Sanierung als Selbstzweck? Betrachtungen aus einer empirischen Perspektive

Prof. Dr. Christoph Kaserer

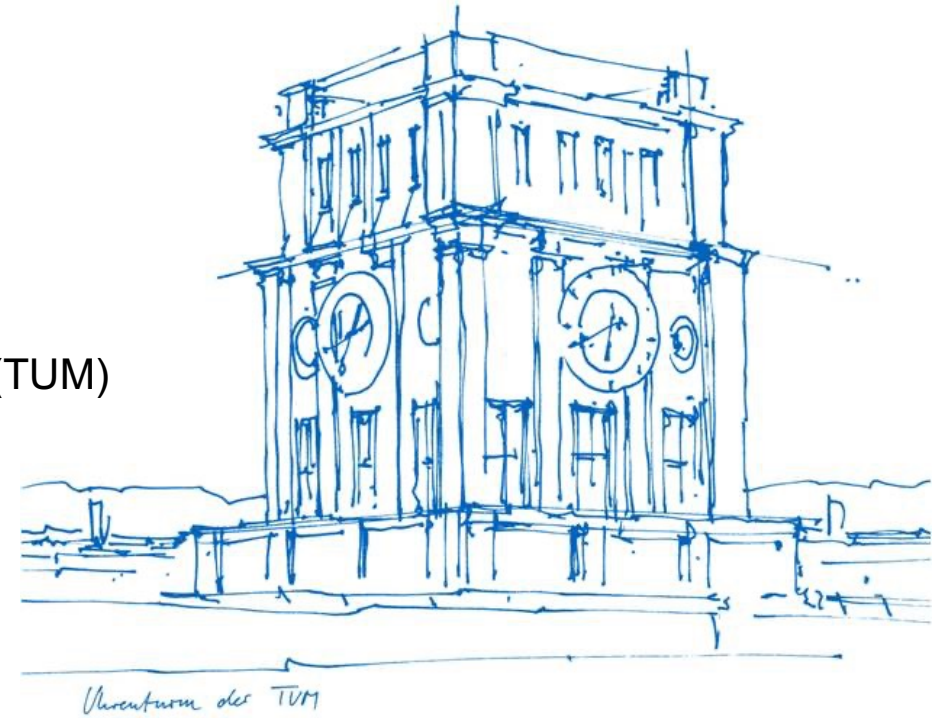
Technische Universität München

TUM School of Management

Chair for Financial Management and Capital Markets

Director Center for Entrepreneurial and Financial Studies (TUM)

Associate Oxera, London



Agenda

1. Hintergrund
2. Theoretische Überlegungen
3. Empirische Betrachtungen
4. Schlussfolgerungen

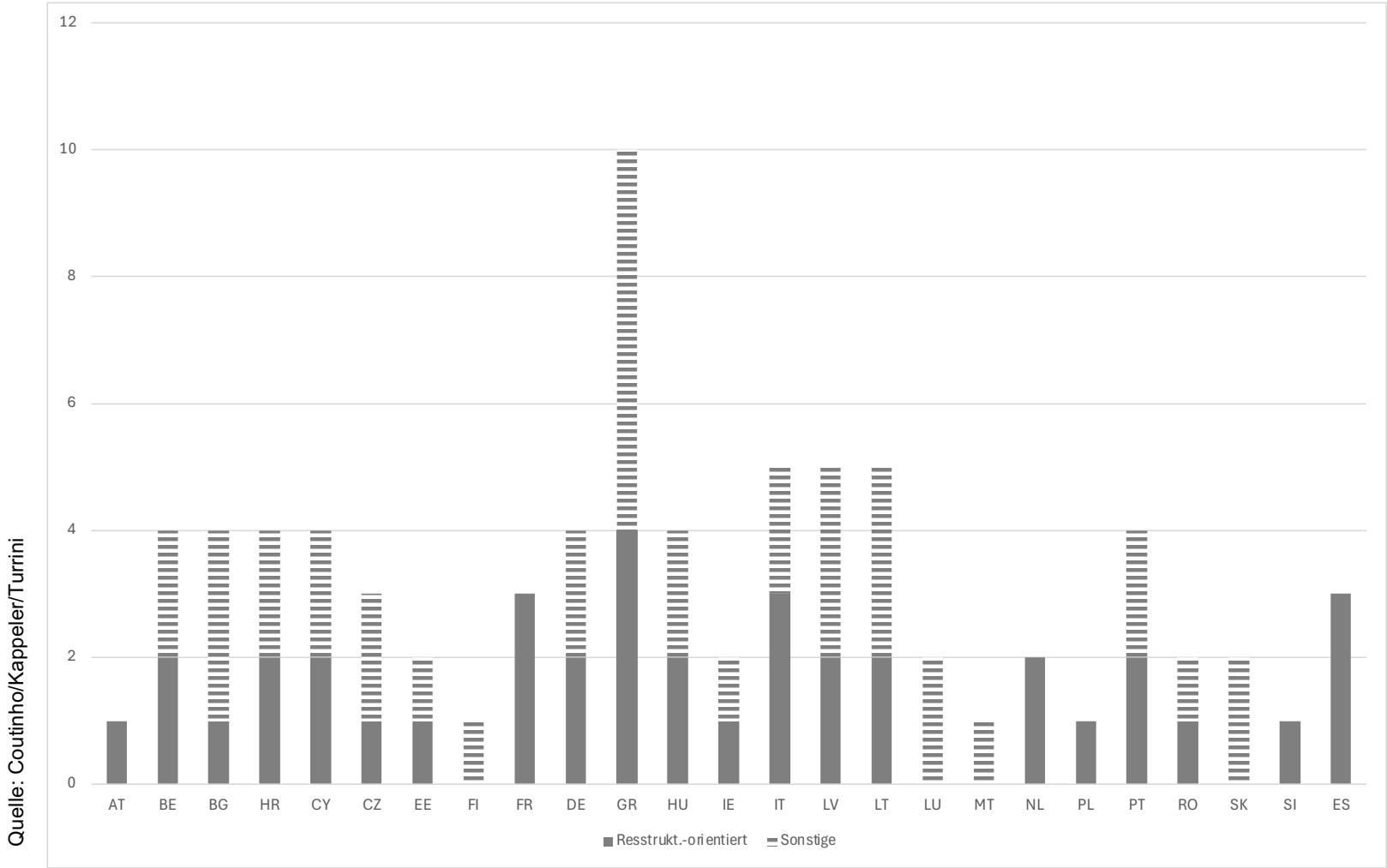
Hintergrund

- ✓ Globale Finanzkrise 2008:
  - Starker Anstieg der Unternehmensinsolvenzen
  - Fortführung finanziell angeschlagener, aber überlebensfähiger Unternehmen
  - Vorbild Chapter 11, USA

- ✓ ESUG: „Die Fortführung von sanierungsfähigen Unternehmen soll erleichtert und damit der Erhalt von Arbeitsplätzen ermöglicht werden. “

- ✓ Reformen in der EU:
  - Empfehlung der Kommission 2014: „... in finanziellen Schwierigkeiten befindliche wirtschaftlich bestandsfähige Unternehmen ... Zugang zu nationalen Insolvenzrahmen haben, die ihnen ermöglichen, frühzeitig eine Restrukturierung vorzunehmen, um eine Insolvenz zu verhindern und dadurch ... ein Höchstmaß an Wert sicherzustellen “
  - Zwischen 2010 und 2021 gab es 79 Insolvenzrechtsreformen in der EU
  - In 39 Fällen ging es um eine restrukturierungsorientiere Reform
  - Richtlinie (EU) 2017/1132 über Restrukturierung und Insolvenz und (EU) 2019/1023 über Maßnahmen zur Steigerung der Effizienz von Restrukturierungs-, Insolvenz- und Entschuldungsmaßnahmen

Insolvenzrechtsreformen in der EU



Quelle: Coutinho/Kappeler/Turrini

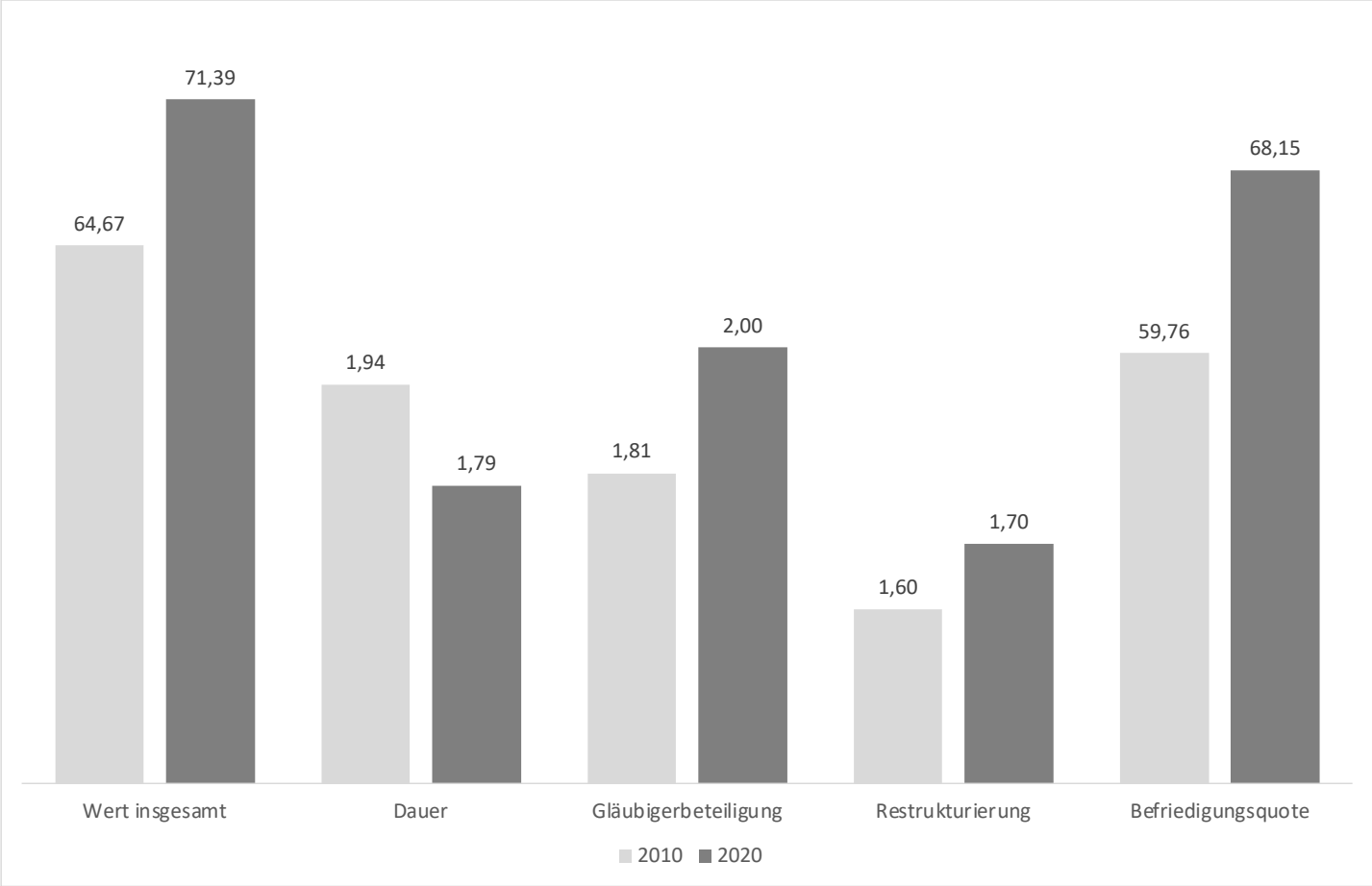
Veränderungen in EU-Insolvenzverfahren

- ✓ Doing-Business-Archiv der Weltbank:
  - Sektion Insolvenzverfahren
  - Methode von Djankov et al. (2008)
  - Befragung von Experten auf der Grundlage geeignet konstruierter Fälle

- ✓ Metriken:
  - Insgesamt 10 Einzelwerte
  - Indexwert auf der Basis dieser 10 Einzelwerte (Effizienz des Verfahrens)
  - Dauer
  - Rechte der Gläubiger (Einfluss auf Insolvenzverwalter, Veräußerung wesentlicher Vermögensanteile, etc.)
  - Ausrichtung des Verfahrens an internationalen Standards
  - Befriedigungsquote

- ✓ Internationaler Vergleich:
  - Vergleichbare Entwicklungen gab es aber auch in vielen anderen Ländern

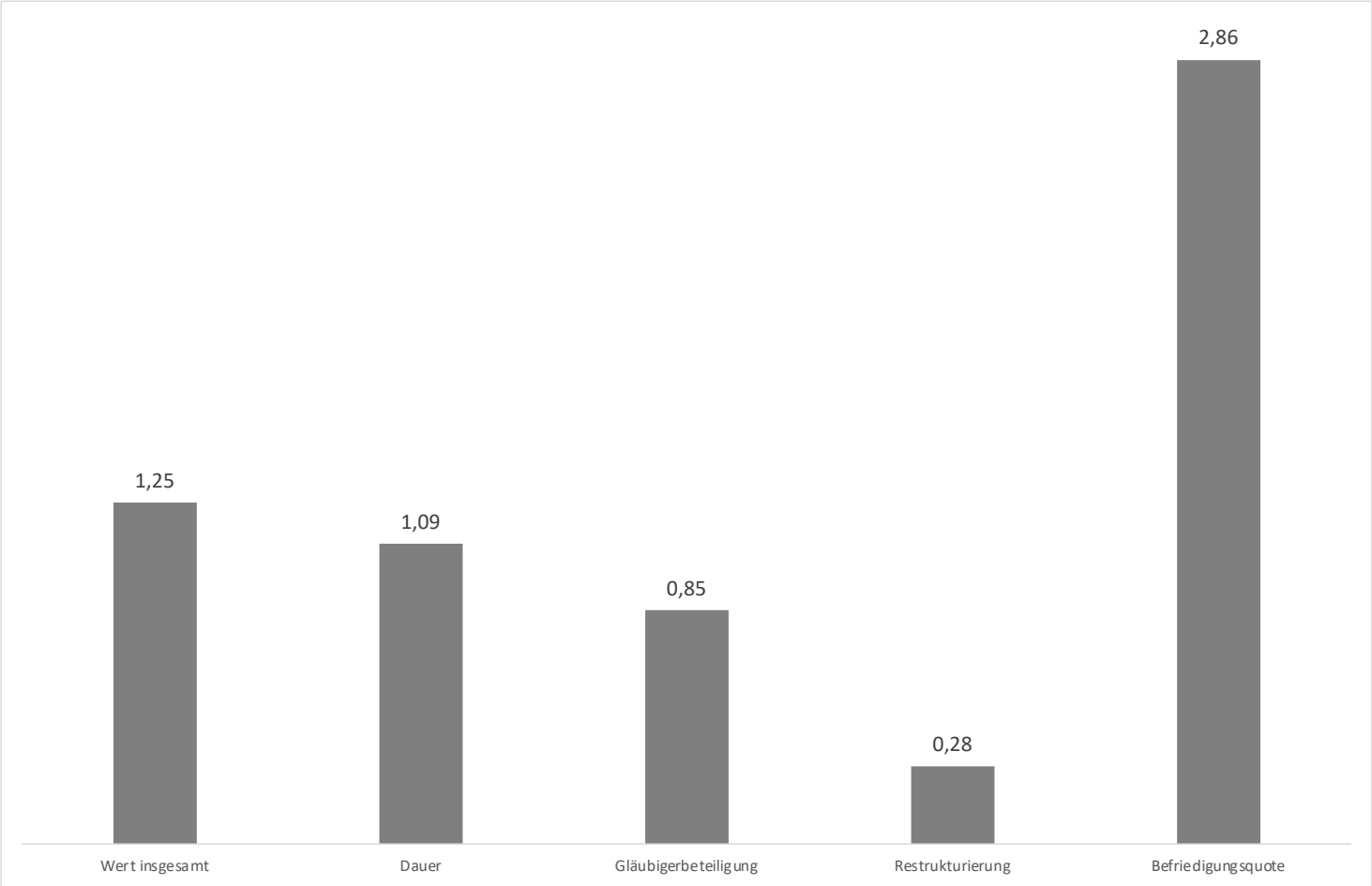
Bewertung von Insolvenzverfahren in der EU nach dem Doing-Business



Quelle: https://archive.doingbusiness.org/en/doingbusiness.

Insolvenzmetriken im internationalen Vergleich

Quelle: https://archive.doingbusiness.org/en/doingbusiness.



Anmerkung: Es wird die Veränderung des Mittelwerts der EU-Länder zwischen den Jahren 2020 und 2010 mit der Veränderung desselben Mittelwerts für die High-Income-Länder, die nicht Mitglied in der EU sind, verglichen. Die Veränderung wird dabei als Faktor dargestellt. Die Balken sind ohne Skalierung.

Agenda

1. Hintergrund
2. Theoretische Überlegungen
3. Empirische Betrachtungen
4. Schlussfolgerungen

Koordinationsprobleme im Insolvenzrecht

- ✓ Insolvenzrecht regelt Wettbewerb um Vermögenswerte:
  - Ex-post Perspektive (-> Insolvenzrecht)
  - Ex-ante Perspektive (-> Finanzwirtschaft)

- ✓ Koordinationsprobleme von Insolvenzverfahrens:
  - Maximierung des Unternehmenswertes zum Zeitpunkt der Insolvenz
  - Starke Stellung bestimmter Gläubigergruppen können sinnvolle Sanierungen verhindern (Hold-out Problem)
  - Stärkung der Rechte von Aktionären bzw. Management kann dazu führen, dass Sanierungsverfahren zu häufig eröffnet werden
  - Eigenverwaltung bzw. Schutzschirmverfahren werden bei großen Insolvenzen in knapp 50% der Fälle eingesetzt

Agenda

1. Hintergrund
2. Theoretische Überlegungen
3. Empirische Betrachtungen
4. Schlussfolgerungen

Zinseffekte von Insolvenzrechtsreformen

- ✓ Closset/Großmann/Kaserer/Urban (2023):
  - EU-Insolvenzrechtsreformen zwischen 2009 und 2014 (~17.000 Unternehmen)
  - 50 Bp. Anstieg bei Fremdkapitalkosten
  - Ansteig von 80-100 Bp. bei Unternehmen mit schlechter Bonität

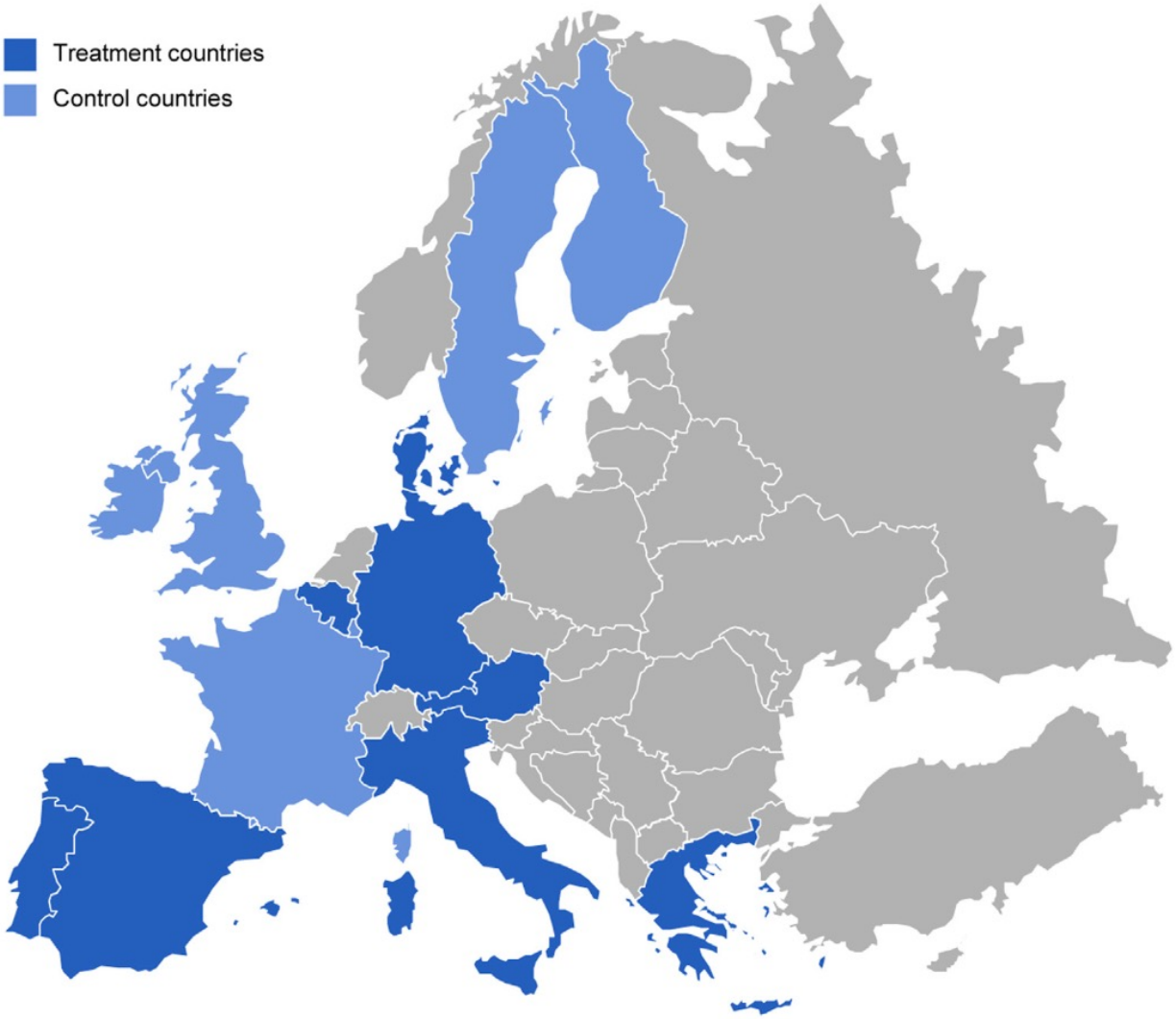
- ✓ Closset/Urban (2019):
  - ESUG führt zu Fremdkapitalkostenanstieg von rund 100 Bp.

- ✓ Rodano et al. (2016):
  - Insolvenzrechtsreform von 2005 in Italien führte zu einem Anstieg der Fremdkapitalkosten von 12 Bp.

- ✓ Hackbarth et al. (2015):
  - US-Insolvenzrechtsreform von 1978 führte zu Fremdkapitalkostenanstieg von rund 20 Bp.

- ✓ Bae/Goyal (2009):
  - Je weniger stark Gläubigerrechte im Insolvenzverfahren, um so höher sind Kreditkosten

EU-Insolvenzrechtsreformen (2009-2014)



Quelle: Closset/Großmann/Kaserer/Urban (2023)

Zinseffekte von EU-Insolvenzrechtsreformen (2009-14)

Model	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
Test						Bottom tercile Z	Bottom quartile Z
Reform window	[-3;+2]	[-2;+2]	[-3;+2]	[-2;+2]	[-3;+2]	[-3;+2]	[-3;+2]
Dep. Variable	INTEREST	INTEREST	INTEREST	INTEREST	SPREAD	INTEREST	INTEREST
TREATED x POST	**0.525*** **	**0.490*** **	**0.526*** **	**0.483*** **	**2.251**	**0.420*** **	**0.466*** **
	(5.102)	**(3.944)**	**(4.953)**	**(4.185)**	**(1.540)**	**(3.318)**	**(3.513)**
TREATED x POST x ALTMAN-Q1						**0.550** **	**0.430**
						(2.757)	**(1.743)**
POST x ALTMAN-Q1						-0.380*	-0.209
						(-2.155)	(-0.904)
LEVERAGE			3.352***	3.514***	12.313	3.976***	3.960***
			(4.089)	(4.082)	(0.985)	(4.587)	(4.589)
SIZE			0.486**	0.677**	-1.336	0.462	0.462
			(2.330)	(2.808)	(-0.883)	(1.798)	(1.799)
TANGIBILITY			1.586***	1.604***	-1.735	1.615***	1.613***
			(5.204)	(4.668)	(-0.384)	(4.214)	(4.210)
PROFITABILITY			-1.363**	-1.490**	-3.240	-1.526**	-1.521**
			(-2.724)	(-2.467)	(-0.520)	(-2.300)	(-2.295)
NET WORTH			0.144	0.345	5.945	0.413	0.413
			(0.254)	(0.494)	(0.556)	(0.662)	(0.661)
Observations	102,036	85,030	100,222	85,030	895	78,762	78,762
Number of firms	17,006	17,006	17,006	17,006	218	13,329	13,329
Number of clusters	13	13	13	13	13	13	13
Firm FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry-Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Within-R2	0.00141	0.00139	0.00971	0.0103	0.0475	0.0106	0.0105

The table presents coefficients from staggered difference-in-differences regressions. INTEREST and SPREAD, i.e., the cost of debt, are the dependent variables. The sample is restricted to observations in the time windows around the insolvency law reforms presented in the column titles. TREATED is a dummy variable set to one for treatment firms, and zero otherwise. Treated firms are firms from EU15 countries that implemented an insolvency law reform fostering corporate restructuring between 2009 and 2014 (i.e., Austria, Belgium, Denmark, Germany, Greece, Italy, Portugal and Spain). Control firms are from EU15 countries that did not implement any insolvency law reform over the same period and are matched based on all control variables (i.e., LEVERAGE, SIZE, TANGIBILITY, PROFITABILITY and NET WORTH) and exact industry. POST is a dummy variable set to one in and after the introduction year of each reform. In Models (6) and (7), we add interactions for firms close to insolvency, i.e., the bottom tercile and quartile based on Altman's Z in the year before the treatment, respectively. All models are firm and industry-year fixed effects regressions. All independent variables are lagged by one period. *T*-statistics based on Huber/White robust standard errors clustered by country are presented in parentheses. ***, **, and * indicate significance at the 1%-, 5%-, and 10%-levels, respectively. A description of all variables can be found in Appendix B.

Quelle: Closset/Großmann/Kaserer/Urban (2023)

Reale Effekte von Insolvenzrechtsreformen

- ✓ Closset/Großmann/Kaserer/Urban (2023):
  - EU-Insolvenzrechtsreformen reduzieren Investitionen um 2,5%
  - Patentaktivität geht um 10% zurück
  - Vergleichbare Ergebnisse auch in der Studie von Closset/Urban

- ✓ Rodano et al. (2016):
  - Insolvenzrechtsreform von 2005 in Italien führt zu einem Rückgang der Investitionen um 2,5%

- ✓ Favara et al. (2017):
  - Je stärker Gläubigerrechte im Insolvenzverfahren, um so niedriger sind die Investitionsquoten bei Unternehmen mit schlechter Bonität

Agenda

1. Hintergrund
2. Theoretische Überlegungen
3. Empirische Betrachtungen
4. Schlussfolgerungen

Schlussfolgerungen

- ✓ In der EU hat es seit der Finanzmarktkrise eine erhebliche Umgestaltung hin zu einem restrukturierungsorientiertem Insolvenzrahmen gegeben

- ✓ Aber: Restrukturierungsorientierte Reformen führen zu höheren Fremdkapitalkosten

- ✓ Kapitalstrukturanpassungen kann Effekte neutralisieren, hängt aber davon ab, wie sich die Eigenkapitalkosten verändern. Hierzu gibt es kaum Erkenntnisse.

- ✓ Allerdings zeigen Studien auch, dass es zu realen Effekten (Rückgang Investitions- und Patentaktivität) kommt. Dies deutet darauf hin, dass die Effekte nicht vollständig neutralisiert werden.

- ✓ Die wohlfahrtsökonomische Bewertung dieser Reformen ist somit ambivalent

Prof. Dr. Christoph Kaserer

Chair of Financial Management and Capital Markets

Technical University Munich

Research areas:
Corporate finance
Valuation
Capital markets
Financial regulation

Other activities
Dean of TUM School of Managment (2005-2010, and since 2025)
Associate editor of several academic journals
Economic Advisor of ESMA, Paris
Associate of Oxera Consulting, London
Consultant to corporates and public institutions
Publicly appointed court witness expert

Contact:
christoph.kaserer@tum.de