (ii) Beträge (gehaltene Anteile).</p> <p>„Best Interest“-Test: Anteilseigner sind mit dem Plan nicht schlechter gestellt als ohne.</p> <p>Regel des „absoluten Vorrangs“: Anteilseigner partizipieren angemessen an der Wertverteilung, d. h. im Rahmen des Insolvenzplans (i) erhält kein Gläubiger mehr als den Wert seiner Forderung; (ii) ist kein <i>im Rang gleichgestellter</i> Anteilseigner durch den Plan besser gestellt als ohne.</p>	<p>Das Gericht vergleicht für den „Best Interest“-Test den Ertrag für die einzelnen Gläubiger in dem Insolvenzplanentwurf mit der Dividende in ordentlichen Insolvenzverfahren (Liquidation oder „going concern“-Verkauf).</p> <p>Zur Prüfung der wirtschaftlichen Angemessenheit, d. h. ob der Insolvenzplan eine wirtschaftlich angemessene Teilnahme der nicht zustimmenden Klasse sicherstellt, bewertet das Gericht, ob (i) kein anderer Gläubiger mehr als den Wert seiner Forderung erhält; (ii) kein <i>im Rang gleichgestellter</i> Gläubiger mehr als ein Gläubiger einer wertgeminderten nicht zustimmenden Klasse erhält und (iii) kein nachrangiger Gläubiger Werte im Rahmen des Plans erhält (Regel „absoluter Vorrang“). Hierbei ist insbesondere der Unternehmenswert von Relevanz, sofern der Insolvenzplan eine Teilnahme der Gläubiger des Unternehmens vorsieht, z. B. durch verschiedene Instrumente.</p> <p>Die Rechtsmittel von Gläubigern sind den vorstehenden Prüfungen zufolge verfahrenstechnisch eingeschränkt, um die Bestätigung eines Insolvenzplans nicht zu verzögern und stattdessen eine Entschädigung eines Gläubigers zu erreichen, sofern dessen Rechte verletzt wurden.</p>

83 Vorinsolvenzverfahren sind nach deutschem Recht nicht anwendbar. Aufgrund fehlender Regelungen zu Vorinsolvenzverfahren und der kurzen Fristen zur Antragsstellung durch die Geschäftsleitung kann es für deutsche Unternehmen schwierig sein, eine Rettungsaktion oder einen Verkauf anzubahnen, ohne dass die drohende Insolvenz allgemein bekannt wird. Die Folge kann eine erhebliche Minderung des Unternehmenswerts sein.

84 Das Schutzschirmverfahren ist eine neue Verfahrensart, im Rahmen derer dem noch nicht zahlungsunfähigen Schuldner eine Frist von drei Monaten eingeräumt wird, um einen Sanierungsplan als Schuldner in Eigenverwaltung unter Aufsicht eines gerichtlich bestellten Insolvenzschutzbeauftragten zu entwickeln, der von dem Schuldner vorgeschlagen werden kann.

Stellung der Geschäftsführung (Insolvenz- und Sanierungsverfahren)	Ruhens von Verfahren	Verkauf im Insolvenzplanverfahren möglich?	Anfechtung von Rechtsgeschäften	Prioritätsstatus von Finanzierung/ Finanzierung in Eigenverwaltung nach Antragsstellung	Fähigkeit des Gläubigers, vertragliche Kündigungs- und Rücktrittsrechte im Zuge der Eröffnung von Umstrukturierungs-/ Insolvenzverfahren auszuüben	Künftige Reformen?
<p>Vorverfahren</p> <p>Schutzschirm-/Vorverfahren in Eigenverwaltung: Die Geschäftsleitung bleibt im Amt, steht jedoch unter der Aufsicht eines vom Gericht eingesetzten Insolvenz Sachverständigen (auf Vorschlag des Schuldners-/vorläufigen Gläubigerausschusses)</p> <p>Ordentliche Vorverfahren: Geschäftsleitung bleibt generell im Amt, sämtliche Entscheidungen sind jedoch von einem vom Gericht eingesetzten Insolvenz Sachverständigen zu genehmigen (auf Vorschlag des vorläufigen Gläubigerausschusses)</p> <p>Hauptverfahren</p> <p>Insolvenzplanverfahren: Richtet sich danach, ob das Verfahren vom Schuldner in Eigenverwaltung oder vom Verwalter angestrengt wurde (vgl. unten)</p> <p>DIP-Verfahren: Geschäftsleitung bleibt im Amt, steht jedoch unter der Aufsicht eines vom Gericht eingesetzten Insolvenz Sachverständigen</p> <p>Sobald die Hauptverfahren als Verfahren in Eigenverwaltung eröffnet sind, haben der Aufsichtsrat, die Aktionärsversammlung oder vergleichbare Organe keinerlei Einfluss mehr auf die Führung des Schuldnerunternehmens. Die Abberufung der Vorstandsmitglieder und die Berufung neuer Mitglieder in die Geschäftsleitung sind nur wirksam, wenn der gerichtlich bestellte Insolvenz Sachverständige diesbezüglich seine Zustimmung gibt. Die Zustimmung muss erfolgen, wenn die Gläubiger durch die Maßnahme nicht schlechter gestellt werden. Demzufolge werden solche Zustimmungen in der Praxis generell nicht erteilt. Dies gilt auch bereits entsprechend in den Schutzschirm- bzw. Vorverfahren in Eigenverwaltung.</p> <p>Ordentliche Insolvenzverfahren: Dem gerichtlich bestellten Verwalter werden die Geschäftsführungskompetenzen übertragen</p>	<p>Vorverfahren: Kein automatisches Ruhens des Verfahrens, ein Ruhens wird jedoch normalerweise gerichtlich verfügt. Gerichte können ein Ruhens für die Durchsetzung von Aussonderungsrechten verfügen.</p> <p>Hauptverfahren: Automatische Aussetzung nach Eröffnung des Hauptverfahrens</p>	<p>Verkauf im Insolvenzplanverfahren nicht verfügbar⁸⁵</p> <p>Vergleichbare Ergebnisse können durch eine sorgfältige Planung erzielt werden, was jedoch von der Zusammenarbeit mit dem zuständigen Gericht abhängt.</p> <p>Ein Schuldner kann einen Insolvenzplan einbringen. Die Umsetzung erfolgt bestmöglich durch einen Antrag auf ein Schutzschirmverfahren. Geplante Veräußerungen erfolgen in der Regel nur vor der Eröffnung der Insolvenzverfahren aus der Insolvenzmasse des Schuldners und zwar nur in dem Fall, dass der Insolvenzverwalter (oder der Schuldner in Eigenverwaltung) diesem zustimmt.</p>	<p>Der Insolvenzverwalter/ Insolvenz Sachverständige kann bestimmte vor Antragsstellung erfolgte Rechtsgeschäften anfechten, sofern die Transaktion für die Gläubiger von Nachteil ist. Die Rückwirkungsfrist beträgt normalerweise bis zu drei Monate vor dem Insolvenzantrag.</p> <p>Insbesondere Anfechtungsmaßnahmen, die für Rückzahlungen eines Kredits an einen Anteilseigner innerhalb eines Jahres vor der Eröffnung der Hauptverfahren verfügbar sind</p> <p>In Fällen von <i>Vorsatzanfechtung</i>, d. h. Fälle, in denen der Schuldner Zahlungen mit dem Vorsatz tätigte, alle seine Gläubiger schlechter zu stellen, und die andere Partei nun dem Vorsatz des Schuldners Kenntnis erlangte, beträgt die Rückwirkungsfrist zehn Jahre vor dem Antrag auf Eröffnung des Insolvenzverfahrens.</p> <p>Im Fall von <i>Schenkungsanfechtung</i> beläuft sich die Rückwirkungsfrist auf vier Jahre.</p>	<p>Keine erstrangig besicherten Darlehen nach Antragsstellung/ DIP-Finanzierung verfügbar</p> <p>Der Verwalter bzw. Schuldner in Eigenverwaltung kann jedoch neue Kredite aufnehmen, die als Insolvenzforderungen rangieren, und/ oder auf unbelastete Vermögenswerte, die als Sicherheit dienen (in vorläufigen Verfahren unterliegt dies der vorherigen gerichtlichen Genehmigung).</p>	<p>Vertragliche Kündigungs- oder Rücktrittsrechte grundsätzlich nach Eröffnung von Hauptverfahren ausübbar</p> <p>Ipsa facto-Klauseln können indessen unwirksam sein, wenn sie durch einen Antrag auf (oder eine Eröffnung von) Insolvenzverfahren bedingt sind. Kündigungs- oder Rücktrittsklauseln, die auf anderen Umständen als einer Insolvenz gründen, sind indessen weiterhin wirksam.</p> <p>Pachtverträge, die der Schuldner als Pächter abgeschlossen hat, können nicht vom Verpächter aufgrund eines Mietausfalls vor Antrag auf Eröffnung von Insolvenzverfahren oder des Vermögensverfalls des Schuldners gekündigt werden.</p>	<p>Das Bundesjustizministerium führte im Januar 2013 eine Anhörung zu Gruppeninsolvenzen durch. Der entsprechende Gesetzesentwurf vom 30. Januar 2014 wird derzeit im deutschen Bundestag erörtert.</p> <p>Zur Debatte steht zudem ein Reformvorhaben über deutsche Bestimmungen für die Anfechtung von Rechtsgeschäften, das die Anfechtung von Rechtsgeschäften einschränken würde.</p>

85 Da ein Insolvenzplanverfahren nach deutschem Recht nicht vorgesehen ist, nutzen einige deutsche Unternehmen das im Vereinigten Königreich geltende Insolvenzplanverfahren. Ein Beispiel dafür ist Re Christophorus 3 Limited [2014]. Der deutsche Automobilkonzern ATU nahm eine Sanierung im Rahmen eines britischen Konkurs- und Insolvenzverfahren vor. Obwohl die Unternehmensgruppe nur sehr begrenzt Verbindungen zum Vereinigten Königreich aufwies, gründete sie eine englische Firma, um die Vermögensgegenstände der Gruppen zu erwerben, einen britischen Konkursbeschluss zu erhalten und ihre Aktiva an eine neue Konzernstruktur zu verkaufen.

Unternehmensinsolvenzen und Sanierungsverfahren	Aktuelle Rechtsreformen?	Fristen für die Antragsöffnung	Können Gläubiger Umstrukturierungsplan vorschlagen?	Gerichtlich genehmigte Herabsetzung von Gläubigern?	Gerichtlich genehmigte Herabsetzung von Anteilseignern?	Bewertungsmethode zur Bestimmung der Stimmrechte von Gläubigern bei einem gerichtlich gebilligten Umstrukturierungsplan
<p>Vor der Insolvenz</p> <p>i.) Vorläufige Antragsstellung für <i>concordato</i> (<i>concordato con riserva</i>)</p> <p>ii.) Gläubigervergleich unter gerichtlicher Aufsicht (<i>concordato preventivo</i>)</p> <p>iii.) Umschuldungsvereinbarung (<i>accordi di ristrutturazione dei debiti</i>)</p> <p>iii.) Außergerichtliche bestätigte Rettungspläne (<i>piani di risanamento attestati</i>)</p> <p>Nach der Insolvenz</p> <p>v.) Sonderinsolvenzverfahren (<i>Prodis Proceedings</i>)⁸⁶</p> <p>vi.) Sonderinsolvenzverfahren für insolvente Großunternehmen⁸⁷ (<i>Marzano Proceedings</i>)</p> <p>vii.) Konkursverfahren (<i>fallimento</i>)⁸⁸</p> <p>viii.) Gläubigervergleich nach Konkurs</p>	<p>Seit 2003 wurden mehrere Reformen durchgeführt. Zu den zuletzt umgesetzten Reformen gehören folgende:</p> <p>Gesetzesdekret Nr. 83 vom 22. Juni 2012</p> <p>Gesetzesdekret Nr. 69 vom 21. Juni 2013</p> <p>Gesetzesdekret Nr. 145 vom 23. Dezember 2013</p> <p>Gesetzesdekret Nr. 144 vom 24. Juni 2014</p> <p>Gesetzesdekret Nr. 83/2015 vom 27. Juni 2015</p>	<p>Keine festgelegte Frist, aber Risiko der Geschäftsführerhaftung bei verspäteter Antragsstellung</p>	<p>Vergleich mit Gläubigern: Ja. Enthält der Vergleichsplan ein Kaufangebot Dritter für einen Teil oder alle Vermögensgegenstände des Schuldners, so wird ein konkurrierendes Verfahren eingeleitet („<i>Concordato Preventivo</i>“).</p> <p>Wenn ein Insolvenzplan zudem nicht zur Zahlung von (i) mindestens 30 Prozent der gesamten nicht abgesicherten Verpflichtungen im Fall von Vergleichsplänen auf „going concern“-Basis oder (ii) sofern nicht auf „going concern“-Basis, mindestens 40 Prozent von nicht abgesicherten Gläubigerforderungen führt, können einer oder mehrere Gläubiger, die mindestens 10 Prozent der Gläubiger darstellen, einen konkurrierenden Vorschlag und Vergleichsplan vorlegen.</p> <p>Umschuldungsvereinbarung: Nein, nur der Schuldner kann eine Umschuldungsvereinbarung vorschlagen</p> <p>Zertifizierter Rettungsplan: Plan wird vom Schuldner erstellt</p> <p>Sonderinsolvenzverfahren: Sonderinsolvenzverfahren können von einem Gläubiger angestrengt werden (bei Sonderinsolvenzverfahren für Großunternehmen ist dies dagegen nicht möglich).</p> <p>Gläubigervergleich nach Konkurs: Sobald das Unternehmen für insolvent erklärt und die relevanten Verfahren eröffnet wurden, können Gläubiger oder Dritte einen Vergleichsvorschlag bei Gericht einreichen, um das Insolvenzverfahren durch eine mit den Gläubigern abgestimmte Sanierung abzuschließen.</p>	<p>Vergleich mit Gläubigern: Kann angewendet werden, um die Anteile von abgesicherten und nicht abgesicherten Gläubigern herabzusetzen (erfordert die Zustimmung von über 50 Prozent der Gläubiger (nach Nennwert ihrer Forderungen) und Mehrheit der Gläubigerklassen).</p> <p>Stimmberechtigt sind nur die Gläubiger, die von dem Vergleichsplan betroffen sind.</p> <p>Ein vom Gericht bestellter Sachverständiger bewertet die Tragfähigkeit (aber nicht die Fairness) des <i>Vergleichsplans für Gläubiger oder Gläubigerklassen</i>.</p> <p>Umschuldungsvereinbarung: Wenn über 50 Prozent der Schuldtitel eines Schuldners von Banken oder anderen Finanzgläubigern gehalten werden, kann der Schuldner gegebenenfalls nicht zustimmenden oder desinteressierten Gläubigern die Umschuldungsvereinbarung auferlegen. Diesbezüglich gelten verschiedene Bedingungen wie unter anderem: (i) Die finanziellen Gläubiger, die der Umschuldungsvereinbarung zugestimmt haben, stellen mindestens 75 Prozent der Verpflichtungen in dieser Klasse dar. (ii) Die Rechtslage und die wirtschaftlichen Interessen der finanziellen Gläubiger, die sich mit der Umschuldungsvereinbarung einverstanden erklärt haben, entspricht denen der nicht zustimmenden Gläubiger (<i>d. h.</i> alle finanziellen Gläubiger gehören derselben Klasse an). (iii) Der Plan ist die „beste Alternative“ für nicht zustimmende Gläubiger und gründet auf Bedingungen, die zumindest denen einer anderen realistisch umsetzbaren Alternative gleichwertig sind. (iv) Das Gericht bestätigt den Plan. (v) Die Rechte nicht finanzieller Gläubiger werden nicht beeinträchtigt.</p> <p>Zertifizierter Rettungsplan: Nein. Es handelt sich hierbei um ein außergerichtliches Verfahren.</p> <p>Außerordentliches Insolvenzplanverfahren: Nein, außer durch Gläubigervergleich</p>	<p>Vergleich mit Gläubigern: Führt der Schuldner den genehmigten Vergleichsvorschlag nicht aus, so kann das Gericht einen Insolvenzverwalter bestellen, dem die Befugnis zur Umsetzung des Vorschlags übertragen wird. Umfasst der Vergleichsvorschlag eine Erhöhung des Grundkapitals des Schuldners, die der Zustimmung der Anteilseigner bedarf, kann der Insolvenzverwalter vom Gericht befähigt werden, eine Anteilseignerversammlung einzuberufen und die Stimmrechte von nicht zustimmenden Anteilseignern in der Versammlung auszuüben, um das Grundkapital des Schuldners zu erhöhen.</p>	<p>Entfällt</p>

86 Das Verfahren der Sonderinsolvenz kann nach italienischem Recht von Großunternehmen in Anspruch genommen werden, die mindestens 200 Mitarbeiter im vorhergehenden Jahr beschäftigt haben (einschließlich Mitarbeiter, denen eine Entlassungsabfindung gewährt wurde). Die Gesamtverbindlichkeiten des Unternehmens müssen sich mindestens auf zwei Drittel der Vermögenswerte in der Bilanz und der Gewinne aus Handel und Dienstleistungen im vergangenen Geschäftsjahr belaufen. Ist ein Unternehmen, das sich in einer Sonderinsolvenz befindet, Teil einer Unternehmensgruppe, erstreckt sich das Verfahren auf die anderen insolventen Unternehmen der Gruppe.

87 Die Sonderinsolvenz für Großunternehmen ist nach italienischem Insolvenzrecht nur insolventen Unternehmen vorbehalten, die mindestens 500 Mitarbeiter im Vorjahr beschäftigt haben und deren Gesamtverbindlichkeiten sich auf 300 Mio. EUR belaufen. Sofern das Unternehmen, das Gegenstand des Verfahrens ist, einer Unternehmensgruppe angehört, kann der außerordentliche Kommissar das Ministerium für wirtschaftliche Entwicklung ersuchen, andere insolvente Unternehmen der Gruppe zum Verfahren zuzulassen, indem der Insolvenzantrag dem zuständigen Gericht vorgelegt wird.

88 Die Verfahren im Anschluss an einen Konkurs sind Insolvenz, Gläubigervergleich und Liquidation (für Unternehmen von öffentlichem Interesse, die nicht in Konkurs gehen dürfen).

Stellung der Geschäftsführung (Insolvenz- und Sanierungsverfahren)	Ruhen von Verfahren	Verkauf im Insolvenzplanverfahren möglich?	Anfechtung von Rechtsgeschäften	Prioritätsstatus von Finanzierung/ Finanzierung in Eigenverwaltung nach Antragsstellung	Fähigkeit des Gläubigers, vertragliche Kündigungs- und Rücktrittsrechte im Zuge der Eröffnung von Umstrukturierungs-/ Insolvenzverfahren auszuüben	Künftige Reformen?
<p>Vergleich mit Gläubigern: Die Geschäftsleitung bleibt im Amt, untersteht jedoch der Aufsicht des Justizkommissars. Außerordentliche Rechtsgeschäfte erfordern die gerichtliche Genehmigung.</p> <p>Umschuldungsvereinbarung: Geschäftsleitung bleibt im Amt</p> <p>Zertifizierter Rettungsplan: Geschäftsleitung bleibt im Amt, da es sich hierbei um ein außergerichtliches Sanierungsverfahren handelt.</p> <p>Außerordentliches Insolvenzplanverfahren: Die Befugnisse der Vorstandsmitglieder sind ausgesetzt und werden einem oder drei außerordentlichen Kommissaren zugewiesen, die vom Ministerium für wirtschaftliche Entwicklung oder dem Gericht bestellt werden.</p> <p>Konkurs: Übertragung der Kontrolle des Unternehmens auf den Insolvenzverwalter. Zustimmung des Gläubigerausschusses erforderlich für außerordentliche Rechtsgeschäfte</p>	<p>Vorläufige Antragsstellung für Concordato: Automatisches Ruhen des Verfahrens ab dem Tag der Antragsstellung für einen Zeitraum von 180 Tagen (je nach Gerichtsbeschluss), sofern der Schuldner eine Umschuldungsvereinbarung oder einen Gläubigervergleich beantragen muss. Zwangshypotheken auf das Vermögen des Schuldners, die 90 Tage vor Antragsstellung gewährt wurden, sind unwirksam.</p> <p>Vergleich mit Gläubigern: Automatische Aussetzung des Verfahrens ab dem Datum der Antragsstellung und für die gesamte Dauer des Verfahrens (bis höchstens neun Monate). Zwangshypotheken auf das Vermögen des Schuldners, die 90 Tage vor Antragsstellung gewährt wurden, sind unwirksam.</p> <p>Umschuldungsvereinbarung: Automatisches Ruhen der Maßnahmen von Gläubigern 60 Tage ab dem Datum, an dem die Umschuldungsvereinbarung im Handelsregister veröffentlicht wird. Zusätzlich zur Aussetzung für 60 Tage nach Veröffentlichung der Vereinbarung kann mit Zustimmung des Gerichts eine Aussetzung des Verfahrens 60 Tage vor Abschluss der Vereinbarung verfügt werden (folglich über eine Gesamtdauer von 120 Tagen).</p> <p>Zertifizierter Rettungsplan: Kein formelles Moratorium, ein Schuldenmoratorium wird indessen einvernehmlich mit Gläubigern vereinbart</p> <p>Außerordentliches Insolvenzplanverfahren: Automatisches Ruhen von Maßnahmen der Gläubigern und der Durchsetzung von Sicherungsrechten</p> <p>Konkurs: Automatisches Ruhen von Maßnahmen der Gläubigern und der Durchsetzung von Sicherungsrechten</p>	<p>Umschuldungsvereinbarungen und Gläubigervergleich unter Aufsicht des Gerichts (und unabhängig davon, ob diesem eine vorläufige Antragsstellung <i>Concordato</i> vorausgeht) sind geeignete Instrumente für Insolvenzplanverfahren und zuvor vereinbarte Sanierungspläne.</p>	<p>Konkurs: Ein Insolvenzverwalter kann innerhalb festgelegter Karenzperioden und Fristen bestimmte Rechtsgeschäfte anfechten, die vor Antragsstellung getätigt wurden.</p> <p>Zahlungen und Garantien, die vom Schuldner im Rahmen eines Gläubigervergleichs, einer Umschuldungsvereinbarung oder eines zertifizierten Rettungsplans getätigt bzw. gewährt wurden, können nicht zurückgefordert werden</p> <p>In Vorinsolvenzverfahren kann das Gericht Anordnungen erlassen, um Rechtsgeschäfte gegen Risiken der Rückforderung abzusichern</p> <p>Sonderinsolvenzverfahren für Großunternehmen: Die Befugnisse des Kommissars entsprechen denen eines Insolvenzverwalters in Konkursverfahren.</p> <p>Außerordentliche Verwaltungsverfahren: Der Kommissar kann Rückforderungen nur zu Rechtsgeschäften stellen, die als Teil eines vom Ministerium genehmigten Liquidationsprogramms bestätigt werden. Liegt indessen ein Sanierungsplan vor, ist diese Bestimmung hinfällig.</p> <p>Der Insolvenzverwalter/Insolvenzsachverständige kann bestimmte vor Antragsstellung erfolgte Rechtsgeschäfte anfechten, sofern sich das Rechtsgeschäft für die Gläubiger als finanziell von Nachteil erweist.</p> <p>Dies betrifft insbesondere Anfechtungsklagen, die in dem Jahr vor Eröffnung der Hauptverfahren auf Rückzahlungen eines Gesellschafterdarlehens anwendbar sind.</p>	<p>Ein Schuldner kann sich im Rahmen einer Concordato Preventivo oder Umschuldungsvereinbarung um die gerichtliche Genehmigung für die Gewährung einer Zwischenfinanzierung bemühen, sofern solchen Finanzierungsvereinbarungen Vorrang eingeräumt werden kann. Voraussetzung dafür ist, dass ein vom Schuldner bestellter Sachverständiger bestätigt, dass das Kreditgeschäft im besten Interesse der Gläubiger ist.</p> <p>Des Weiteren kann ein Schuldner in einer Concordato Preventivo oder Umschuldungsvereinbarung eine gerichtliche Genehmigung ersuchen, um entweder eine Zwischenfinanzierung zu erhalten oder um fortgesetzt bestehende Kreditlinien für Handelsforderungen zu nutzen, sofern für solche Finanzierungsvereinbarungen Prioritätsstatus gewährt werden kann.</p> <p>Das Gericht kann diese Finanzierungsvereinbarungen ohne vorherige Bestätigung durch Sachverständige genehmigen, sofern die Hauptgläubiger des Schuldners angehört wurden und sofern der Schuldner bestätigt: (i) dass die Finanzierung zur Erfüllung dringender Geschäftsanforderungen erforderlich ist; (ii) den vorgegebenen Zweck der Finanzierung und dass ihm keine alternative Finanzierung gewährt wurde und (iii) dass dem Unternehmen irreparable und unmittelbare Schäden drohen, wenn die Finanzierung nicht bereitgestellt wird.</p>	<p>Vor der Insolvenz:</p> <p>Vertragsklauseln, denen zufolge ein Konkurs einen Grund für die Vertragsauflösung darstellt, sind nur im Fall eines Gläubigervergleichs wirksam, der die Fortführung des Unternehmens als „going concern“ vorsieht.</p> <p>Keinerlei Beschränkungen, um vergleichbare Klauseln in einer Umschuldungsvereinbarung und einem gerichtlich zertifizierten Rettungsplan durchzusetzen</p> <p>Nach der Insolvenz</p> <p>Vertragsklauseln, denen zufolge ein Konkurs einen Grund für eine Vertragsauflösung darstellt, sind unwirksam.</p>	

Spanien

Unternehmensinsolvenzen und Sanierungsverfahren	Aktuelle Rechtsreformen?	Fristen für die Antragsöffnung	Können Gläubiger Umstrukturierungsplan vorschlagen?	Gerichtlich genehmigte Herabsetzung von Gläubigern?	Gerichtlich genehmigte Herabsetzung von Anteilseignern?	Bewertungsmethode zur Bestimmung der Stimmrechte von Gläubigern bei einem gerichtlich gebilligten Umstrukturierungsplan
<p>Vor der Insolvenz</p> <p>i.) Außergerichtliche Zahlungsvereinbarung⁸⁹</p> <p>ii.) Geschützte Refinanzierungsvereinbarungen⁹⁰</p> <p>iii.) Spanischer Vergleichsvorschlag für finanzielle Forderungen (<i>homologación judicial</i>). Auch gegen Rückforderungen geschützt</p> <p>Nach der Insolvenz</p> <p>iv.) Insolvenzverfahren (<i>concurso</i>). Ziel der Verfahren ist entweder die Neuorganisation (durch einen Gläubigervergleich, gestützt auf einen Rentabilitätsplan) oder die Liquidation (wobei ein Verkauf des Unternehmens, das als „going concern“ fortgeführt wird, möglich ist)</p>	<p>Gesetz 9/2015 vom 25. Mai 2015 (Inkrafttreten am 27. Mai 2015). Das Gesetz bestätigt formell den Königlichen Erlass 11/2014 zur Klärung bestimmter Aspekte der Reformen von 2014.</p> <p>Königlicher Erlass 11/2014⁹¹ (rechtswirksam am 7. September 2014). Der Königliche Erlass sieht in Insolvenzverfahren eine Ausweitung und Anwendbarkeit der Grundsätze von Refinanzierungsvereinbarungen auf freiwillige Gläubigervergleiche vor. Zudem werden neue Bestimmungen zur Übertragung von Unternehmenseinheiten innerhalb <i>concurso</i> eingeführt.</p> <p>Gesetz 17/2014 (Inkrafttreten am 2. Oktober 2014). Das Gesetz erweitert das Insolvenzrecht um Inhalte der jüngsten Königlichen Erlasse und diesbezügliche geringfügige Änderungen.</p>	<p>Pflicht zur Antragsstellung innerhalb von zwei Monaten ab dem Zeitpunkt, an dem das Unternehmen Kenntnis von seiner Insolvenz erlangt oder erlangen sollte (nur Cashflow – Spanien kennt nicht die bilanzielle Insolvenz)</p> <p>Ein insolventes Unternehmen kann bei Gericht eine Fristverlängerung von drei Monaten beantragen, um einen Vergleich oder eine Refinanzierung auszuhandeln, zuzüglich eines weiteren Monats zur Stellung eines Insolvenzantrags.</p> <p>Im Fall von drohender Insolvenz ist ein Insolvenzantrag nicht erforderlich. Dem Schuldner steht es jedoch frei, einen solchen Antrag zu stellen.</p>	<p>Gläubiger können in der Verhandlung über eine Refinanzierungsvereinbarung einen Sanierungsplan vorschlagen.</p> <p>Ein finanzieller Gläubiger, der einen spanischen Vergleichsvorschlag unterstützt, kann dessen Genehmigung beantragen.</p> <p>Im Rahmen von <i>concurso</i> können Gläubiger, die über 20 Prozent der Gesamtforderungen halten, einen Vorschlag für einen Umstrukturierungsplan unterbreiten.</p>	<p>Geschützte Refinanzierungsvereinbarungen: Die Vereinbarung verlangt die Zustimmung der betroffenen Gläubiger, die mindestens 60 Prozent der Verbindlichkeiten darstellen⁸⁹. Eine gerichtliche Genehmigung ist nicht erforderlich.</p> <p>Ein spanischer Vergleichsvorschlag für Finanzforderungen, der die Zustimmung von Gläubigern erfordert, die mindestens 51 Prozent der finanziellen Verbindlichkeiten darstellen, kann eingesetzt werden, um abgesicherte und nicht abgesicherte Gläubiger herabzusetzen. Die für die Genehmigung erforderliche Mehrheit richtet sich danach, ob der Vorschlag abgesicherte oder nicht abgesicherte Gläubiger betrifft, und nach den Bedingungen des Vergleichs⁹³. Für eine wirksame Herabsetzung ist eine gerichtliche Genehmigung einzuholen.</p> <p>Nach der gerichtlichen Genehmigung des spanischen Vergleichsvorschlags können Gläubiger den Vorschlag auf der Grundlage von „unverhältnismäßig hohem Nachteil“ anfechten⁹⁴.</p> <p>Gläubigervergleich in Insolvenzverfahren: Die Regel „absoluter Vorrang“ kommt nicht zur Anwendung. a) Für nicht belastende Maßnahmen (wie Abschreibungen bis zu 50 Prozent oder Stundungen bis zu fünf Jahren) ist das Einverständnis von Gläubigern erforderlich, die mindestens 50 Prozent der nicht bevorrechtigten Verbindlichkeiten darstellen. b) Für weniger aggressive Vorschläge (volle Bezahlung innerhalb von drei Jahren oder sofortige Bezahlung mit einer Abschreibung von weniger als 20 Prozent) ist das Einverständnis eines überwiegenden Teils der Gläubiger gegenüber denjenigen, die gegen den Vorschlag stimmen, ausreichend. c) Für belastende Maßnahmen (höhere Sicherheitsabschläge, Umwandlung in Eigenkapital usw.) muss das Einverständnis von mindestens 65 Prozent der nicht bevorrechtigten Gläubiger eingeholt werden.</p> <p>Eine Herabsetzung von bevorrechtigten Gläubigern und abgesicherten Gläubigern kann in Erwägung gezogen werden, sofern sich eine qualifizierte Mehrheit dafür ausspricht.</p> <p>Die Herabsetzung von Gläubigern ist jedoch nur wirksam, wenn der Gläubigervergleich gerichtlich genehmigt wurde</p>	<p>Vor der Insolvenz: Nein. Ein Plan, der einen Debt-for-Equity-Swap vorsieht, muss durch Beschluss einer Aktionärsversammlung genehmigt werden. Wird eine Kapitalisierung von Anteilseignern oder Vorstandsmitgliedern jedoch unbegründet abgelehnt, so kann dies in den nachfolgenden Insolvenzverfahren zu Haftungsansprüchen führen.⁹⁵</p> <p>Insolvenzverfahren: Ein gerichtlich genehmigter Gläubigervergleich gilt für Anteilseigner, sofern deren Zustimmung zu Debt-for-Equity-Swaps erforderlich ist.</p> <p>Der Schuldner kann einen vorgeschlagenen Insolvenzplan ablehnen (selbst wenn dieser von Gläubigern angenommen wurde). Sofern der Schuldner eine Liquidation vorzieht und diese beschließt, können Vorschläge nicht vom Gericht genehmigt werden.</p>	<p>Entfällt. Nachrangige Gläubiger sind berechtigt, über eine Refinanzierungsvereinbarung abzustimmen, selbst wenn sie „aus dem Geld“ sind.⁹⁶</p>

89 Eine außergerichtliche Zahlungsvereinbarung kann nach spanischem Insolvenzrecht angestrebt werden durch (i) einen Unternehmer (ein Einzelschuldner), der sich kurz vor oder in technischer Insolvenz befindet mit Verbindlichkeiten unter 5 Mio. EUR; und (ii) eine juristische Person, die sich in technischer Insolvenz befindet mit weniger als 50 Gläubigern oder Vermögenswerten oder Verbindlichkeiten unter 5 Mio. EUR, vorausgesetzt, die Kosten der Vereinbarung können finanziert werden und die erwarteten Vermögenswerte und Erlöse sind für eine tragfähige Vereinbarung ausreichend. Es wird in diesem Fall ein Schlichter bestellt, und die Gläubiger, die mindestens 60 Prozent der von der Vereinbarung betroffenen Verbindlichkeiten halten, müssen dem Zahlungsplan zustimmen. Sofern keine Vereinbarung erzielt wird oder die vertraglichen Vereinbarungen verletzt werden, wird ein konsekutives Insolvenzverfahren eröffnet, um die Vermögensgegenstände direkt zu realisieren. Eine außergerichtliche Zahlungsvereinbarung kommt daher äußerst selten zur Anwendung.

90 Das spanische Recht sieht zwei Arten von Refinanzierungsvereinbarungen vor, die gegen das Rückforderungsrisiko abgesichert sind: (i) eine kollektive Zahlungsvereinbarung, d. h. eine Vereinbarung, die von Gläubigern mit mindestens 60 Prozent der bestehenden Verbindlichkeiten infolge eines Rentabilitätsplans eingegangen wird; und (ii) eine individuelle Refinanzierungsvereinbarung („sicherer Hafen“), die von den Gläubigern nicht mehrheitlich unterstützt wird, die jedoch, sofern bestimmte Kriterien erfüllt sind (die belegen, dass die Refinanzierungsvereinbarung eindeutig die finanzielle Lage des Schuldners verbessert) gegen Rückforderungsrisiken abgesichert ist.

91 Ein zentrales Element im Königlichen Erlass 11/14 war die Einführung eines neuen Paragraphen 3 in Artikel 90 des spanischen Gesetzes 22/2003 (das spanische Insolvenzgesetz), der vorsieht, dass abgesicherte Forderungen nur für den Teil der abgesicherten Forderung über besondere Vorzugsrechte verfügen, welcher den Wert des Sicherungsrechts nicht übersteigt. Der Wert des Sicherungsrechts entspricht für diese Zwecke 90 Prozent des „beizulegenden Zeitwerts“, abzüglich etwaiger bevorrechtigter Forderungen zu demselben Vermögenswert. Es werden Bewertungskriterien zur Bestimmung des „beizulegenden Zeitwerts“ des abgesicherten Vermögenswerts je nach Art des Vermögensgegenstandes festgelegt.

92 Stimmen die Kreditgeber der Refinanzierungsvereinbarung zu, die mindestens 75 Prozent der ausstehenden Forderungen darstellen (oder einen prozentual geringeren Anteil, soweit in der Fazilitätsvereinbarung bestimmt), wird in Verbindung mit syndizierten Fazilitäten angenommen, dass 100 Prozent der Kreditgeber der Vereinbarung zugestimmt haben (zur Berechnung der 60 Prozent an ausstehenden Verbindlichkeiten).

Stellung der Geschäftsführung (Insolvenz- und Sanierungsverfahren)	Ruhens von Verfahren	Verkauf im Insolvenzplanverfahren möglich?	Anfechtung von Rechtsgeschäften	Prioritätsstatus von Finanzierung/ Finanzierung in Eigenverwaltung nach Antragsstellung	Fähigkeit des Gläubigers, vertragliche Kündigungs- und Rücktrittsrechte im Zuge der Eröffnung von Umstrukturierungs-/ Insolvenzverfahren auszuüben	Künftige Reformen?
<p>Vor der Insolvenz: Geschäftsleitung bleibt im Amt</p> <p>Insolvenzverfahren: Allgemeine Regel: Geschäftsleitung bleibt im Amt, steht jedoch unter Aufsicht eines vom Gericht eingesetzten Insolvenzverwalters</p> <p>Die Geschäftsleitung wird durch den Insolvenzverwalter im Fall eines vom Gläubiger beantragten Insolvenzverfahrens ersetzt, sofern das Gericht dies für angebracht hält oder zum Zeitpunkt des Eintritts in die Liquidationsphase.</p>	<p>Vor der Insolvenz: Sobald dem Gericht die Aufnahme der Verhandlungen in einem Vorinsolvenzverfahren mitgeteilt wird, ruhen Durchsetzungsmaßnahmen für bestimmte Vermögenswerte des Schuldners über einen Zeitraum von höchstens vier Monaten. Das Ruhen der Maßnahmen gilt nicht für öffentliche Forderungen.</p> <p>Spanischer Vergleich: Wurde eine Vereinbarung erzielt und bei Gericht zur Genehmigung eingereicht, veranlasst das Gericht das Ruhen einzelner Durchsetzungsverfahren, bis die Genehmigung erteilt wurde.</p> <p>Insolvenzverfahren: Nach Ausgabe der Insolvenzordnung ruhen gemäß der allgemeinen Regel die Durchsetzungsmaßnahmen gegen den Schuldner.</p> <p>Im Hinblick auf abgesicherte Gläubiger ruhen vorübergehend nur die Durchsetzungsmaßnahmen, die sich auf bestimmte Vermögenswerte des Schuldners beziehen (wie Vermögen, das für die Fortführung der Geschäftstätigkeit des Schuldners als erforderlich erachtet wird). Die Insolvenz des Sicherungsgebers hat nicht zur Folge, dass die Durchsetzung finanzieller Sicherheiten ausgesetzt wird.</p>	<p>Es besteht die Möglichkeit, Unternehmenseinheiten im Rahmen einer Versteigerung oder eines Direktverkaufs zu veräußern (sofern der Insolvenzverwalter dies für im besten Interessen des insolventen Schuldners hält).</p> <p>Entgegen dem Insolvenzplanverfahren nach US-amerikanischen Recht muss der Verkauf oder die Versteigerung einer Unternehmenseinheit (vor Liquidation) jedoch vom Gericht genehmigt werden. Des Weiteren muss gegebenenfalls die Zustimmung von 75 Prozent der relevanten abgesicherten Gläubiger eingeholt werden, sofern der Preis, der für die abgesicherten Vermögensgegenstände einschließlich in der Produktionseinheit erzielt wird, unter dem Sicherungswert liegt.</p>	<p>Ein Insolvenzverwalter kann etwaige Rechtsgeschäfte im Vorfeld der Insolvenz anfechten, vorausgesetzt, sie wurden in den zwei vorhergehenden Jahren getätigt und beeinträchtigen die Insolvenzmasse des Schuldners.</p> <p>Das Insolvenzrecht enthält Vermutungen zu Handlungen, die für die Insolvenzmasse als nachteilig erachtet werden.</p> <p>Es besteht zudem die Möglichkeit, solche Handlungen und Verträge aufzuheben, die der Schuldner in den vorhergehenden vier Jahren zwecks Gläubigerbenachteiligung getätigt hat bzw. eingegangen ist.</p> <p>Eine Refinanzierungsvereinbarung, die die gesetzlichen Anforderungen erfüllt, ist gegen Rückforderungen geschützt.⁹⁷</p>	<p>Gewöhnliche Regel: Neue Gelder, die im Rahmen einer Refinanzierungsvereinbarung bereitgestellt werden, werden je zu 50 Prozent als vorrangig (über nicht bevorrechtigte Forderungen) und zu 50 Prozent als Forderungen nach Antragsstellung (Forderungen gegen die Insolvenzmasse) behandelt.</p> <p>Eine Neufinanzierung, die im Rahmen von Refinanzierungsvereinbarungen vor Oktober 2016 gewährt wurde, kann jedoch unter bestimmten Umständen vollständig als Forderung nach Vorlage der Insolvenzordnung angesehen werden (selbst wenn sie von verbundenen Parteien erbracht wird), sofern ein anschließendes Insolvenzverfahren innerhalb des nachfolgenden Zweijahreszeitraums eröffnet wird.</p> <p>Nach Ablauf der zweijährigen Periode kommt die gewöhnliche Regel erneut zur Anwendung.</p>	<p>Nach spanischem Insolvenzrecht entfallen Vertragsklauseln keine Rechtswirkung, die eine Vertragsauflösung einzig aufgrund der Vorlage der Insolvenzverordnung durch eine der Parteien erlauben (außer im Fall von Finanzsicherheiten, die im KE 5/2005 geregelt sind).</p> <p>Bei einem Verstoß des Schuldners gegen vertragliche Vereinbarungen kann der Gläubiger die Auflösung von Verträgen mit schwebenden gegenseitigen Verpflichtungen indessen einfordern</p>	

93 Gemäß den Regelungen zur Herabsetzung von nicht bevorrechtigten und nicht abgesicherten Gläubigern ist in anderen Worten wie folgt erforderlich: (a) die Zustimmung von Gläubigern, die 60 Prozent der Verbindlichkeiten halten, im Fall von wenig aufwendigen Maßnahmen (z. B. Stundung bis zu fünf Jahren); (b) die Zustimmung von Gläubigern, die 75 Prozent der Verbindlichkeiten halten, im Fall von aufwendigen Maßnahmen (z. B. Abschreibungen). Die Regelungen zur Genehmigung/Herabsetzung von abgesicherten Gläubigern gestalten sich wie folgt: (a) für Forderungen bis zum Wert des Sicherungsrechts die Zustimmung von Gläubigern, die 65 Prozent der Verbindlichkeiten halten, für wenig aufwendige Maßnahmen (z. B. Stundung bis zu fünf Jahren), und die Zustimmung von Gläubigern, die 80 Prozent der Verbindlichkeiten halten, für aufwendige Maßnahmen (z. B. Abschreibungen); (b) für die abgesicherte Forderungssumme, die nicht durch den Wert des Sicherungsrechts abgedeckt ist, sind die gleichen Mehrheiten wie im Fall von nicht abgesicherten Gläubigern erforderlich.

94 Ein „unverhältnismäßig hoher Nachteil“ wird nach spanischem Recht nicht definiert. Zudem liegen keinerlei Leitlinien der Gerichte diesbezüglich vor. Der spanische Gerichtshof hat Anfechtungen in einer sehr begrenzten Anzahl von Fällen auf dieser Grundlage als zulässig erachtet. Des Weiteren ist für eine potenzielle Anfechtung eines Beschlusses, der eine Refinanzierungsvereinbarung für rechtswirksam erklärt, das Gericht zuständig, das den Beschluss gefasst hat (und nicht etwa ein höheres Gericht).

95 Um zu verhindern, dass Schuldner unangemessen dem Abschluss von Vereinbarungen entgegenstehen, mit denen Forderungen in Eigenkapitalinstrumente umgewandelt werden, wurde eine neue Vermutung zu grobem arglistigem Verschulden oder Unterschlagung durch den Schuldner oder die Rechtsvertreter, Vorstandsmitglieder oder Liquidatoren des Schuldners aufgenommen, welche eine technische Insolvenz des Schuldners begründen oder diese verschärfen, sofern sie eine Refinanzierungsvereinbarung ablehnen und eine Insolvenzordnung zu einem späteren Zeitpunkt für den Schuldner ausgegeben wird (und diese Vermutung kann selbst auf die Anteilseigner oder Gesellschafter Anwendung finden, deren Nein-Stimme bei der Versammlung der Anteilseigner des Unternehmens die Umwandlung von Forderungen in Eigenkapitalinstrumente verhindert hat).

96 Es wird jedoch darauf hingewiesen, dass nachrangige Gläubiger im Rahmen formeller Gerichtsverfahren in Spanien nicht ausdrücklich über Stimmrechte verfügen.

97 Vgl. Fußnote 90. Der spanische Vergleichsvorschlag kann sofern gerichtlich bestätigt gegen Rückforderungen schützen.

Die Niederlande

Unternehmensinsolvenzen und Sanierungsverfahren	Aktuelle Rechtsreformen?	Fristen für die Antragsöffnung	Können Gläubiger Umstrukturierungsplan vorschlagen?	Gerichtlich genehmigte Herabsetzung von Gläubigern?	Gerichtlich genehmigte Herabsetzung von Anteilseignern?	Bewertungsmethode zur Bestimmung der Stimmrechte von Gläubigern bei einem gerichtlich gebilligten Umstrukturierungsplan
<p>Vor der Insolvenz</p> <p>i.) Informelles Vergleichsangebot außerhalb von Insolvenzverfahren⁹⁸</p> <p>Nach der Insolvenz</p> <p>ii.) Vergleichsvorschlag nach Insolvenz</p> <p>iii.) Konkurs (faillissement)</p> <p>iv.) Zahlungsaussetzung⁹⁹ (surséance van betaling)</p>	<p>Gesetzgebungsvorschläge wurden zur Konsultation vorgelegt. Der Gesetzesentwurf wird voraussichtlich 2016 Rechtskraft erlangen.</p>	<p>Keine festgelegte Frist, aber Risiko der Geschäftsführerhaftung</p>	<p>Nein. Die aktuellen Gesetzesvorschläge sehen jedoch einen von Gläubigern vorgelegten Sanierungsplan vor, sofern das Unternehmen nicht zuvor die Initiative ergreift und selbst einen Sanierungsplan einbringt.¹⁰⁰</p>	<p>Informeller Vergleich außerhalb von Insolvenzverfahren: Nein (außer unter sehr außergewöhnlichen Umständen)</p> <p>Vergleichsvorschlag nach Insolvenz: Ja. Dieser ist jedoch nur verbindlich für nicht bevorrechtigte Gläubiger (nicht abgesicherte oder bevorrechtigte Gläubiger ohne deren Einverständnis). Erfordert zahlen- und wertmäßige Mehrheit¹⁰¹</p> <p>Gesetzesvorschläge wurden eingebracht, die eine Herabsetzung von Gläubigern bestimmter Klassen oder einer Gläubigerklasse insgesamt vorsehen, sofern sich die Gläubiger nicht aus sachwidrigen Gründen für einen Sanierungsvorschlag aussprechen.</p>	<p>Nein</p> <p>Gesetzesvorschläge wurden vorgelegt, die eine Einschränkung der Rechte von Anteilseignern und eine verbindliche Umwandlung von Forderungen in Eigenkapitalinstrumente vorsehen.</p>	<p>Keine festgelegte Bewertungsmethode</p> <p>Der Gesetzesentwurf enthält keine spezifischen Bestimmungen hinsichtlich der Art des Bewertungsbelegs oder der Bewertungsmethoden.</p>

98 Ein informeller Vergleich außerhalb von Insolvenzverfahren ist eine Vereinbarung zwischen dem Unternehmen und seinen Gläubigern, die eine Teilzahlung zur vollen Befriedigung der Gläubigeransprüche vorsieht. Das Unternehmen hat das Recht, die diesbezüglichen Bedingungen mit seinen Gläubigern zu verhandeln, kann jedoch nur einen Vorschlag einbringen. Nach gerichtlicher Annahme und Genehmigung kann das Unternehmen die Liquidation umgehen und ist von allen Forderungen freigestellt. Gebunden an diese Bedingungen sind ausschließlich die Parteien der Vereinbarung.

99 Bei einer Zahlungsaussetzung wird einem Schuldner vorübergehend Schutz gegenüber seinen nicht abgesicherten Gläubigern und den Gläubigern gewährt, denen nachträglich ein Sicherungsrecht zugestanden wurde. Der Zeitraum kann bis zu einem Jahr und sechs Monaten dauern und ist verlängerbar. Das Unternehmen und der bestellte Insolvenzverwalter sind innerhalb dieses Zeitraums gemeinsam für die Geschäftsleitung verantwortlich.

100 Ein nennenswertes Beispiel eines englischen Vergleichsvorschlags, der zur Umstrukturierung einer niederländischen Gesellschaft angewendet wurde, war die Sanierung des Unternehmens Magyar Telecom B.V. (2014). Der englische Vergleichsvorschlag wurde hier genutzt, um einen Vergleich über Schuldverschreibungen nach New Yorker Recht zu schließen, die von einem in den Niederlanden gegründeten Unternehmen begeben wurden. Magyar traf eine Reihe von Maßnahmen (wie die Eröffnung einer Niederlassung im Vereinigten Königreich, Mitteilungen an Gläubiger, Verhandlungen mit Gläubigern in London, Bestellung von in Großbritannien ansässigen Vorstandsmitgliedern), um eine COMI-Verlagerung von den Niederlanden in das Vereinigte Königreich sicherzustellen. Die anderen zuständigen Hoheitsgebiete (Niederlande, Ungarn und die Vereinigten Staaten) stellten keine attraktiven Alternativen zum englischen Vergleichsvorschlag zur Umsetzung des Rechtsgeschäfts bereit. Englische Vergleichsvorschläge werden zunehmend genutzt, um hochverzinsliche Anleihen, die von europäischen Unternehmen nach New Yorker Recht begeben wurden, umzustrukturieren, wie z. B. Zlomrex International Finance S.A. (2014).

101 Sofern sich die erforderliche Mehrheit nicht mit dem Plan einverstanden erklärt, kann der zuständige Richter auf Ersuchen den Plan genehmigen, wenn mindestens 75 Prozent der anwesenden, nicht bevorrechtigten Gläubiger diesem zustimmen und die Ablehnung des Vorschlags auf einen oder mehrere Gläubiger zurückgeht, die nicht zur Abstimmung über den Plan berechtigt waren.

Stellung der Geschäftsführung (Insolvenz- und Sanierungsverfahren)	Ruhen von Verfahren	Verkauf im Insolvenzplanverfahren möglich?	Anfechtung von Rechtsgeschäften	Prioritätsstatus von Finanzierung/Finanzierung in Eigenverwaltung nach Antragsstellung	Fähigkeit des Gläubigers, vertragliche Kündigungs- und Rücktrittsrechte im Zuge der Eröffnung von Umstrukturierungs-/ Insolvenzverfahren auszuüben	Künftige Reformen?
<p>Informelles Vergleichsangebot außerhalb von Insolvenzverfahren: Keine gerichtliche Mitwirkung - Geschäftsleitung bleibt im Amt</p> <p>Zahlungsaussetzung: Die Geschäftsleitung bleibt im Amt, steht jedoch unter der Aufsicht eines vom Gericht eingesetzten Insolvenzverwalters und des zuständigen Richters. Das Einverständnis des Insolvenzverwalters ist erforderlich, um das Unternehmen zu binden und die Vermögensgegenstände zu veräußern.</p> <p>Konkurs: Geschäftsleitung wird durch gerichtlich bestellten Insolvenzverwalter, der unter der Aufsicht des zuständigen Richters agiert, ihrem Amt enthoben</p>	<p>Zahlungsaussetzung: Begrenztes Ruhen des Verfahrens (verhindert nicht die Insolvenzeröffnung durch Gläubiger), sofern eine Bedenkzeit gerichtlich verfügt wird</p> <p>Konkurs: Nach Bestellung des Insolvenzverwalters ruhen automatisch sämtliche Maßnahmen und Forderungen der Gläubiger.</p> <p>Das Gericht kann im Fall der Insolvenz und einer Zahlungsaussetzung für einen Zeitraum von zwei Monaten, der um zwei Monate verlängert ist, eine allgemeine Aussetzung sämtlicher Gläubigermaßnahmen verfügen.</p>	<p>In den Niederlanden wurden in letzter Zeit eine Reihe erfolgreicher Umstrukturierungen im Insolvenzplanverfahren durchgeführt, obwohl es den Insolvenzplanverfahren an einer gesetzlichen Grundlage fehlt.¹⁰²</p> <p>Das Verfahren wird im Allgemeinen von dem niederländischen Gericht durch die Bestellung eines sogenannten „stillen Insolvenzverwalters“ eingeleitet, der an den Verhandlungen mit den relevanten Interessengruppen teilnehmen kann.</p>	<p>Sofern bestimmte Bedingungen erfüllt sind, kann der Insolvenzverwalter Rechtsgeschäfte im Vorfeld der Insolvenz anfechten, die für die Gläubiger des insolventen Schuldners von Nachteil sind.</p>	<p>Eine Finanzierung für Schuldner in Eigenverwaltung kann nicht geltend gemacht werden.</p> <p>Werden jedoch im Insolvenzfall Darlehen oder Kredite durch den Insolvenzverwalter aufgenommen, gelten diese als Forderungen gegen die Konkursmasse. Zur Sicherung der Rückzahlung kann in diesem Fall eine Sicherheit auf unbelastete Vermögensgegenstände gewährt werden.</p> <p>Im Fall der Zahlungsaussetzung, sofern Darlehen oder Kredite durch die Geschäftsleitung mit Einverständnis des Insolvenzverwalters aufgenommen werden, gelten diese als Forderungen gegen die Konkursmasse. Zur Sicherung der Rückzahlung können in diesem Fall unbelastete Vermögensgegenstände als Sicherheit dienen.</p>	<p>Vertragsklauseln sind rechtskräftig, nach denen eine Insolvenz einen Grund für die Vertragsauflösung darstellt. Dies gilt indessen nicht für die Leistungen verschiedener Versorgungsunternehmen.</p>	<p>Der Gesetzesentwurf dürfte 2016 implementiert werden. Basierend auf dem englischen Vergleichsvorschlag und der U.S. Chapter-11-Regelung wird hiermit ein Rechtsrahmen geschaffen, nach dem Unternehmen und Gläubiger verhindern können, dass eine Minderheit von hinderlichen Gläubigern das Unternehmen zwingt, bei Insolvenz oder Zahlungsaussetzung einen Vergleich anzubieten.</p> <p>Ein flexibler Mechanismus ist geplant, der Gläubigern oder dem Unternehmen die Möglichkeit gibt, einen individuellen Vergleich anzubieten, wenn sie (i) feststellen, dass das Unternehmen auf die Insolvenz zusteuert; und (ii) dem Unternehmen Gelegenheit gegeben haben, einen eigenen Vergleich einzubringen.</p> <p>Neue Vorschläge des Justizministeriums umfassen (i) eine niederländische Version des Vergleichsvorschlags und eine gesetzliche Grundlage für die Bestellung von stillen Insolvenzverwaltern; (ii) eine Herabsetzung von Gläubigern einer bestimmten Klasse oder einer gesamten Gläubigerklasse und (iii) Einschränkung der Rechte von Anteilseignern und die Auflage, Forderungen im Rahmen von Sanierungsverfahren in Eigenkapitalinstrumente umzuwandeln.</p>

102 Z. B. ging der niederländische Kinderbetreuungsdienstleister Estro im Juli 2014 in die Insolvenz, und in der Folge wurde ein niederländisches Insolvenzplanverfahren angestrengt. Derzeit stimmen alle niederländischen Gerichte bis auf zwei für gewöhnlich der Bestellung von „stillen Insolvenzverwaltern“ zur Ausführung eines niederländischen Insolvenzplanverfahrens zu.

Luxemburg

Unternehmensinsolvenzen und Sanierungsverfahren	Aktuelle Rechtsreformen?	Fristen für die Antragsöffnung	Können Gläubiger Umstrukturierungsplan vorschlagen?	Gerichtlich genehmigte Herabsetzung von Gläubigern?	Gerichtlich genehmigte Herabsetzung von Anteilseignern?	Bewertungsmethode zur Bestimmung der Stimmrechte von Gläubigern bei einem gerichtlich gebilligten Umstrukturierungsplan
<p>Vor der Insolvenz</p> <p>i.) Vergleich mit Gläubigern (<i>concordat préventif de faillite</i>)</p> <p>ii.) Zahlungsaussetzung (<i>sursis de paiement</i>)</p> <p>iii.) Kontrolliertes Verwaltungsverfahren (<i>gestion contrôlée</i>)</p> <p>Nach der Insolvenz</p> <p>iv.) Konkursverfahren (<i>faillite</i>)</p> <p>v.) Zwangsliquidation (<i>liquidation judiciaire</i>)</p>	Nein	Antragsstellung innerhalb von einem Monat vor Zahlungseinstellung obligatorisch	Nein	<p>Vergleich mit Gläubigern: Genehmigung durch die Mehrheit der Gläubiger; die mindestens 75 % des Wertes ausmachen, ist für die Annahme des Vergleichs erforderlich</p> <p>Vor der Annahme des Vergleichs untersucht das Gericht, ob der Vergleichsvorschlag im öffentlichen Interesse und im Interesse der Gläubiger ist. Es ist zudem zu prüfen, ob der Schuldner in gutem Glauben handelt und sich unter „<i>unglücklichen Umständen</i>“ befindet (<i>débiteur malheureux et de bonne foi</i>)</p> <p>Das Vergleichsverfahren unterliegt dem Gesetz von 1886 und kommt selten zur Anwendung.</p> <p>Kontrollierte Verwaltung: Der Neuorganisationsplan muss von einer zahlen- und wertmäßigen Mehrheit der Gläubiger angenommen werden</p>	Nein	entfällt

Stellung der Geschäftsführung (Insolvenz- und Sanierungsverfahren)	Ruhen von Verfahren	Verkauf im Insolvenzplanverfahren möglich?	Anfechtung von Rechtsgeschäften	Prioritätsstatus von Finanzierung/Finanzierung in Eigenverwaltung nach Antragsstellung	Fähigkeit des Gläubigers, vertragliche Kündigungs- und Rücktrittsrechte im Zuge der Eröffnung von Umstrukturierungs-/ Insolvenzverfahren auszuüben	Künftige Reformen?
<p>Zahlungsaussetzung: Die Geschäftsleitung bleibt im Amt, steht jedoch unter der Aufsicht eines vom Gericht eingesetzten Verwalters</p> <p>Kontrollierte Verwaltung: Die Geschäftsleitung bleibt in der ersten Phase des kontrollierten Verwaltung im Amt, während ihre Handlungen unter der Aufsicht eines gerichtlich eingesetzten Magistrates stehen. Für die Aufsicht der Geschäftsleitung in der zweiten Phase wird ein <i>Kommissar</i> bestellt.</p> <p>Konkurs/Zwangsliquidation Geschäftsleitung wird von einem gerichtlich bestellten Insolvenzverwalter ihren Funktionen entzogen (<i>curateur</i>)</p> <p>Vergleich mit Gläubigern (concordat préventif de faillite) Geschäftsleitung bleibt im Amt Das Vergleichsverfahren untersteht der Aufsicht des zuständigen Richters. Sofern der Vergleich in erster Linie dazu dient, die Vermögensgegenstände des Unternehmens zu realisieren, bestellt das Gericht Liquidatoren, die der Aufsicht des zuständigen Richters unterliegen.</p>	<p>Zahlungsaussetzung: Moratorium für die Zahlung von Gläubigerforderungen</p> <p>Kontrollierte Verwaltung: Gläubigerrechte (einschließlich Vorzugsgläubiger, sofern nicht gesetzlich anderweitig festgelegt) ruhen, bis ein Plan zur Neuorganisation/ Liquidation endgültig vom Gericht beschlossen wird.</p> <p>Konkurs/Zwangsliquidation: Durchsetzungsmaßnahmen gegen den Schuldner werden ausgesetzt. Finanzsicherheiten sind jedoch weiterhin¹⁰³ durchsetzbar</p> <p>Vergleich mit Gläubigern (concordat préventif de faillite) Ein genehmigter Vergleich gilt für sämtliche Gläubiger (mit Ausnahme von Steuerbehörden, durch eine Sicherheit verbürgte Forderungen oder Hypotheken und Forderungen, die zur Aufrechterhaltung fällig werden (<i>aliments</i>)). Der Vergleich findet lediglich Anwendung auf abgeschlossene Verträge/eingegangene Verbindlichkeiten, die vor dem Vergleich rechtskräftig wurden.</p>	<p>Nein</p>	<p>Konkurs/Zwangsliquidation: Verschieden Sicherungsrechte und Rechtsgeschäfte werden von dem Insolvenzverwalter gegebenenfalls angefochten, wenn diese in der Karenzperiode (höchstens sechs Wochen, unter bestimmten Umständen um zehn Tage verlängerbar) ab dem Datum der Stellung des Insolvenzanspruchs genehmigt werden.</p> <p>Sofern ein Rechtsgeschäft zum Zweck der Beeinträchtigung von Gläubigeransprüchen getätigt wird, können solche Transaktionen unabhängig von dem Datum, an dem die Transaktion erfolgte, angefochten werden.</p>	<p>Eine Finanzierung für Schuldner in Eigenverwaltung kann nicht geltend gemacht werden.</p> <p>Wird jedoch eine Finanzierung nach dem Beginn der Insolvenzverfahren gewährt, ist der Kreditgeber ein Gläubiger der Konkursmasse („<i>créancier de la masse</i>“) und ihm wird ein vorrangiger Anspruch auf die Konkursmasse eingeräumt.</p>	<p>Konkurs/Zwangsliquidation: Es ist nicht eindeutig festgelegt, ob vertragliche Bestimmungen, nach denen ein Konkurs einen Grund für eine vorzeitige Aufhebung, Beschleunigung und Vertragsstrafe darstellt, rechtswirksam sind.</p>	<p>Ein Gesetzesentwurf zum Erhalt von Unternehmen und der Modernisierung des Konkursrechts wurde dem Luxemburger Parlament am 1. Februar 2013 vorgelegt. Der Gesetzesentwurf sieht die Einführung von außergerichtlichen Verfahren zur Vermeidung von formellen Insolvenzverfahren vor. Mit der Gesetzgebung wird die Absicht verfolgt, die vorhandenen Umstrukturierungsverfahren aufgrund von praktischen Herausforderungen zu ersetzen, die diese in einem modernen Geschäftsumfeld aufwerfen.</p>

103 Die Finanzsicherheiten umfassen: Eigentumsübertragung aus Sicherheitsgründen, Rückkaufvereinbarungen in Bezug auf Finanzierungsinstrumente (wie u. a. Sicherheiten, Anteile) und Forderungen (wie u. a. Außenstände und Sichtguthaben).

Anhang B: Wichtigste Regelungen des U.S. Chapter-11-Rechtsrahmens

Im Folgenden werden die wichtigsten Regelungen des Insolvenzrechts nach Chapter 11 des US-amerikanischen Konkursgesetzes dargelegt, bei dem es sich um das am häufigsten zitierte Sanierungs- und Insolvenzsystem außerhalb der EU handelt. Das in der Chapter-11-Regelung festgelegte Sanierungsverfahren ermöglicht qualifizierten notleidenden Unternehmen und Personengesellschaften, eine Schuldenumstrukturierung vorzunehmen und ihre Geschäftsaktivität unter dem Schutz eines automatischen Ruhens des Verfahrens neu zu organisieren. Soweit die Umstände es zulassen, können sanierte Unternehmen im Weiteren das Chapter-11-Verfahren beenden und ihre Geschäftsaktivität fortführen. Wir stellen diese Merkmale als ein Beispiel für ein Insolvenzsystem vor, im Rahmen dessen der Schwerpunkt, gleich den Empfehlungen der Europäischen Kommission, darauf liegt, einem tragfähigen Unternehmen eine „zweite Chance“ zu geben und eine Fortführung des Unternehmens als „going concern“ zu ermöglichen. Wir empfehlen nicht, dass Europa das Chapter-11-Verfahren ausdrücklich übernehmen sollte. Unserer Ansicht nach können jedoch einige Aspekte der Chapter-11-Regelung bei der Analyse und Durchführung von europäischen Reformvorhaben von Nutzen sein.

Zu den wichtigsten Vorteilen für Schuldner im Rahmen des US-Insolvenzgesetzes gehören:

- Das „automatische Ruhen des Verfahrens“, das durch das US-Konkursgesetz auferlegt wird, sobald ein Insolvenzfall eingetreten ist. Die automatische Verfahrensaussetzung stellt eine „Atempause“ hinsichtlich der Gläubigeransprüche dar, in der ein Schuldner sich um eine Neuorganisation durch Umstrukturierung seines Unternehmens oder Verkauf seiner Vermögenswerte bemühen kann, ohne dass er durch die Aufnahme oder Weiterführung von Rechtsprozessen oder die Beschlagnahme von Vermögensgegenständen unter Druck gerät.
- Die Annahme, dass die Geschäftsleitung des Schuldners im Amt bleibt, anstatt durch einen Insolvenzverwalter ersetzt zu werden.
- Die Möglichkeit der Bewilligung von Krediten nach Antragsstellung.
- Die Möglichkeit, Zugang zu Handelskrediten zu erhalten, indem Gläubiger nach Antragsstellung als Verwaltungsaufwand vollständig ausgezahlt werden.
- Die Möglichkeit, Eigentumswerte aus der Insolvenzmasse des Schuldners frei von Pfandrechten, Forderungen und Eigentumsvorbehalten veräußern zu können.
- Die Möglichkeit, aufwendige, erfüllungsbedürftige Verträge und laufende Pachtverträge abzulehnen und erfüllungsbedürftige Verträge und noch laufende Pachtverträge von Dritten übernehmen zu lassen und an diese abzutreten, ungeachtet vertraglicher Abtretungsverbote.
- Das ausschließliche Recht, einen Chapter-11-Plan in den ersten 120 Tagen eines Chapter-11-Falls vorzuschlagen und die Annahme des Plans in den ersten 180 Tagen einzuholen und zu erhalten.
- Die Möglichkeit, finanzielle Verpflichtungen auf nicht einvernehmlicher Grundlage gemäß den „Herabsetzungsbestimmungen“ des US-Konkursrechts umzustrukturieren.
- Die Freistellung eines Schuldners von Verbindlichkeiten, die vor dem Bestätigungsdatum eines Umstrukturierungsplans entstanden sind, unabhängig davon, ob eine Forderungsanmeldung erfolgte oder der Gläubiger den Plan angenommen hat.

Die Möglichkeit für ein Unternehmen in einem Chapter-11-Verfahren, die Geschäftsleitung beizubehalten und eine Finanzierung in Eigenverwaltung zu erhalten, werden als äußerst vorteilhafte Regelungen des US-amerikanischen Insolvenzsystems erachtet. Die Beibehaltung der Geschäftsleitung wird in dieser Hinsicht erwogen, um die Fortführung des Unternehmens zu unterstützen. Die Möglichkeit einer DIP-Finanzierung wird allgemein als entscheidendes Stabilisierungsinstrument angesehen, anhand dessen die erfolgreiche Sanierung eines Schuldners erleichtert wird oder, sofern eine Sanierung nicht möglich ist, Vermögenswerte in einer Liquidation in größerem Umfang zu verkaufen.

Anhang C: Fallstudien von wichtigen Sanierungen in Europa

Die jüngsten Sanierungsfälle – Wind Hellas und Nortel – werden nachstehend in Kurzfassung dargestellt. Aus diesen Zusammenfassungen geht deutlich das Erfordernis für eine weitere Harmonisierung der EU-Insolvenzgesetze hervor. Das Unternehmen Wind Hellas konnte erfolgreich durch eine COMI-Verlagerung unstrukturiert werden. Diese wäre jedoch nicht erforderlich gewesen, wenn die Insolvenzregelungen in den europäischen Mitgliedstaaten insgesamt einen hohen Standard aufweisen würden. Nortel ist das klassische Beispiel dafür, wie in einem internationalen grenzüberschreitenden Kontext die Interessen zahlreicher Parteien, die konkurrierenden Insolvenzgesetze und der Mangel an Harmonisierung zu einem aufwendigen Streitfall führen und eine angemessene Aufteilung unter Gläubigern verzögern können.

Wind Hellas

Wind Hellas war einer der größten Telekommunikationsanbieter am griechischen Markt für Festnetz- und Mobilfunkdienste. Die Gruppe unterging 2009 eine umfassende Umstrukturierung, im Rahmen derer eine „COMI-Verlagerung“ mit einem Verkauf im Insolvenzplanverfahren nach englischem Recht kombiniert wurde, um eine erfolgreiche finanzielle Umstrukturierung der Gruppe zu erreichen.

Wind Hellas ist eine positive Fallstudie dafür, wie komplexe namhafte Unternehmen erfolgreich saniert werden können, ohne dass zugrunde liegende Unternehmen erheblichen Schaden davontragen. Voraussetzung dafür ist jedoch, dass das Insolvenzrecht im Mitgliedstaat flexibel genug ist, um die vereinfachte Anwendung geeigneter Umstrukturierungsinstrumente und -verfahren zu ermöglichen.

Im Rahmen der Umstrukturierung wurde der Mittelpunkt der hauptsächlichlichen Interessen („COMI“) von Hellas Telecommunications (Luxembourg) II SCA („Hellas II“), eine in Luxemburg eingetragene Holding-Gesellschaft, erfolgreich von Luxemburg nach England verlagert. Die COMI-Verlagerung sollte der Gruppe ermöglichen, eine Sanierung unter Anwendung der flexiblen Verfahren nach englischem Recht zu implementieren. Es wurde davon ausgegangen, dass diese Verfahren bessere Aussichten für eine Unternehmensfortführung und Werterhaltung bieten als die rigiden formellen Insolvenzverfahren, die an Hellas II ursprünglichem Geschäftssitz in Luxemburg verfügbar waren.

Im Anschluss an die erfolgreiche Migration des Mittelpunkts der hauptsächlichlichen Interessen nach England wurde Hellas II Gegenstand eines Insolvenzplanverfahrens. Die Insolvenzverwalter von Hellas II nahmen direkt nach ihrer Bestellung im Rahmen des Insolvenzplanverfahrens einen Verkauf vor,¹⁰⁴ wobei die Aktien der Hauptniederlassung von Hellas II an eine neue Holding-Unternehmensstruktur veräußert wurden. Auf diese Weise konnte das Unternehmen Wind Hellas die Unternehmenstätigkeit mit einer verbesserten Bilanz fortführen.

Der Fall Wind Hellas bestärkte in dem Vorhaben, die europäischen Insolvenzgesetze zu vereinheitlichen und Mindeststandards für alle Mitgliedstaaten anzunehmen. Hätten nämlich zum Zeitpunkt der Sanierung von Wind Hellas für alle EU-Mitgliedstaaten solche Standards vorgelegen, so hätte dasselbe Ergebnis mit einem einfacheren (und kostengünstigeren) luxemburger Verfahren erzielt werden können, und Hellas II hätte keine COMI-Verlagerung nach England vornehmen müssen. Diese Beobachtung ist insbesondere in Verbindung mit den Interessen kleinerer Unternehmen von Relevanz, die in den meisten Fällen nicht über die finanziellen Ressourcen oder Rechts- und andere Berater verfügen, um die in der EG-Insolvenzverordnung enthaltenen Regelungen zu nutzen¹⁰⁵ und durch eine COMI-Migration einen für die Umstrukturierung günstigeren Gerichtsstand zu wählen.

¹⁰⁴ Der Begriff „pre-packaged administration sale“ oder Insolvenzplanverfahren („pre-pack“) verweist auf ein englisches Rechtsverfahren, nach dem für ein Unternehmen ein Insolvenzplanverfahren eröffnet wird und die Insolvenzverwalter direkt nach ihrer Bestellung das Unternehmen oder dessen Vermögensgegenstände an einen Käufer im Rahmen einer Vereinbarung veräußern, die mit den Verwaltern vor ihrer Bestellung verhandelt wurde. Wichtigstes Merkmal eines Insolvenzplanverfahrens nach englischem Recht ist der begrenzte Zeitrahmen, in dem der Verkauf ausgeführt werden kann. Auf diese Weise wird die potenzielle Rufschädigung eines insolventen Unternehmens begrenzt, der Geschäftswert geschützt und die Fortführung des Unternehmens ermöglicht. Dies vereinfacht die Erhaltung von Arbeitsstellen und Goodwill.

¹⁰⁵ Verordnung (EG) Nr. 1346/2000 des Rates über Insolvenzverfahren

Nortel

Nortel war vor seinem Zusammenbruch ein weltweit agierendes Telekommunikationsunternehmen mit Geschäftssitz in Kanada, das in seinen Spitzenzeiten konsolidierte Einnahmen in Höhe von rund 30 Mrd. USD generierte und bis zu 93.000 Mitarbeiter weltweit beschäftigte. Im Januar 2009 musste der Konzern Zinszahlungen leisten, die dazu führten, dass mehrere Schlüsselunternehmen der Nortel Gruppe gleichzeitig Insolvenzverfahren in drei Rechtsgebieten – Kanada, die USA und das Vereinigte Königreich – anstrebten. Da man sich nicht auf ein gemeinsames Insolvenzverfahren einigen konnte, führten die konkurrierenden Interessen der Insolvenzmassen zu einer Pattsituation. In der Folge konnten die mit dem Verkauf der Vermögenswerte erzielten Erlöse nicht unter den beteiligten Unternehmen verteilt werden. Diese Problematik konnte erst nach einem fünfjährigen Rechtsstreit beigelegt werden. Die Gläubiger und Anteilseigner (einschließlich 33.000 Nortel-Pensionäre im Vereinigten Königreich und 20.000 Pensionäre von Nortel Canada) mussten ihrerseits das Ende des Rechtsstreits abwarten, um ihren Anteil an dem Verkaufserlös zu erhalten.

Die wichtigsten Akteure der Nortel-Insolvenz waren (i) die kanadische Muttergesellschaft Nortel Networks Limited, die zusammen mit mehreren kanadischen Tochtergesellschaften den Schutz nach dem „Companies’ Creditors Arrangements Act“ in Kanada beantragte; (ii) die US-amerikanische Gesellschaft Nortel Networks Inc., die zusammen mit verschiedenen Nortel-Tochtergesellschaften in den USA einen Insolvenzschutz nach Chapter 11 des US-Konkursgesetzes beantragte, und (iii) 19 europäische Unternehmen,¹⁰⁶ die jeweils unter englischem Insolvenzschutz standen, da die Gesellschaften ihren Mittelpunkt der hauptsächlichen Interessen jeweils im Vereinigten Königreich hatten. Darüber hinaus wurden örtliche Verfahren in verschiedenen Rechtsgebieten angestrengt, wie unter anderem nachrangige *liquidation judiciaire*-Verfahren in Frankreich und Konkursverfahren in Israel.

Aus den Insolvenzmassen in Kanada, den Vereinigten Staaten und Europa konnten gemeinsam mehrere erfolgreiche Veräußerungen von Unternehmen und der Verkauf von Vermögenswerten getätigt werden. Die Verkaufserlöse beliefen sich auf über 7,3 Mrd. USD und wurden im Rahmen eines koordinierten Liquidationsverfahrens an Nortel-Gläubiger verteilt. Wichtige Themen dabei waren Zuständigkeit, kollidierende Insolvenzgesetze, konkurrierende Interessen und komplexe gruppeninterne Regelungen zur Organisation und Besteuerung, die schließlich dazu führten, dass nach drei Schlichtungsrunden keine Einigung darüber bestand, wie die Verkaufserlöse den einzelnen Insolvenzmassen zugewiesen und an ihre jeweiligen Gläubiger verteilt werden konnten. Da keine Vereinbarung zur Verteilung vorlag, wurden die Verkaufserlöse in treuhänderische Verwahrung gegeben, und, um den Sachverhalt zu klären, wurden zu den Insolvenzmassen langwierige und kostenaufwendige Rechtsprozesse (einschließlich Berufungsverfahren) in Kanada, in den USA und im Vereinigten Königreich angestrengt.

¹⁰⁶ Die 19 Nortel-Tochtergesellschaften, die Insolvenzverfahren beantragten (und ihr jeweiliger ursprünglicher Geschäftssitz) waren: Nortel Networks UK Limited (UK); Nortel Networks SA (Frankreich); Nortel GmbH (Deutschland); Nortel Networks France SAS (Frankreich); Nortel Networks NV (Niederlande); Nortel Networks SpA (Italien); Nortel Networks BV (Niederlande); Nortel Networks Polska SP Zoo (Polen); Nortel Networks Hispania SA (Spanien); Nortel Networks (Österreich) GmbH (Österreich); Nortel Networks sro (Tschechische Republik); Nortel Networks Engineering Service Kft (Ungarn); Nortel Networks Portugal SA (Portugal); Nortel Networks Slovensko sro (Slowenien); Nortel Networks Oy (Finnland); Nortel Networks Romania SRL (Rumänien); Nortel Networks AB (Schweden); Nortel Networks International Finance & Holding BV (Niederlande); und Nortel Networks (Ireland) Limited (Irland).

Der Fall Nortel ist einerseits ein Beispiel für die Schwierigkeiten, die bei grenzüberschreitenden Insolvenzen auftreten können. Andererseits veranschaulicht er deutlich die Vorteile, die eine Harmonisierung der europäischen Insolvenzgesetze bietet. Auf der Grundlage der bestehenden EG-Insolvenzverordnungen konnten die 19 disparaten Nortel-Tochtergesellschaften in 16 europäischen Hoheitsgebieten erfolgreich ein Insolvenzverfahren nach englischem Recht anstrengen. Voraussetzung dafür war lediglich, dass sich die englische Gerichtsbarkeit davon überzeugen konnte, dass sich der Mittelpunkt der hauptsächlichlichen Interessen der Gesellschaften in England befand. Im Rahmen des Verfahrens wurden für jede relevante Nortel-Tochtergesellschaft in Europa koordiniert Insolvenzverwalter bestellt. Dies grenzte die Ineffizienzen erheblich ein, die aufgetreten wären, wenn jede Niederlassung Hauptverfahren in dem Rechtsgebiet ihrer Registrierung eröffnet hätte. Wichtig ist zudem, dass durch die Bestellung von englischen Insolvenzverwaltern das sogenannte synthetische nachrangige Verfahren („synthetic secondary proceedings“)¹⁰⁷ auf europäische Nortel-Tochtergesellschaften Anwendung fand und nur in Frankreich nachrangige Verfahren angestrengt wurden (die Insolvenzverwalter forderten hier die Bestellung eines französischen Liquidators). Auf diese Weise mussten mit einer geringeren Anzahl von Amtsträgern Verhandlungen geführt werden. Die schwebenden EU-Insolvenzreformen sehen (unter anderem) (i) Beschränkungen bei der Eröffnung von nachrangigen Verfahren und (ii) eine verbindliche Kooperation zwischen Amtsträgern und Gerichten vor. Bei einem künftigen „Nortel“-Fall sollte das europäische Insolvenzverfahren folglich straffer und effizienter umgesetzt werden. Zudem sollten Schuldner verbessert zur Rettung des eigenen Unternehmens in der Lage sein, während Gläubiger mehr Forderungen betreiben können.

¹⁰⁷ Nach den synthetischen nachrangigen Verfahrensregelungen leitet der Amtsträger im Hauptverfahren einen Handel mit Vermögenswerten in dem „nachrangigen“ Hoheitsgebiet ein und zwar entsprechend dem hier geltenden Gesetz zur Verteilung. So kann auf die ansonsten erforderliche Eröffnung nachrangiger Verfahren verzichtet werden.

Anhang D: Fallstudien über jüngste staatliche Reformen

Italien

Italien hat mehrere Insolvenzrechtsreformen seit 2004 durchgeführt. Einerseits erfolgten diese in Reaktion auf EU-Richtlinien, andererseits im Zuge komplexer Insolvenzfälle bei größeren Unternehmen und allgemein aufgrund der steigenden Anzahl von Unternehmensinsolvenzen infolge der globalen Finanzkrise. Die Reformen hatten zum Ziel, den Anwendungsbereich für Neuorganisation und Umstrukturierung gegenüber Liquidation auszuweiten. Wichtige Meilensteine der Umsetzung waren: eine größere Auswahl von Vorinsolvenzverfahren; die vereinfachte Gewährung von Verfahrensaussetzungen in solchen Prozessen; die Neugestaltung der Rolle von Gerichten in Vorinsolvenz- und Insolvenzverfahren; eine Beilegung des Problems der „ausharrenden“ Gläubiger, da Sanierungspläne nun schneller gegenüber nicht zustimmenden Gläubigern durchgesetzt werden können; Steuerreformen, die die Negativanreize von Kreditinstitutionen bei der Anerkennung notleidender Kredite senken; und die Verbesserung des Gläubigerschutzes im Liquidationsverfahren.

Im Folgenden werden die wichtigsten Reformschritte aufgeführt:

- Das Gesetz „Marzano“ von 2004, das eine Straffung der Verfahren bei der Insolvenz von Großunternehmen festlegt.
- Reformen aus dem Jahr 2005 zur Vereinfachung von Vorinsolvenzverfahren. Diese umfassen: Die Möglichkeit für Schuldner, eine außergerichtliche Vereinbarung mit Gläubigern einzugehen; Eingehen einer gerichtlich genehmigten Umstrukturierungsvereinbarung mit Schuldnern, die mindestens 60 Prozent des Risikos tragen, wobei eine Aussetzung von 60 Tagen zur Durchsetzung vorgesehen ist (weiter vereinfacht im Jahr 2010, wobei die Aussetzung mit der Aufnahme von Verhandlungen beginnt, sofern das Gericht dies nicht ablehnt); und eine „Vergleichsvereinbarung“, im Rahmen derer eine Vereinbarung mit allen Gläubigern zur Unternehmensumstrukturierung getroffen werden kann und die Bestimmungen zur „Herabsetzung“ enthält. Der Gläubigerschutz gegen Rückforderungen wurde ebenfalls verstärkt.
- Im Jahr 2012 wurde die Einleitung der Sanierung und der Zugang zur Zwischenfinanzierung optimiert. Der Kapitalzugang ermöglicht die Aufnahme von Krediten, denen im Fall einer späteren Insolvenz des Schuldners „Super-Senior“-Status gewährt wird. Außerdem wurde eine einjährige Aussetzung der Zahlungen an abgesicherte Gläubiger bestimmt, die gerichtlich genehmigt werden muss.
- Mit Reformen im Jahr 2015 wurde der Zugang zur Zwischenfinanzierung erweitert, Kreditverluste über ein Jahr anstatt fünf Jahre steuerlich abzugsfähig gemacht und es wurde Gläubigern, die mindestens 10 Prozent der Gesamtverbindlichkeiten halten, die Möglichkeit eingeräumt, konkurrierende Betriebsverlagerungspläne nach dem Modell der U.S. Chapter-11-Regelung zu entwerfen.

Mit ihrem Fokus auf vereinfachende Sanierungsoptionen vor Beginn von Insolvenzverfahren oder in einer frühen Phase dieser Verfahren entsprachen die italienischen Insolvenzreformen allgemein der Ausrichtung, die mit dem Vorschlag der Europäischen Kommission für einen neuen Ansatz zu Insolvenzen und Unternehmensregulierung eingebracht wurde. Die Reformen stehen im Einklang mit den in Abbildung 3 dieses Berichts dargelegten Feststellungen, die eine Verbesserung der Sanierungsraten in Italien zwischen 2004 und 2015 belegen. Wie in Abbildung 6 aufgezeigt, gehören die Zugewinne für das BIP, die sich aus weiteren Verbesserungen des italienischen Insolvenzsystems potenziell ergeben dürften, zu den bedeutendsten in der EU-28 und weisen verstärkt auf die Wichtigkeit hin, dass die Reformagenda weiter vorangetrieben werden sollte.

Tschechische Republik

Das Erfordernis einer Stärkung des Insolvenzrechtsrahmens wurde als vorrangiges politisches Anliegen im Kontext des EU-Beitritts der Tschechischen Republik ermittelt. Der geltende Rechtsrahmen galt als ineffizient. Gründe dafür waren widersprüchliche Auslegungen durch die Gerichte und fehlende Flexibilität, insbesondere im Hinblick auf eine mögliche Sanierung von Schuldnerunternehmen.¹⁰⁸

Die wichtigste Reform des Insolvenzrechtsrahmens erfolgte im Jahr 2008. Am 1. Januar trat das tschechische Insolvenzgesetz (im Folgenden das „Gesetz“) dann in Kraft. Basierend auf Rückmeldungen der Gerichte, beteiligter Stellen und anderer Interessengruppen wurden im Jahr 2014 Gesetzesänderungen eingebracht.

Mit dem geänderten Gesetz wurden verschiedene Neuerungen zum tschechischen Insolvenzsystem eingeführt. Die wichtigste dabei war die Entwicklung eines möglichen Ablaufs einer Sanierung. Unternehmern, die insolvent oder von Insolvenz bedroht sind, können nach Maßgabe des Gesetzes Umstrukturierungsverfahren beantragen, nachdem die kritische Größe (anhand von Umsatz und Mitarbeiteranzahl) einer Reihe von Tests unterzogen und ein Sanierungsplan genehmigt wurde, der dem Insolvenzgericht zur Billigung vorzulegen ist. Das Gericht prüft dabei unter anderem, ob der Plan jedem Gläubiger einen Betrag gewährt, der mindestens dem Wert des Gläubigeranteils am hypothetischen Liquidationswert des Schuldners entspricht. Schuldner, die die Voraussetzung der kritischen Größe nicht erfüllen, können eine Umstrukturierung beantragen. Einzige Voraussetzung dafür ist, dass die Mehrheit der abgesicherten und nicht abgesicherten Gläubiger sowie das Gericht dieser zuvor zustimmen. Mit den Gesetzesänderungen von 2014 wurden die Schwellenwerte der kritischen Größe gesenkt, um den Zugang zu Umstrukturierungsverfahren zu verbessern.

Zudem erfolgte eine Neugewichtung der Rechte und Pflichten von Gläubigern. Insbesondere wird Gläubigern das Recht eingeräumt, gerichtlich bestellte Treuhänder bei Aufnahme der Umstrukturierung abzurufen, das Recht, Bewertungsexperten zu bestellen, deren Feststellungen nach der gerichtlichen Genehmigung verbindlich sind, sowie Vorrang für abgesicherte Gläubiger. Das Gesetz verfügt eine Aussetzung der Gläubigerverfahren nach der Beantragung der Insolvenz.

Sofern ein Umstrukturierungsplan nicht innerhalb der festgelegten Fristen genehmigt wird oder das Gericht die Auffassung vertritt, dass der Schuldner die Planbestimmungen nicht erfüllen kann, wird Konkurs angemeldet. Die wichtigste gesetzliche Neuerung war der vollständige Vorrang für abgesicherte Gläubiger. Zuvor konnten Forderungen für höchstens 70 Prozent der Verkaufserlöse geltend gemacht werden.

Die von der Tschechischen Republik umgesetzten Reformen entsprechen allgemein den Ausrichtungen, die die Europäische Kommission in ihren Empfehlungen 2014 befürwortete. Die Reformen spiegeln sowohl interne Faktoren als auch die Engagements wider, die im Rahmen des EU-Beitrittsverfahrens (das 2004 abgeschlossen wurde) eingegangen wurden. Unseren Untersuchungen zufolge kann die Qualität der Insolvenzregelungen weiter verbessert und das tschechische BIP um 2,5 Mrd. EUR gesteigert werden.

¹⁰⁸ OECD (2001), „Regulatory Review of the Czech Republic“, S. 32-33

Literaturhinweise

127-140 und Philippe Aghion, Peter Howitt und David Mayer-Foulkes (2005), „The effect of financial development on convergence: Theory and Evidence“, *Quarterly Journal of Economics*, Band 120 (1), S. 173-222

Bae, K.-H. and Goyal, V. K. (2009), „Creditor Rights, Enforcement, and Bank Loans“. *The Journal of Finance*, 64: 823-860.

Beck, Thorsten & Demirgüç-Kunt, Asli & Maksimovic, Vojislav, 2008. „Financing patterns around the world: Are small firms different?“, *Journal of Financial Economics*, Band 89(3), S. 467-487, September.

Bleaney, Michael, Paul Mizen und Veronica Veleanu (2015), „Bond spreads and economic activity in eight European economies“, *Economic Journal*.

Degryse, H., Ioannidou, V., Liberti, Jose M. und Sturgess, J. (2014) „When Do Laws and Institutions Affect Recovery Rates on Collateral?“.

Demirgüç-Kunt, Asli and Vojislav Maksimovic, (1998) „Law, finance, and firm growth“, *The Journal of Finance*, Band 53, Nr. 6. S. 2107-2137.

Djankov, Simeon und Hart, O., McLiesh, C. und Shleifer, A. (2008) „Debt Enforcement around the World“ *Journal of Political Economy*, Band 116, Nr. 6, S. 1105-1149.

Europäische Kommission (2012), Bericht der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat und den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss zur Anwendung der Verordnung (EG) des Rates Nr. 1346/2000 vom 29. Mai 2000 über Insolvenzverfahren.

Europäische Kommission (2013), „*Transatlantic Trade and Investment Partnership - The Economic Analysis Explained*“.

Europäische Kommission (2014), Folgenabschätzung, Begleitunterlage zur Empfehlung der Kommission „für einen „neuen Ansatz im Umgang mit unternehmerischem Scheitern und Unternehmensinsolvenzen“, Arbeitspapier der Kommission.

Europäische Kommission (2015) „Evaluation of Implementation of the Recommendations of 12.3.2014 on a new approach to business failure and insolvency“, September 2015.

Europäische Kommission (2015b) „The Economic impact of Rescue and Recovery Frameworks in the EU“. Diskussionspapier 004, September 2015.

2015c Europäische Kommission (2015c), Schaffung einer Kapitalmarktunion, Grünbuch SWD (2015) 13 final.

Europäische Kommission (2015d), Wirtschaftsanalyse, begleitend zum Dokument „Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen“, Arbeitspapier, 30. September

Ferrando, Annalisa, Daniela Maresch, Andrea Moro (2015) „Creditor protection, judicial enforcement and credit access“, EZB Reihe der Arbeitspapiere, Nr. 1829. Juli 2015

Hartmann, Philip, Florian Heider, Elias Pappaioannou und Marco de Luca, (2007) „The role of financial markets and innovation in productivity and growth in Europe“, *The European Central Bank, Occasional Papers Series*, Nr. 70.

IMF (2015), *Global Financial Stability Report*, April.

King, Robert und Ross Levine, „Finance, entrepreneurship, and growth – Theory and evidence“, *Journal of Monetary Economics*, Band 32 S. 513-542.

La Porta, Rafael, Florencio Lopez-De-Silanes, Andrei Shleifer, und Robert W. Vishny. (1997): „Legal Determinants of External Finance“. *Journal of Finance* 52, Nr. 3, S. 113-150.

Levine, Ross (1997), „Financial development and economic growth: Views and agenda“, Journal of Economic Literature, Band 35. Nr. 2, S. 688-726.

Levine, Ross und Sara Zervos (1998), „Stock markets, banks and economic growth“, American Economic Review, Band 8, Nr. 3, S. 537-558.

Marco Pagano (1993), „Financial markets and growth“, European Economic Review, Band 37, S. 613-622.

Raghuram Rajan und Luigi Zingales (1998), „Financial Dependence and Growth“, American Economic Review, Band 8, Nr. 3, S. 559-586.

Rioja, Felix und Neven Valev. 2004a. „Finance and the Sources of Growth at Various Stages of Economic Development.“ Economic Inquiry 42: 127-140.

Romero-Avila, Diego (2007), „Finance and growth in the EU: New evidence from the harmonisation of the banking industry“, Journal of Finance and Banking, Band 31, Nr. 7, S. 1937-1954

Standard and Poor's (2016) „Methodology: Jurisdiction Ranking Assessments“. Ratings Direct.

Weltbank (2014), „Insolvency reform for credit, entrepreneurship and growth“, ViewPoint.



Kontaktinformationen

AFME



Paul McGhee
Director of Strategy
paul.mcgee@afme.eu
+44 (0)20 3828 2708



Gary Simmons
Managing Director, High Yield and
Prime Services
gary.simmons@afme.eu
+44 (0)20 3828 2723



Julio Suarez
Research Manager
julio.suarez@afme.eu
+44 (0)20 3828 2726

Frontier Economics



Thomas Baily
Senior Consultant
thomas.baily@
frontier-economics.com
+ 44 (0)20 7031 7107



Amar Breckenridge
Senior Associate
amar.breckenridge@
frontier-economics.com
+41 78 803 6445

Weil



Paul Bagon
Associate
paul.bagon@weil.com
+44 (0)20 7903 1253



Andrew J. Wilkinson
Partner
andrew.wilkinson@weil.com
+44 (0)20 7903 1068



Alexander Wood
Partner
alexander.wood@weil.com
+44 (0)20 7903 1206

/ Über AFME

Die „Association for Financial Markets in Europe“ (AFME) ist die Stimme der Firmenkunden-Finanzmärkte Europas.

Wir repräsentieren die global und europaweit führenden Banken und andere wichtige Kapitalmarktteilnehmer.

Wir sind der Ansicht, dass liquide Kapitalmärkte und ein gut funktionierendes Banksystem für eine erfolgreiche moderne Wirtschaft wesentlich sind.

Wir setzen uns für stabile, wettbewerbsfähige und nachhaltige europäische Finanzmärkte ein, die das Wirtschaftswachstum fördern und der Gesellschaft nützen.

Fokus

auf ein breites Spektrum an Märkten, Geschäftszweigen und aufsichtsrechtlichen Themen

Expertise

tiefgreifendes Know-how im politischen Bereich und technische Kompetenzen

Starke Beziehungen

zu europäischen und globalen Entscheidungsträgern

Umfang

weltweite und europäische Mitgliedschaft

Europaweite

Organisation und Perspektive

Globale Reichweite

über die Global Financial Markets Association (GFMA)



Frontier Economics ist Europas größtes, unabhängiges Beratungsunternehmen für Wirtschaft mit über 120 Wirtschaftsexperten und Mitarbeitern, die in Deutschland, Belgien, Irland, Spanien, Frankreich, Österreich, der Schweiz und im Vereinigten Königreich ansässig sind. Wir wenden fortschrittliche wirtschaftswissenschaftliche Techniken an, um Kunden dabei zu unterstützen, politische Herausforderungen zu meistern und den Wert ihres Unternehmens zu steigern.

Weil

Mit rund 1.100 Rechtsanwälten in 20 Niederlassungen weltweit führt die Gesellschaft Weil ihre Geschäftsaktivität nach dem „one firm“-Grundsatz aus. In diesem Rahmen kann das Unternehmen den geeigneten Mix an unternehmensweiten Kompetenzen und eine lokale Marktpräsenz für eine koordinierte Rechtsberatung bereitstellen und Kunden dabei unterstützen, ihre anspruchsvollen Zielsetzungen erfolgreich umzusetzen. Über ihre Hauptgeschäftsfelder - Private Equity, Corporate/M&A, Private Fonds, Leveraged Finance & High Yield, Structured Finance, Restructuring and Insolvency, Dispute Resolution - stellt die Gesellschaft Weil ihre erstklassige juristische Kompetenz in den Dienst der Kunden.

London Office

39th Floor
25 Canada Square
London, E14 5LQ
United Kingdom

Switchboard:
+44 (0)20 3828 2700

Brussels Office

Rue de la Loi, 82
1040 Brussels
Belgium

Switchboard:
+32 (0)2 788 3971

Press enquiries

David Waller
Director of External
Relations
david.waller@afme.eu
+44 (0)20 3828 2736

Rebecca Hansford
European Media Relations
Manager
rebecca.hansford@afme.eu
+44 (0)20 3828 2693

Membership

Elena Travaglini
Elena.Travaglini@afme.eu
+44 (0)20 3828 2733

Follow AFME on Twitter
@News_from_AFME