

rentable Investitionen ungenutzt verstreichen zu lassen.⁹¹³ Anders ausgedrückt tritt *underinvestment* auf, wenn der Wert des Unternehmens vor dem Projekt zuzüglich der Erträge aus dem Projekt geringer ausfällt als die Verbindlichkeiten.⁹¹⁴ Machen die langfristigen Verbindlichkeiten einen Großteil der Verbindlichkeiten aus, ist der Investitionsanreiz größer, da die Erträge nicht sofort für die Rückzahlung der Schulden verbraucht werden müssen, sondern zunächst vereinnahmt werden können.⁹¹⁵ Das DIP-financing schwächt diesen Interessenkonflikt ab.⁹¹⁶ Auf welche Weise es sich auswirkt, soll an einem Beispiel veranschaulicht werden.⁹¹⁷ Zunächst wird jedoch die Situation ohne vorrangige Befriedigung des Kreditgebers dargestellt werden. Anschließend wird der Ausgangssachverhalt erweitert, indem die Unterschiede bei der Kreditvergabe durch einen bestehenden oder neuen Kreditgeber sowie bei vorrangiger Befriedigung des Kreditgebers durchgespielt werden.

1. Bei Aufwendung eigener Mittel

Zunächst soll die Investition ohne Fremdkapitalgeber Beachtung finden. Einem Unternehmen mit ungesicherten Verbindlichkeiten in Höhe von US-\$ 90 Mio. und positiven Vermögenswerten in Höhe von US-\$ 80 Mio. steht eine Investition in Aussicht, für die es US-\$ 10 Mio. aufwenden müsste. Der Einfachheit halber sind mit Blick auf den Ertrag aus der Investition nur zwei gleich wahrscheinliche Szenarien denkbar. In Szenario 1 erzielt das Unternehmen einen Ertrag von US-\$ 4 Mio., in Szenario 2 den unbekanntem Ertrag Q . Weiter ist davon auszugehen, dass das Unternehmen nach Zufluss des Ertrags liquidiert werden soll. Die Entscheidung fällt dann zugunsten der Investition aus, wenn der Ertrag der beiden Szenarien abzüglich der Investitionskosten von US-\$ 10 Mio. positiv ist. Löst man folgende Ungleichung nach Q auf, ergibt sich für Q ein Wert größer US-\$ 16 Mio.:

$$0,5 * US-\$ 4 \text{ Mio.} + 0,5 * US-\$ Q \text{ Mio.} - US-\$ 10 \text{ Mio.} > 0 \quad Q > US-\$ 16 \text{ Mio.}$$

Damit sich die Investition insgesamt rechnet, muss der Ertrag in Szenario 2 US-\$ 16 Mio. übersteigen. Gemäß der Theorie des *underinvestment* haben die Eigentümer des Unternehmens aber erst dann einen Anreiz, die Investition zu veranlassen, wenn der Ertrag hoch genug ist, dass nach Begleichung der Schulden etwas für sie verbleibt. Der Ertrag in Szenario 2 müsste höher ausfallen als die Differenz zwischen Verbindlichkeiten und Schulden, das heißt höher als US-\$ 10 Mio. Die Investitionskosten von ebenfalls US-\$ 10 Mio. werden wiederum in Abzug gebracht. Nun ergibt sich für Q der Wert US-\$ 36 Mio.:

$$0,5 * 4 \text{ Mio.} + 0,5 US-\$ Q - US-\$ 10 \text{ Mio.} > US-\$ 10 \text{ Mio.} \quad \Rightarrow Q > US-\$ 36 \text{ Mio.}$$

Der Ertrag in Szenario 2 muss folglich US-\$ 36 Mio. übersteigen. Gemäß der Theorie des *underinvestment* werden alle Investitionen mit einem geringeren Ertrag

⁹¹³ Vgl. *Triantis*, 46 *Vanderb. L. Rev.* 1993, 901, 911. Mit einer Beispielrechnung illustriert bei *Chen et al.* (1994), S. 5.

⁹¹⁴ Vgl. *Chen et al.* (1994), S. 57 ff.

⁹¹⁵ Vgl. *Chen et al.* (1994), S. 64 f.

⁹¹⁶ Vgl. *Chatterjee et al.*, 28 *J. of Bank. & Finance* 2004, 3097, 3098; *Chen et al.* (1994), S. 69 f.; *Datta/Iskandar-Datta*, 18 *J. of Financial Research* 1995, 15, 23; *Triantis*, 46 *Vanderb. L. Rev.* 1993, 901, 927.

⁹¹⁷ Die Beispiele sind Angelehnt an *Triantis*, 46 *Vanderb. L. Rev.* 1993, 901, 921 ff., wurden jedoch eigenständig und kritisch weiterentwickelt.

unterlassen, obwohl sie sich bereits ab einem Ertrag von US-\$ 16 Mio. lohnen würden.

2. Bei Fremdfinanzierung durch neue Kreditgeber

Wenn die Investitionskosten von US-\$ 10 Mio. nicht aus eigenen Mittel, sondern von einem Kreditgeber finanziert werden, ergibt sich ein anderes Bild. Der Kreditgeber stimmt einer nachrangigen Befriedigung seiner Zinsforderung zu. Kreditgeber und Schuldner können als eine Einheit („Koalition“) gesehen werden, die lediglich die Investitionskosten von US-\$ 10 Mio. erwirtschaften muss. Da der Kredit von US-\$ 10 Mio. ein Zehntel der gesamten Verbindlichkeiten ausmacht, erhält die Koalition aus Kreditgeber und Kreditnehmer in Szenario 1 nach Liquidation den zehnten Teil des Vermögens zuzüglich des Ertrags von US-\$ 4 Mio., das heißt US-\$ 8,4 Mio. Die US-\$ 8,4 Mio. fließen in voller Höhe dem Kreditgeber zu, die Eigentümer erhalten nichts. In Szenario 2 errechnet sich der Ertrag wieder nach US-\$ ($Q - 10$ Mio.). Aufgrund der Koalition muss nicht berücksichtigt werden, dass die Gesamtverbindlichkeiten nunmehr von US-\$ 90 Mio. auf US-\$ 100 Mio. gestiegen sind, da das Vermögen entsprechend gestiegen ist. Der Wert für Q , bei dem die Eigentümer Ertrag für sich verbuchen können, errechnet sich damit wie folgt:

$$0,5 * US-\$ 8,4 \text{ Mio.} + 0,5 * US-\$ Q - US-\$ 10 \text{ Mio.} > US-\$ 10 \text{ Mio.} \\ \Rightarrow Q > US-\$ 31,6 \text{ Mio.}$$

Das Unternehmen wird profitable Investitionen nun nur noch für die Spanne von US-\$ 16 Mio. $< Q < US-\$ 31,6$ Mio. unterlassen. Das Risiko von *underinvestment* wird durch die Aufnahme von Fremdmitteln verringert. Es fällt umso niedriger aus, je höher die Auszahlung in Szenario 1 ist.⁹¹⁸

3. Bei Fremdfinanzierung mit Superpriorität durch neuen Kreditgeber

Mit der Untersuchung der Auswirkungen von Fremdmitteln mit Superpriorität ist die Darstellung an einem entscheidenden Punkt angelangt. Es wird sich zeigen, dass die Einräumung von Superpriorität für den Kreditgeber das *underinvestment* weiter reduziert. Aufgrund der höheren Priorität steigt die Auszahlung an den Kreditgeber in Szenario 1. Er erhält den kompletten Betrag. Szenario 2 braucht daher nur einen geringen Ertrag abzuwerfen, damit sich die Investition lohnt. Man nehme an, der Kreditgeber stellt dem Unternehmen wiederum US-\$ 10 Mio. als Neukredit zur Verfügung. In Szenario 1 erhält die Koalition aus Kreditgeber und Schuldner aufgrund der Priorität die gesamten US-\$ 10 Mio. wieder zurück. Der Ertrag Q , ab dem die Eigentümer Ertrag für sich verbuchen können, errechnet sich wie folgt:

$$0,5 * US-\$ 10 \text{ Mio.} + 0,5 US-\$ Q - US-\$ 10 \text{ Mio.} > US-\$ 10 \text{ Mio.} \Rightarrow Q > US-\$ 30 \text{ Mio.}$$

Die Spanne des *underinvestment* wurde weiter reduziert. Dieser Investitionsanreiz geht allerdings auf Kosten der anderen Gläubiger, für deren Befriedigung in Szenario 1 weniger Vermögen zur Verfügung steht. Während es ohne Superpriorität US-\$ 85,6 Mio.⁹¹⁹ waren, sind es nun noch US-\$ 84 Mio.

⁹¹⁸ Insoweit falsch *Triantis*, 46 Vanderb. L. Rev. 1993, 901, 922 a. E.

⁹¹⁹ US-\$ 94 Mio. abzüglich der Quote für den Neugläubiger von US-\$ 8,4 Mio.

4. Bei Fremdfinanzierung durch bestehenden Kreditgeber

Das *underinvestment* wird ebenfalls reduziert, wenn die Investition durch einen bestehenden Kreditgeber finanziert wird. Man nehme an, der Kreditgeber sei bereits mit US-\$ 20 Mio. bei dem insolventen Unternehmen engagiert, bevor er nun weitere US-\$ 10 Mio. Kredit ausreicht. In Szenario 1 erhält er 3/10 von US-\$ 84 Mio. und damit US-\$ 25,2 Mio. Der Ertrag in Szenario 2 muss dann nicht nur größer sein als die Investition von US-\$ 10 Mio., sondern zudem die Summe einschließen, die der Kreditgeber erhalten hätte, wenn er nicht neu investiert hätte. Denn infolge der Investition besteht das Risiko, dass das Vermögen aufgezehrt wird und der Gläubiger im schlimmsten Fall gar nichts erhalten könnte. Die Investition muss daher einen voraussichtlichen Ertrag abwerfen, der dieses Risiko abfängt. Im vorliegenden Beispiel würde der Kreditgeber ohne die Investition 2/9 des Vermögens von US-\$ 80 Mio. erhalten (US-\$ 17,8 Mio.). Der in Szenario 2 zu erwirtschaftende Ertrag muss damit US-\$ 27,8 Mio. übersteigen. Dafür wird die Ursprungsforderung des Kreditgebers von US-\$ 20 Mio. bei der Differenz zwischen Aktiv- und Passivseite nicht berücksichtigt. Die Koalition aus Kreditgeber und Schuldner erhält stattdessen die Differenz zwischen den Vermögensgegenständen und allen Forderungen, außer derjenigen des Kreditgebers. Es ergibt sich folgende Gesamtrechnung:

$$0,5 * US-\$ 25,2 \text{ Mio.} + 0,5 US-\$ Q + US-\$ 10 \text{ Mio.} > US-\$ 27,8 \text{ Mio.} \Rightarrow Q > US-\$ 10,4 \text{ Mio.}$$

Da Q geringer ausfällt als der Grenzwert von US-\$ 16 Mio. ist das Risiko des *underinvestment* gebannt. Es besteht stattdessen die Gefahr von Spekulationsgeschäften, das heißt der Investition in riskante Geschäfte, ohne dass dies wirtschaftlich gerechtfertigt ist. Ihr Risiko steigt, je höher der Ertrag verglichen mit dem eingesetzten Kapital ist und je niedriger die Überschuldung ausfällt.

5. Bei Fremdfinanzierung in Superpriorität durch bestehenden Kreditgeber

Interessant ist abschließend die Zusammenschau der Kriterien „Superpriorität“ und „bestehender Kreditgeber“, nicht zuletzt da die meisten DIP-Darlehen von bestehenden Kreditgebern ausgereicht werden.⁹²⁰ Man nehme an, der Kreditgeber sei bereits mit US-\$ 20 Mio. bei dem insolventen Unternehmen engagiert, bevor er nun weitere US-\$ 10 Mio. Kredit – diesmal mit Supervorrang – ausreicht. Ohne die Investition würde der Kreditgeber 2/9 des Vermögens von US-\$ 80 Mio. erhalten (US-\$ 17,8 Mio.). In Szenario 1 erhält er nun diese US-\$ 17,8 Mio. zuzüglich der US-\$ 10 Mio. Neukredit, das heißt insgesamt US-\$ 27,8 Mio. Für Szenario 2 und die Mindesthöhe von Q ergibt sich keine Änderung im Vergleich zu dem vorherigen Beispiel.

$$0,5 * US-\$ 27,8 \text{ Mio.} + 0,5 US-\$ Q + US-\$ 10 \text{ Mio.} > US-\$ 27,8 \text{ Mio.} \quad Q > US-\$ 7,8 \text{ Mio.}$$

Es zeigt sich, dass der Wert für Q noch einmal deutlich reduziert wurde. Er liegt nun deutlich unter dem optimalen Wert von US-\$ 16 Mio.

⁹²⁰ Vgl. *McGlaun* (2007), S. 10: Nahezu 90 % aller Unternehmen, die DIP-financing oder *cash-collateral* nutzen, erhalten die Geldmittel von einem der gesicherten Altgläubiger. Vgl. auch *Dahiya et al.*, 69 *J. of Financial Econ.* 2003, 259, 276 ff.

6. Kritik

Die Theorie des *underinvestment* geht in vierfacher Hinsicht an der Wirklichkeit vorbei. Erstens macht die enorme Größenordnung des Ertragsvolumens die Theorie angreifbar. Es mag im Einzelfall vorkommen, dass ein Unternehmen die Gelegenheit zu einer solch lukrativen Investition hat, die Regel ist es nicht. Die Theorie entbehrt damit von vornherein der Fälle, in denen sie fruchtbar werden könnte. Zweitens wird ein Unternehmen in kleine Projekte ebenfalls investieren, sobald ein Ertrag winkt. Die Unternehmensführung wird nicht auf die seltene Gelegenheit einer Investition warten, die das Unternehmen auf einen Schlag aus der Insolvenz herauskatapultiert. Der dafür nötige Ertrag kann sich auch aus der Summe einer Vielzahl kleinerer Investitionen ergeben. Die Unternehmensführung hat daher durchaus einen Anreiz, kleinere rentable Investitionen zu tätigen. Drittens ist es nicht nachvollziehbar, Kreditgeber und Schuldner als eine Einheit zu behandeln, wie es *Triantis* und *Chen* für ihre Beispielrechnungen tun. Der Schuldner erhält in der Regel als letzter Beteiligter sein Kapital zurück, nach dem Kreditgeber und allen anderen Gläubigern. Viertens schließlich trifft die Beispielrechnung nur auf die Situation der Überschuldung zu, nicht aber auf Zahlungsunfähigkeit, dem in Deutschland weitaus häufigeren Insolvenzgrund.⁹²¹ So reduziert das DIP-financing zwar die negativen Auswirkungen des *underinvestment*, ohne dass diesem positiven Effekt angesichts der geringen praktischen Relevanz des *underinvestment* größere Bedeutung zugemessen werden kann.

VI. Der Anreiz zu Spekulationsgeschäften (*overinvestment*)

Während das *underinvestment* gemindert wird und sich das DIP-financing insoweit positiv auswirkt, verstärkt es zur selben Zeit in negativer Weise die Anreize zu Spekulationsgeschäften (*overinvestment*). Wenn einem Unternehmen die Insolvenz droht, sind die Eigentümer versucht, das Management zu hochriskanten Geschäften anzuhalten. Da die Haftung der Eigentümer auf das eingesetzte Kapital beschränkt ist, sie aber die potenziellen Gewinne einstreichen können, besteht ein Anreiz, sogar in solche Projekte zu investieren, die keinen positiven Barwert haben,⁹²² in der vagen Hoffnung auf märchenhaften Gewinn. Wiederum kann eine Beispielrechnung den Gedankengang veranschaulichen:⁹²³ Ein Unternehmen hat Vermögen in Höhe von US-\$ 70 Mio., und Schulden in Höhe von US-\$ 100 Mio., das heißt negatives Eigenkapital in Höhe von US-\$ 30 Mio. Ihm steht ein Projekt in Aussicht, das US-\$ 80 Mio. an Investitionen verlangt. Mit 50-prozentiger Wahrscheinlichkeit wird ein Ertrag von US-\$ 0 erwirtschaftet, mit 50-prozentiger Wahrscheinlichkeit ein Ertrag US-\$ 130 Mio. Unter Berücksichtigung der Investitionskosten errechnet sich der voraussichtliche Ertrag daher wie folgt:

⁹²¹ So wurden im Jahr 2007 von 29.160 Unternehmensinsolvenzen insgesamt 23.914 oder 82 % der Insolvenzen aufgrund von Zahlungsunfähigkeit eröffnet, 630 oder 2,16 % aufgrund von Überschuldung und 4.382 oder 15 % aufgrund von Zahlungsunfähigkeit und Überschuldung, *Angele*, *Wirtschaft u. Statistik* 2008, 302, 306.

⁹²² *Triantis*, 46 *Vanderb. L. Rev.* 1993, 901, 910 f.; *Gertner/Scharfstein*, 46 *The J. of Finance* 1991, 1189, 1192 ff.; *Adler*, 77 *Corn. L. Rev.* 1992, 439, 473; *Adler*, 62 *U. Chicago L. Rev.* 1995, 575, 594; *Dahiya et al.*, 69 *J. of Financial Econ.* 2003, 259, 260 m. N.; Detaillierte Berechnungen nimmt *Parrino* (1997), S. 1 ff., vor.

⁹²³ Nach *Chen et al.* (1994), S. 5 ff. Anders gelagerte Beispiele führt *Adler*, 77 *Corn. L. Rev.* 1992, 439, 473; *Adler*, 62 *U. Chicago L. Rev.* 1995, 575, 594, an.

$$0,5 * US-\$ 0 + 0,5 * US-\$ 130 \text{ Mio.} - US-\$ 80 \text{ Mio.} = - US-\$ 15 \text{ Mio.}$$

Anstelle eines Ertrags steht ein Verlust von US-\$ 15 Mio. in Aussicht. Unter normalen Umständen würde die Investition nicht getätigt werden. In der Insolvenz verhält es sich anders. Die Eigentümer werden theoretisch die Investition von US-\$ 10 Mio., die sie zu dem Vermögen von US-\$ 70 Mio. hinzugeben müssen, tätigen, da sie zwar mit 50-prozentiger Wahrscheinlichkeit gar nichts, zu 50-prozentiger Wahrscheinlichkeit aber jene US-\$ 130 Mio. erhalten, die es ihnen erlauben, nach Begleichung der Schulden von US-\$ 100 Mio. US-\$ 30 Mio. für sich zu verbuchen. Die Eigentümer könnten also in der Hoffnung auf den enormen Gewinn in Szenario 1 ein Projekt wählen, dessen Ertrag in der Prognose negativ ist.⁹²⁴ Die wirtschaftswissenschaftliche Literatur veranschaulicht die Gefahr von Spekulationsgeschäften, indem sie die Gesellschafterposition in einer Kapitalgesellschaft mit einer Kaufoption (*call-option*) vergleicht.⁹²⁵ Eine solche Kaufoption gibt ihrem Inhaber das Recht, einen bestimmten Basiswert zu einem im Voraus vereinbarten Betrag zu beziehen (Ausübungspreis). Je nach Ausgestaltung der Option kann er sein Kaufrecht während eines bestimmten Zeitraums oder zu einem bestimmten Zeitpunkt ausüben. Er wird es nur dann ausüben, wenn der Preis des Basiswertes über dem Ausübungspreis liegt. Übertragen auf die Eigentümer eines insolventen Unternehmens haben diese die Möglichkeit, das Unternehmen zum Preis der Summe seiner Verbindlichkeiten zu erwerben. Für das eben genannte Beispiel bedeutet dies, die Kaufoptionen wird nur ausgeübt, wenn der Cash Flow US-\$ 130 Mio. beträgt. Der Wert der Optionen beträgt US-\$ 15 Mio.⁹²⁶ Dennoch müssen die Eigentümer nur US-\$ 10 Mio. zahlen, respektive investieren. Die fehlenden US-\$ 5 Mio. kommen von den Gläubigern. Die Eigentümer können auf diese Weise die Gläubiger dazu zwingen, ihnen eine Kaufoption unter Wert zu verkaufen.

Diese Anreize bestehen zunächst im Vorfeld der Insolvenz durch die Aussicht des bevorstehenden Verfahrens mit all seinen Sonderregelungen, wie DIP-financing und *automatic stay*. Sie bestehen jedoch im Insolvenzverfahren fort und gewinnen noch an Bedeutung. Da die Eigentümer ihren Haftungsanteil ohnehin abschreiben müssen, haben sie wenig zu verlieren aber viel zu gewinnen. Sie sehen allerdings nur dann Geld, wenn die Gläubiger befriedigt wurden, so dass Projekte mit extrem hohen Gewinnchancen von besonderer Attraktivität sind. Dieselben Projekte sind fast immer mit extrem hohen Risiken verbunden. Noch dazu versagen in der Insolvenz die Instrumente, die die Eigentümer und das Management normalerweise disziplinieren, insbesondere vertragliche Vereinbarungen. Mit Beginn des Verfahrens werden viele vertragliche Rechte ausgesetzt (*automatic stay*). Da es für die Eigentümer um alles oder nichts geht, werden Vereinbarungen gegebenenfalls gebrochen. Das DIP-financing verstärkt den Anreiz weiter zum Negativen.⁹²⁷ Die Eigentümer erhalten weitgehend unkompliziert das für die Investitionen nötige Kapital. Ist der potentielle Ertrag so hoch, dass nach Rückzahlung des DIP-Darlehens und der übrigen Schulden noch Geld verbleibt, lohnt sich die Investition für die Eigentümer selbst dann, wenn die Chancen für das Gewinnszenario gering sind. Der Financier hat

⁹²⁴ Vgl. *Chen et al.* (1994), S. 7.

⁹²⁵ Vgl. *Chen et al.* (1994), S. 8.

⁹²⁶ $0,5 * (US-\$ 130 \text{ Mio.} - US-\$ 100 \text{ Mio.}) = US-\$ 15 \text{ Mio.}$, vgl. *Chen et al.* (1994), S. 8.

⁹²⁷ Vgl. *Gerner/Scharfstein*, 46 *The J. of Finance* 1991, 1189, 1210; *Skeel*, 152 *U. Pennsylv. L. Rev.* 2003, 917, 935.

ebenfalls keine Einwände. Die Rückzahlung seiner Forderung ist schließlich gesichert.

Die Gefahr von nachteiligen Spekulationsgeschäften bleibt dennoch überschaubar. Verschiedene Studien wiesen nach, dass sich DIP-Darlehen positiv auf Kennzahlen der wirtschaftlichen Lage des Unternehmens auswirken. Dies bedeutet, dass in der Gesamtschau die positiven Auswirkungen überwiegen. Gemäß *Chatterjee/Dhillon/Ramírez* nahmen die Händler von Anleihen die Bekanntgabe eines DIP-Darlehens positiv auf, und die Kurse der Sicherheiten stiegen.⁹²⁸ Das deutet auf eine positive Beurteilung der Darlehensaufnahme hin, während die Befürchtung falscher Investitionsanreize zumindest nicht überwog. Die steigenden Kurse der Anleihen lassen sich in der Weise deuten, dass das DIP-financing Investitionen anregt, die aufgrund ihres positiven Barwerts allen Beteiligten zum Vorteil gereichen. Nach den Studien von *Dahiya/John/Puri/Ramírez* wurden die mit Hilfe eines DIP-Darlehens finanzierten Unternehmen mit einer größeren Wahrscheinlichkeit erfolgreich reorganisiert und beendeten überdies schneller das Verfahren.⁹²⁹ Eine gründliche Prüfung des DIP-financing-Vertrags kann das Risiko von Spekulationsgeschäften deutlich mindern. Spekulationsgeschäfte lassen sich leichter prüfen als das Vernachlässigen einer Investition (*underinvestment*). Die Gerichte tun gut daran, die Investitionen des Schuldners zu überwachen. Sie schätzen anhand verschiedener Kriterien wie dem Grad der Überschuldung, dem Risiko der potentiellen Investitionen und der Beziehung des Kreditgebers zum Unternehmen die Wahrscheinlichkeit von Spekulationsgeschäften ein.⁹³⁰ Weiter können sie eine vorrangige Sicherheit nach 11 U.S.C. § 364 (d) nur für das nach Antragstellung erworbene Eigentum zusprechen.⁹³¹ *Skeel* vertritt die Auffassung, die Gerichte sollten Vereinbarungen, die einen Schutz vor Anfechtung vorsehen, nicht akzeptieren, denn sonst würden falsche Anreize verstärkt, da die Finanzierung unrentabler Projekte oder gar eines liquidierungsreifen Unternehmens nicht rückgängig gemacht werden kann.⁹³² Solche Vereinbarungen werden üblicherweise in DIP-Finanzierungen ausbedungen. Überhaupt kann das Anfechtungsrecht einen großen Beitrag dazu leisten, Spekulationsgeschäfte aus der Zeit vor Insolvenzeröffnung rückgängig zu machen beziehungsweise von vornherein davon abzuhalten.⁹³³

Weitere Faktoren führen dazu, dass Spekulationsgeschäfte in gleicher Weise wie das *underinvestment* in der Praxis kaum vorzufinden sind. Hat das Management Aussicht, auch nach Beendigung des Verfahrens seinen Platz behalten zu können, besteht kaum ein Anreiz für Spekulationsgeschäfte, denn das Management müsste einen schlechten Ausgang des Geschäfts verantworten.⁹³⁴ Selbst wenn das Unternehmen zerschlagen wird, möchte das Management seine Chancen auf dem

⁹²⁸ Vgl. *Chatterjee et al.*, 28 J. of Bank. & Finance 2004, 3097, 3104.

⁹²⁹ Vgl. *Dahiya et al.*, 69 J. of Financial Econ. 2003, 259, 270 ff.

⁹³⁰ Vgl. *Triantis*, 46 Vanderb. L. Rev. 1993, 901, 920 f.

⁹³¹ Vgl. *Triantis*, 46 Vanderb. L. Rev. 1993, 901, 926.

⁹³² Vgl. *Skeel*, 152 U. Pennsylv. L. Rev. 2003, 917, 941 f. Ein zu strikter Umgang mit der Kreditvereinbarung mag zwar andererseits dazu führen, dass der Kreditgeber untersichert ist und damit womöglich einen Anreiz hat, das Unternehmen vorschnell zu liquidieren, doch ist diese Gefahr vergleichsweise gering. Eine detaillierte, spieltheoretische Untersuchung der Auswirkungen des Anfechtungsrechts hat *Adler*, 62 U. Chicago L. Rev. 1995, 575 ff., vorgenommen.

⁹³³ Vgl. *Adler*, 62 U. Chicago L. Rev. 1995, 575, 590 ff. Das Anfechtungsrecht verstärkt zwar auch das *underinvestment*, es überwiegen jedoch die positiven Auswirkungen (ebd., S. 603 ff.)

⁹³⁴ Vgl. *Skeel*, 152 U. Pennsylv. L. Rev. 2003, 917, 935.

Arbeitsmarkt für Führungskräfte nicht durch ein leichtsinniges Geschäft verschlechtern.⁹³⁵ Ein anderer Aspekt ist die Trennung von Management und Anteilseigentum. Manager kommen weniger in Versuchung riskante Geschäfte abzuschließen, wenn ihr Schicksal nicht davon abhängt, ob sie mit einem guten Geschäft ganz persönlich aus gefährlichem Fahrwasser kommen.⁹³⁶ Weiter kann dem *overinvestment* entgegengewirkt werden, indem nicht gegen die *absolute priority rule* verstoßen wird. Können die Eigentümer erwarten, dass im Insolvenzplan eine Verteilung an sie vorgesehen wird, besteht ein Anreiz für besonders riskante Geschäfte. Das gilt solange das Unternehmen noch solvent ist.⁹³⁷ Die Kehrseite einer strengen Einhaltung der *absolute priority rule* ist der geringere Anreiz für die Anteilseigner, einen Insolvenzantrag zu stellen. Ein nächster Korrekturmechanismus sind *bond covenants*, das heißt Bedingungen für Anleihen, die dem ausgebenden Unternehmen Restriktionen auferlegen.⁹³⁸ Gleiches gilt für die *covenants* der DIP-Darlehen. Eine vertragliche Engführung der Investitionspolitik erweist sich hingegen nicht als effektiv. Sie bringt sehr hohe Überwachungskosten mit sich, insbesondere, da nicht nur festgestellt werden muss, welche Investitionen mit negativem Barwert getätigt, sondern auch, welche Projekte mit positivem Barwert unterlassen wurden. Effektiver sind Vereinbarungen bezüglich der Dividendenpolitik und der Refinanzierung. Sie setzen aktives Tun voraus und lassen sich daher leichter überwachen.⁹³⁹ Der Käufer der Anleihen, respektive der Kreditgeber, muss sich darüber im Klaren sein, ob ihm Spekulationsgeschäfte oder *underinvestment* wahrscheinlicher erscheinen. Denn *covenants*, die Fehlanreize in einer Richtung entgegensteuern, verstärken zur selben Zeit die Impulse in die andere Richtung.⁹⁴⁰ Die mit Fremdkapital verbundenen steuerlichen Vorteile schließlich tragen ebenfalls dazu, gegenläufige Interessen von Eigentümern und Kreditgebern zu mildern. Die Kreditgeber sollen nicht vor den Kopf gestoßen werden.⁹⁴¹ Nicht zuletzt treffen die für das *underinvestment* vorgebrachten Kritikpunkte gleichermaßen auf das *overinvestment* zu.

Die geringe Gefahr von Spekulationsgeschäften wurde in empirischen Studien bestätigt. *Andrade/Kaplan* untersuchten für eine Auswahl von 31 hochverschuldeten Unternehmen, die sich in finanziellen, nicht aber in wirtschaftlichen, Schwierigkeiten befanden, ob große Investitionen in unüblich risikoreiche Projekte vorgenommen wurden. Sie fanden keinen einzigen Nachweis für derartiges Verhalten.⁹⁴² Auch *Eckbo/Thorburn* machten diese Beobachtung. Sie analysierten 263 schwedische

⁹³⁵ Vgl. *Triantis*, 46 *Vanderb. L. Rev.* 1993, 901, 916.

⁹³⁶ Vgl. *Triantis*, 46 *Vanderb. L. Rev.* 1993, 901, 916.

⁹³⁷ Vgl. *Skeel*, 152 *U. Pennsylv. L. Rev.* 2003, 917, 934; Ausgeführt bei *Adler*, 77 *Corn. L. Rev.* 1992, 439, 473 f. Es wird hier auch die gegenteilige Meinung vertreten: Indem Schuldner und Gläubiger beide umso weniger erlangen, je schlechter die Lage des Unternehmens ist, teilen sie sich das Risiko, so dass sich Verletzungen der APR risikomindernd auswirken; siehe die Nachweise bei *Adler*, S. 440. Richtig ist seine Unterscheidung danach, ob das Unternehmen solvent ist oder sich kurz vor oder bereits in der Insolvenz befindet. Für letzteren Zeitpunkt verstärkt die Verletzung der APR den Anreiz riskanter Geschäfte, da die Eigentümer, die wissen, dass der Insolvenzplan keine Verteilung an sie vorsehen wird, bei einer riskanten Investition nichts zu verlieren haben, jedoch durchaus gewinnen können.

⁹³⁸ Vgl. *Triantis*, 46 *Vanderb. L. Rev.* 1993, 901, 911 f.

⁹³⁹ Vgl. *Smith Jr./Warner*, 7 *J. of Financial Econ.* 1979, 117, 125 ff.

⁹⁴⁰ Vgl. *Triantis*, 46 *Vanderb. L. Rev.* 1993, 901, 912.

⁹⁴¹ Vgl. *Parrino* (1997), S. 3 f.

⁹⁴² Vgl. *Andrade/Kaplan*, 53 *J. of Finance* 1998, 1443, 1471.

Unternehmen und widerlegten die Theorie, dass die Geschäftsführung aufgrund ihres Kontrollverlusts mit Beginn des Insolvenzverfahrens im Vorfeld der Insolvenz besonders hohe Risiken eingehe. Die Geschäftsführung investierte stattdessen in konservative Geschäfte, um die Chance einer erfolgreichen Reorganisation zu erhöhen und sich auf diese Weise dem Käufer des Unternehmens als CEO zu empfehlen beziehungsweise nach Möglichkeit die Insolvenz, die mit Einkommensverlusten von fast 50 % verbunden ist, von vornherein zu vermeiden. Die unterschiedlichen Interessen von Geschäftsführung und Eigentümern verringerten die Gefahr von Spekulationsgeschäften erheblich. Das galt sogar dann, wenn das Management selber erhebliche Anteile am Unternehmen hält.⁹⁴³ Die Gefahr von *overinvestment* ist insbesondere geringer, wenn das DIP-Darlehen von einem Altgläubiger ausgereicht wird.⁹⁴⁴ Dies lässt sich damit erklären, dass der Altgläubiger über eine Verringerung der Quote von einem Verlust direkt betroffen wäre. Er wird nur dann das Geld für die Investition zu Verfügung stellen, wenn diese in der Gesamtschau keinen Verlust, sondern Ertrag bringt. Es kann das Resümee gezogen werden, dass die Gefahr von Spekulationsgeschäften für die Praxis keine maßgebliche Bedeutung hat.⁹⁴⁵

O. Die Ergebnisse des Kapitel 3

Zum Abschluss dieses Kapitels sollen die wichtigsten Eckpunkte in Erinnerung gerufen werden:

1. Von den Varianten des in 11 U.S.C. § 364 geregelten DIP-financing gehen die Einräumung eines Vorrangs vor Masseverbindlichkeiten nach Absatz (c) und die erneute Belastung bereits belasteten Vermögensgut nach Absatz (d) über die Finanzierungsmöglichkeiten in Deutschland hinaus.
2. Bei Einräumung einer erstrangigen Sicherheit nach 11 U.S.C. § 364 (d) muss dem in seinem Recht verdrängten Sicherungsnehmer ein Ausgleich gewährt werden (*adequate protection*). Bisweilen wird dieser Ausgleich an einem noch zu erwirtschaftenden Wert gewährt, häufiger jedoch wird auf einen sogenannten *equity cushion* abgestellt, das heißt darauf, ob das Vermögen des Schuldners größer ist als die gesicherten Verbindlichkeiten. Im Ergebnis hängt die Höhe des Ausgleichs davon ab, welchem Gutachter das Gericht Glauben schenkt.
3. Das DIP-financing steht grundsätzlich auch für die Liquidation nach Chapter 7 des Bankruptcy Codes zur Verfügung. Es kommt jedoch überwiegend im Planverfahren nach Chapter 11 zur Anwendung. So wurde denn auch das für Chapter 11 übliche Governance-Konstrukt des *debtor-in-possession* namensgebend.
4. Das DIP-financing wurde mit dem Bankruptcy Code 1978 in das Gesetz aufgenommen. Seine Geschichte reicht allerdings bis in das ausgehende 19. Jahrhundert in die Zeit der großen Eisenbahngesellschaften zurück. Damals waren

⁹⁴³ Vgl. Eckbo/Thorburn, 69 J. of Financial Econ. 2003, 227, 229 ff., 256.

⁹⁴⁴ Vgl. Dahiya et al., 69 J. of Financial Econ. 2003, 259, 273.

⁹⁴⁵ Wenn nicht gar, wie White, 80 Virginia L. Rev. 1994, 2089, 2089, es bzgl. der Diskussion um die Abschaffung des Art. 9 U.C.C. ausdrückt: „Were it not for the fact that this debate might give us some insights about certain priority rules (such as those having to do with purchase money), it would be pure intellectual masturbation, a game with no purpose other than to satisfy and stimulate one's intellect.”