

Schnabl, Gunther; Siemon, Klaus

**Working Paper**

## Die EU-Insolvenzrichtlinie zu vorinsolvenzlichen Verfahren aus ordnungspolitischer Perspektive

Working Paper, No. 154

**Provided in Cooperation with:**

University of Leipzig, Faculty of Economics and Management Science

*Suggested Citation:* Schnabl, Gunther; Siemon, Klaus (2018) : Die EU-Insolvenzrichtlinie zu vorinsolvenzlichen Verfahren aus ordnungspolitischer Perspektive, Working Paper, No. 154, Universität Leipzig, Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät, Leipzig

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/180995>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*



UNIVERSITÄT  
LEIPZIG

Wirtschaftswissenschaftliche  
Fakultät  
Faculty of Economics and  
Management Science

Working Paper, No. 154

Gunther Schnabl / Klaus Siemon

**Die EU-Insolvenzrichtlinie zu  
vorinsolvenzlichen Verfahren  
aus ordnungspolitischer  
Perspektive**

**The EU Directive on Preventive  
Restructuring Frameworks from a  
Ordoliberal Perspective**

Juli 2018

ISSN 1437-9384

## Die EU-Insolvenzrichtlinie zu vorinsolvenzlichen Verfahren aus ordnungspolitischer Perspektive

### The EU Directive on Preventive Restructuring Frameworks from a Ordoliberal Perspective

Gunther Schnabl  
Institut für Wirtschaftspolitik  
Universität Leipzig  
Grimmaische Straße 12  
04109 Leipzig  
schnabl@wifa.uni-leipzig.de

Klaus Siemon  
Rechtsanwalt, Fachanwalt für  
Insolvenzrecht, Insolvenzverwalter  
Tersteegenstr. 28  
40474 Düsseldorf  
k.siemon@kanzlei-siemon.de

14.7.2018

#### Zusammenfassung

Das Papier analysiert die EU-Richtlinie zum vorinsolvenzlichen Verfahren (2016/0359 (COD)) vor dem Hintergrund der anhaltend lockeren Geldpolitik aus ordnungspolitischer Perspektive. Es wird gezeigt, dass die Voraussetzungen geschaffen werden, durch strategische Kreditvergabe an Unternehmen im vorinsolvenzlichen Verfahren auf Kosten anderer Gläubiger auf Bewertungsgewinne durch Insolvenz zu spekulieren. Zudem kann in einem Umfeld zunehmender Zombifizierung die Haftung von wirtschaftlich schwachen Unternehmen auf Kosten von leistungsfähigen Unternehmen und Banken aufgeweicht werden. Aus ordnungspolitischer Sicht ist die Richtlinie deshalb kritisch zu betrachten.

#### Summary

The paper analyzes the EU directive on preventive restructuring frameworks (2016/0359 (COD)) against the background of the persistently loose monetary policy of the European Central Bank. It shows that in a low interest rate environment speculation on valuation gains through insolvency via strategic lending to companies in the pre-bankruptcy proceedings can be at the expense of other creditors. In an environment of increasing zombification, the liability of economically weak companies can be further weakened at the expense of well-performing companies and banks. Therefore, from an ordoliberal perspective, the directive is to be seen critical.

JEL Codes: E52, E61, H81, K23.

**Schlüsselwörter:** Insolvenz, Vorinsolvenzliches Verfahren, EU Direktive 2016/0359 (COD), Nullzinspolitik, Spekulation, Zombifizierung.

**Keywords:** Insolvency, Preventive Restructuring Framework, EU Directive 2016/0359 (COD), Zero Interest Rate-Policy, Zombification.

## 1. Einleitung

Ein immer weiter sinkendes Zinsniveau hat weltweit Übertreibungen auf den Finanzmärkten verursacht (Hoffmann und Schnabl 2011). Einschneidende Krisen münden in neue Zinssenkungen und umfangreiche Anleihekäufe der Zentralbanken, wodurch der Nährboden für neue Übertreibungen geschaffen wird. Weil durch die Leitzinssenkungen gegen null sichere Anlageformen wie Bankeinlagen und Staatsanleihen keine Renditen mehr erwirtschaften, ist weltweit der Anreiz groß auf Bewertungsgewinne im Finanz- und Unternehmenssektor zu spekulieren. So hat beispielsweise das Volumen der Aktienrückkäufe und kreditfinanzierten Übernahmen deutlich zugenommen.

In Europa haben die Einführung des Euro sowie die Zinssenkungen der Europäischen Zentralbank in Reaktion auf das Platzen der Dotcomblase (2000) in Süden, Osten und Westen zu Spekulation auf den Aktien- und Immobilienmärkten sowie zu Überkonsum geführt (Holinski et al. 2012). In Reaktion auf die daraus resultierende europäische Finanz- und Schuldenkrise (ab 2008) hat die Europäische Zentralbank die Zinsen auf null gesenkt und seit März 2015 Staats- und Unternehmensanleihen in Höhe von rund 2600 Milliarden Euro (bis Dezember 2018) gekauft.

Über das Interbankenzahlungssystem TARGET sind Verbindlichkeiten der Krisenstaaten Griechenland, Italien, Spanien und Portugal in Höhe von 940 Milliarden Euro entstanden (Sinn 2012, 2018). Diese haben es den Geschäftsbanken in den Krisenländern erlaubt, bei aufgeweichten Anforderungen an die Sicherheiten im großem Umfang Kredite an nicht rentable Unternehmen aufrecht zu erhalten. Der Bestand an faulen Krediten in Europa liegt nach Angaben der Europäischen Kommission (2018) bei 950 Milliarden Euro. Es wächst vor allem in Südeuropa die Anzahl von Unternehmen, die aufgrund einer geringen wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit auf eine nachsichtige Kreditvergabe der Banken angewiesen sind (Adalet McGowan et al. 2017).

In diesem Umfeld plant die Europäische Union eine Richtlinie zur Einführung von vorinsolvenzlichen Verfahren (2016/0359 (COD), Europäische Kommission 2016), die bisher nur in den Rechtswissenschaften diskutiert wird. Graf-Schlicker (2016) sieht Klärungsbedarf

bezüglich der wirtschaftlichen Situation eines Unternehmens, bei dem ein vorinsolvenzliches Verfahren eingeleitet werden kann. Sie verweist auf die Gefahr wertvernichtender oder gar missbräuchlicher Sanierungsversuche. Kayser (2016) grenzt das vorinsolvenzliche Verfahren vom Insolvenzverfahren juristisch ab. Er äußert Bedenken im Hinblick auf die Eigentumsgarantie des Art. 14 GG, die sich durch einen vorinsolvenzlichen Eingriff verletzt sein könnte. Jacoby (2016) und der Gravenbrucher Kreis (2016) befassen sich mit Fragen der rechtlichen Konstruktion des vorinsolvenzlichen Verfahrens.<sup>1</sup>

Aufbauend auf die juristische Literatur wird die geplante neue Insolvenzrichtlinie der Europäischen Union 2016/0359 (COD) aus ordnungspolitischer Perspektive analysiert. Es wird gezeigt, dass Spekulation erleichtert würde, die Vermögenswerte wirtschaftlich schwacher Unternehmen auf Kosten anderer Gläubiger wie Hausbanken, Zuliefererunternehmen und Arbeitnehmer verwertet. Zudem würde die Verschleppung der Insolvenz nicht-wirtschaftlicher Unternehmen auf Kosten wirtschaftlicher Unternehmen begünstigt.

## **2. Auswirkungen des geldpolitischen Umfelds auf Finanzmärkte und Unternehmen**

Seit Mitte der 1980er Jahre haben die großen Zentralbanken (Federal Reserve, Bank von Japan, Bank von England, Europäische Zentralbank) in Krisen die Zinsen stark gesenkt, um die Finanzmärkte zu stabilisieren. In Boom-Phasen wurden die Zinsen hingegen nur zögerlich angehoben, um den Aufschwung nicht zu gefährden. Diese asymmetrischen Geldpolitiken haben dazu geführt, dass in allen Industrieländern die kurz- und langfristigen Zinsen in Wellen gegen null gefallen sind (siehe Abb. 1). Nach Erreichen der Nullzinsgrenzen haben die Zentralbanken in großem Umfang Anleihen gekauft.

Die Europäische Zentralbank hat den Leitzins von 3,25% im Oktober 2008 auf 0% im Juli 2010 gesenkt, wo er bis heute liegt. Der Zinssatz auf Einlagen der Banken bei der Zentralbank ist seit Juni 2014 negativ und liegt derzeit bei -0,4%. Seit Januar 2015 hat die Europäische Zentralbank Staats- und Unternehmensanleihen im Umfang von 2600 Milliarden Euro (bis September 2018) gekauft, was maßgeblich zu Zinssenkungen am langen Ende der

---

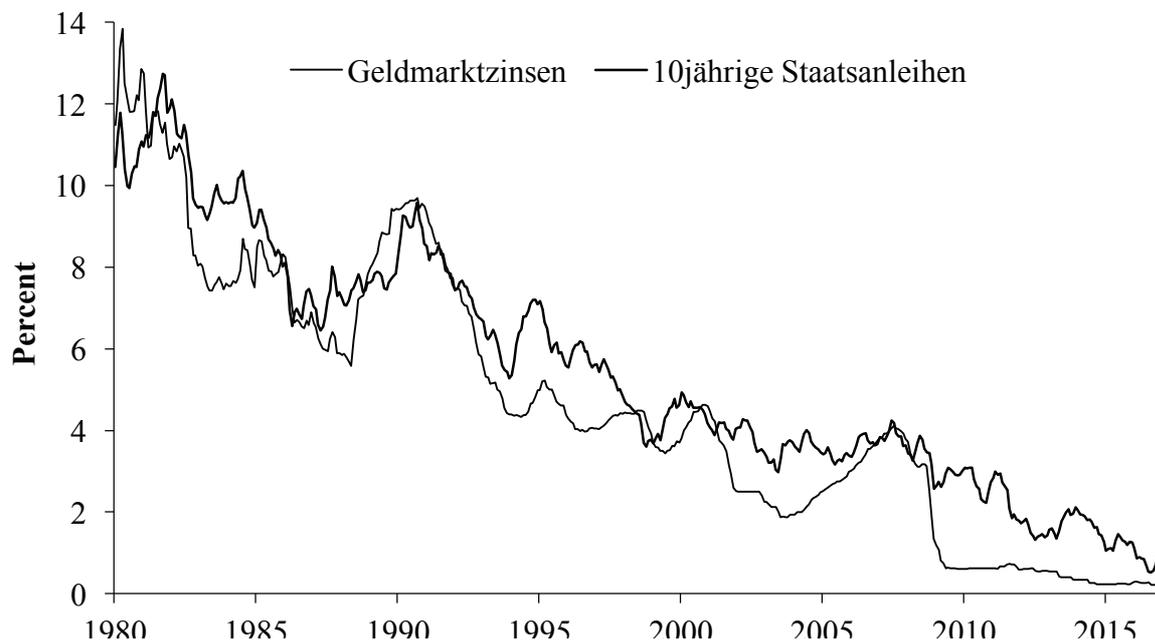
<sup>1</sup> Frind und Pollmächer (2016) kommentieren die Rechtsauffassungen des Gravenbrucher Kreises.

Zinsstrukturkurve beigetragen hat. Dies hat Anreize zu Spekulation und zum Erhalt nicht-wirtschaftlicher Unternehmen geschaffen.

## 2.1. Anreize zu Spekulation

Da der Zins für die Finanzierung von Investitionen, Konsum und Spekulation eine zentrale Rolle spielt, haben die Geldpolitiken der Europäischen Zentralbank und anderer Zentralbanken die Rahmenbedingungen für wirtschaftliches Handeln maßgeblich verändert. Für sichere Anlageformen wie Bankeinlagen und Staatsanleihen liegen die Renditen nahe null. Da seit Mitte der 1980er Jahre die Weltkapitalmärkte durch das billige Geld stark aufgeblasen und liberalisiert wurden (Abraham und Schmuckler 2017), lauert weltweit eine große Menge spekulatives Kapital darauf möglichst risikolose Bewertungsgewinne zu erzielen.<sup>2</sup>

**Abb. 1: Zinsniveau von USA, Japan, Vereinigtes Königreich, Deutschland/Eurogebiet**



Quelle: IWF, arithmetische Mittel.

<sup>2</sup> Siehe Hoffmann und Schnabl (2016) zu wandernden Blasen und unerwünschten Nebeneffekten der ultra-lockeren Geldpolitik. Die globale Suche nach Kurs- und Wechselkursgewinnen wird auch als *hunt for yield* bzw. *carry trades* (siehe Menkhoff et al. 2012) bezeichnet.

Bis zum Ausbruch der großen Krise im Jahr 2008 war ein starkes Kreditwachstum die Grundlage zahlreicher spekulativer Investitionen, auch in den Immobilienmärkten vieler Länder. Da seither das Kreditwachstum auf der Grundlage makroprudenzieller Maßnahmen stärker reguliert wird, hat sich die Spekulation auf den Unternehmenssektor verschoben. Aktien(rück)käufe und kreditfinanzierte Übernahmen sind seit 2008 deutlich angewachsen. In den USA wird für 2018 erwartet, dass die im Index S&P500 vertretenen Unternehmen Aktien im Gegenwert von 800 Milliarden Dollar zurückkaufen (Linnane 2018). Das Volumen der kreditfinanzierten Übernahmen lag 2017 bei 440 Milliarden Euro (Bain & Company 2018).

Die großen Zentralbanken haben die Spekulation auf Bewertungsgewinne erleichtert, indem sie in Krisen durch Zinssenkungen und den Ankauf von Wertpapieren Kursverlusten Grenzen setzten bzw. alternative lukrative Spekulationsmöglichkeiten geschaffen haben (Hoffmann und Schnabl 2016). Das kommt einem versteckten Versicherungsmechanismus für Spekulation auf den Finanzmärkten gleich. Unternehmen können hingegen zwar die Gewinne aus Innovationen und Effizienzerhöhungen im Produktionsprozess einbehalten. Doch sie müssen Verluste selbst tragen. Damit haben sie einen Anreiz ihre Geschäftstätigkeit weg von dem operativen Geschäft hin zu Spekulation auf den Finanzmärkten zu verlagern. Das war sowohl bei der Übernahme von Monsanto durch Bayer als auch bei der Insolvenz von Air Berlin der Fall.

## **2.2. Fallstudien: Bayer-Monsanto, Air Berlin-Lufthansa**

Bayer hat bei der 2018 abgeseigneten Übernahme von Monsanto einen sehr hohen Kaufpreis (66 Milliarden Dollar) bezahlt. Für die Aktien von Monsanto wurde mit dem 48fachen Kursgewinnverhältnis das Doppelte des Üblichen fällig. Es wurde vielfach kritisiert, dass der hohe Kaufpreis nicht durch die zu erwarteten Synergieeffekte zu erklären sei (Hofmann et al. 2016). Vielmehr half das von der Europäischen Zentralbank und anderen Zentralbanken niedrig gehaltene Zinsniveau, weil 57 Milliarden Euro des Kaufpreises kreditfinanziert wurden.

Die Subventionen der Europäischen Zentralbank kommen über drei Kanäle (siehe Schnabl und Siemon 2017). Erstens hat die EZB die kurzfristigen Zinsen durch Leitzinssenkungen und

die langfristigen Zinsen durch umfangreiche Anleihekäufe gedrückt. Zweitens wirkt die Geldpolitik negativ auf die Investitionen der Unternehmen<sup>3</sup>, so dass die Geschäftsbanken gezwungen sind, mehr zinsgünstige Kredite für spekulative, risikoreichere Geschäfte zu vergeben. Drittens kauft die Europäische Zentralbank im Rahmen ihrer umfangreichen Anleiheankaufprogramme direkt Unternehmensanleihen von großen Unternehmen wie Bayer. Kreditfinanzierte Übernahmen sind spekulativ, weil deren Wirtschaftlichkeit maßgeblich vom Fortbestand der Niedrigzinspolitik der Europäischen Zentralbank abhängt. Steigen die Zinsen, könnte der Konzern in Schieflage geraten.<sup>4</sup>

Bei der Insolvenz von Air Berlin wurde von Lufthansa auf Bewertungsveränderungen durch Insolvenz spekuliert (siehe Schnabl und Siemon 2018). Vor der Insolvenz von Air Berlin wechselte der Lufthansa-Manager Thomas Winckelmann mit einer Gehaltsgarantie von 4,5 Millionen Euro zum bereits wirtschaftlich angeschlagenen Konkurrenten Air Berlin. Dort konnte er mit Hilfe des im Jahr 2012 geschaffenen Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen (ESUG)<sup>5</sup> das Insolvenzverfahren in Eigenverwaltung im Sinne von Lufthansa leiten. Winckelmann organisierte die Vertreter im Gläubigerausschuss und wählte Sachwalter, Sanierungsgeschäftsführer und Berater aus.

Die Sanierung wurde nicht wirklich angegangen und verschleppt bis Air Berlin auseinanderbrach. Wäre der Geschäftsbetrieb von Air Berlin außerhalb oder innerhalb eines Insolvenzverfahrens aufrechterhalten worden, dann hätte das Unternehmen als Ganzes verkauft werden können. Der Wert des noch arbeitenden Unternehmens wäre deutlich höher gewesen als dessen Einzelteile. Lufthansa hätte die Kosten für eine angemessene Sanierung tragen müssen, die insbesondere aus der Interessenausgleichs- und Sozialplanpflicht bei Betriebsänderungen (Schutz bei Betriebsübergang gem. § 613 a BGB) entstanden wären. So hätten die Verträge der Angestellten von Air Berlin übernommen werden müssen.

---

<sup>3</sup> Zu den Gründen im Detail siehe Hoffmann und Schnabl (2016).

<sup>4</sup> Die kreditfinanzierte Übernahme hatte Verteilungswirkungen. Es profitieren das Management von Bayer durch höhere Einkommen und Boni, die Monsanto-Aktionäre vom hohen Kaufpreis sowie die für den komplexen Deal notwendigen Berater dank hoher Honorare. Sobald die Zinsen und damit die Zinslasten von Bayer steigen, müssen die zusätzlichen Lasten auf die Zulieferer, Arbeitnehmer und die Kunden von Bayer-Monsanto abgewälzt werden. Es kommt zu einem Wertetransfer weg von den Aktionären, Arbeitnehmern und Zulieferern hin zu Finanzinvestoren und Beratern.

<sup>5</sup> Zum Gesetz siehe <http://dip21.bundestag.de/dip21/btd/17/057/1705712.pdf>.

Mit dem Auseinanderbrechen von Air Berlin konnte Lufthansa nach Bewertungsveränderungen günstig die Filetstücke und wichtige Marktanteile übernehmen. Durch die Verzögerung der Insolvenz konnte Lufthansa wichtige Landrechte vor Ende des Bieterverfahrens teils kostenlos an sich ziehen. Die ursprünglich von Air Berlin geleaste Flugzeuge gingen noch vor der Insolvenz auf Lufthansa über. Viele arbeitslos-gewordene Mitarbeiter wurden zwar von Lufthansa wiedereingestellt, aber zu deutlich schlechteren Konditionen.<sup>6</sup>

### **3. Anhaltend niedrige Zinsen und sinkende Wirtschaftlichkeit von Unternehmen**

Zinssenkungen der Zentralbanken begünstigen im Verlauf eines Aufschwungs mehr Investitionen, die aufgrund gesunkener Finanzierungskosten weniger wirtschaftlich sind. In der Krise besteht ein politischer Anreiz, diese Investitionsprojekte am Leben zu erhalten, um Arbeitslosigkeit zu verhindern. „Zombie-Unternehmen“ und „Zombie-Banken“ entstehen.

#### **3.1. Zinssenkungen und Investitionsboom**

Das Absenken der Zinsen durch die Zentralbanken wirkt zunächst positiv auf das Wachstum, weil zu günstigen Finanzierungsbedingungen kreditfinanziert mehr investiert bzw. spekuliert werden kann. Die Gewinne der Unternehmen und die Aktienkurse steigen, wie das zwischen 2001 und 2007 in Südeuropa und den USA (US-Hypothekenmarktboom) zu beobachten war. Die positive wirtschaftliche Entwicklung zieht zunächst wachsende Steuereinnahmen für den Staat nach sich, wie derzeit in Deutschland. Allerdings werden aufgrund der günstigen Finanzierungsbedingungen viele Investitionen mit vergleichsweise geringer Rendite auf den Weg gebracht.<sup>7</sup> Borio et al. (2015) zeigen, dass im kreditfinanzierten Aufschwung Arbeitskraft in Sektoren mit geringerer Produktivität verlagert wird, z.B. in einen kurzfristig aufgeblasenen Immobiliensektor.

---

<sup>6</sup> Es profitieren das Lufthansa-Management, die Berater und Lufthansa (wegen größerer Marktanteile). Verlierer waren die Arbeitnehmer von Air Berlin, die arbeitslos wurden oder zu schlechteren Konditionen bei Lufthansa wiedereingestellt wurden. Es verlor der Staat, dessen Überbrückungskredit zu großen Teilen verloren ging sowie die Lufthansa-Kunden wegen höherer Preise. Es verloren auch die Aktionäre von Air Berlin und die Gläubiger aus dem Geschäftsbetrieb, die leer ausgingen.

<sup>7</sup> Siehe dazu die Überinvestitionstheorie von Mises (1912) und Hayek (1929).

Wenn die Zinsen wieder steigen, steigt auch der Benchmark, zu dem die Rentabilität von Investitionsprojekten gemessen sind. Viele Investitionen erweisen sich als unrentabel und müssen abgebrochen werden. Das führt in die Krise, die wegen ausfallender Kredite mit einer Finanzkrise verbunden ist. Nach Schumpeter (1912) hat die Krise eine Reinigungsfunktion, weil Investitionsprojekte mit geringer oder negativer Rendite abgebrochen werden müssen. Es überleben nur solide Unternehmen, die mit Hilfe von in der Krise fallenden Löhnen den Aufschwung tragen. Die Arbeiter und das Kapital, die bei den bankrotten Unternehmen freigesetzt werden, können während des Aufschwungs in neue, renditeträchtigere Projekte verlagert werden.

### **3.2. Anhaltend niedrige Zinsen und Zombifizierung**

Wird der Abbruch von Investitionsprojekten hingegen durch sehr starke Zinssenkungen verhindert, dann findet dieser Reinigungsprozess nicht statt (Borio et al. 2015). Die große Krise bleibt aus. Doch die wirtschaftliche Dynamik nimmt ab, weil viele Unternehmen mit geringer Effizienz am Leben erhalten werden. Geschäftsbanken tendieren dazu, ohne strikte Prüfung der Bonität Kredite an marode Unternehmen zu verlängern, weil sie einen Anstieg der faulen Kredite und den damit verbundenen Vertrauensverlust fürchten (Peek and Rosengreen 2005). Die Geschäftsbanken können in diesem Fall nur überleben, wenn die Zentralbank die Zinsen auf Dauer niedrig hält. Für Japan, wo diese Entwicklung sehr deutlich ist, spricht man von „Zombie-Banken“, die am Tropf der Zentralbank hängen (Caballero, Hoshi und Kashyab 2008).<sup>8</sup>

Auch die europäische Geldpolitik hat „Zombies“ geschaffen. Nach der Jahrtausendwende begünstigten starke Zinssenkungen der EZB im Süden der Währungsunion übermäßiges Kreditwachstum und viele Investitionsprojekte mit niedriger Rendite (Holinski 2012). Seit Ausbruch der europäischen Finanz- und Schuldenkrise im Jahr 2008 stehen dort viele Banken und Unternehmen am Abgrund und werden nur durch die Geldpolitik der EZB am Leben

---

<sup>8</sup> Der Begriff der Zombie-Banken geht auf Kane (1993) zurück. Er definierte Zombie-Banken als Banken, die trotz negativem Vermögen ihre Geschäftstätigkeit fortsetzen können, weil es explizite oder implizite Garantien des Staates gibt. Sie entziehen den Zombie-Unternehmen die Kredite nicht, weil sonst ihr offiziell ausgewiesener Bestand fauler Kredite steigen würde. Das Vertrauen in die Bank würde erodiert und ein Bank Run wäre zu befürchten.

gehalten.<sup>9</sup> Acharya et al. (2017) zeigen, dass viele Banken, die indirekt durch das Anleihekaufprogramm der EZB (ca. 2600 Mrd. Euro von Januar 2013 bis Dezember 2018) rekapitalisiert wurden, ihre bestehenden Kredite an unproduktive Unternehmen ausgeweitet haben.

Die divergierenden TARGET2-Salden des Systems Europäischer Zentralbanken sowie zahlreiche Kreditmechanismen wie ESM, EFSF, IWF, EFSM etc. (siehe Bundesfinanzministerium 2018) können als weitere Kanäle gesehen werden, die das Weiterleben maroder Banken und Unternehmen in Südeuropa gesichert haben (Sinn 2018). Denn die Kredite über die Europäische Zentralbank lockern den Zwang zu Reformen und Restrukturierungen, der sich bei einer strengeren Kreditvergabe zu höheren Zinsen ergeben würde.

2017 betrug der Anteil der offiziell als notleidend ausgewiesenen Kredite an der gesamten Kreditsumme in Griechenland 47%, in Zypern 34%, in Portugal 18% sowie in Italien 12% (Deutschland derzeit 2%). Nach Reid et al. (2018) ist die Kreditversorgung unproduktiver Unternehmen nur bei dem derzeit vorherrschenden sehr niedrigen Zinsniveau möglich. Bei einem deutlichen Ansteigen der Leitzinsen würden – ceteris paribus – viele Unternehmen in den Bankrott gezwungen.

**Tabelle 1: Anteil des Kapitalstocks in Zombie-Unternehmen**

	<b>Italien</b>	<b>Spanien</b>	<b>Japan</b>	<b>Deutschland</b>
<i>2007</i>	7,7%	7,6%	5,1%	
<i>2013</i>	19,2%	15,5%	6,2%	12,1%

Quelle: Adalet McGowan, et al. (2017), basierend auf ORBIS-Daten. Zombie-Unternehmen sind mindestens zehn Jahre alt und haben für mindestens drei aufeinanderfolgende Jahre eine Zinsdeckungsrate von unter 1.

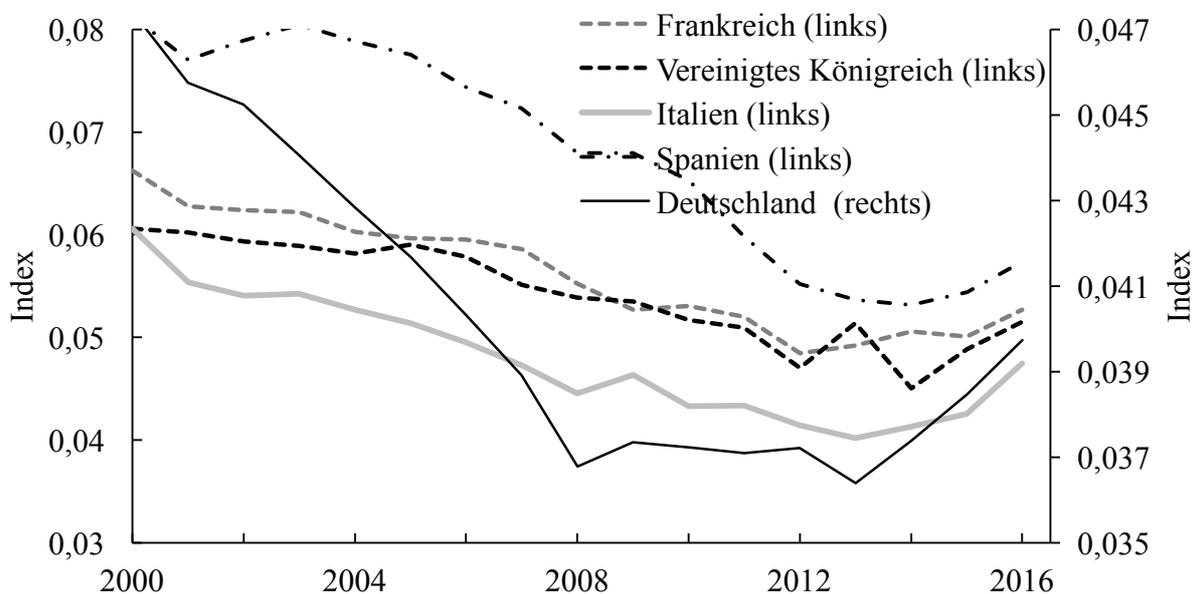
Insbesondere in Ländern des südlichen Euroraums hat sich der Anteil von Zombie-Unternehmen gemessen am Kapitalstock aller Unternehmen zwischen den Jahren 2007 und 2013 mehr als verdoppelt (siehe Tabelle 1). In Italien lag 2013 der Anteil der

<sup>9</sup> Repräsentiert durch die Aussage von EZB-Zentralbank-Präsident Draghi (2014), dass die EZB alles Erdenkliche tun würde, um die Eurozone zusammenhalten.

Zombieunternehmen am Kapitalstock bei 19,2%, in Spanien bei 15,5%.<sup>10</sup> Auch in Deutschland ist die Anzahl der Zombie-Unternehmen deutlich angestiegen und nach Angaben der OCED bereits höher als in Japan (Adalet McGowan et al. 2017). Gerstenberger (2017) zeigt mit Hilfe von Firmendaten, dass seit Ausbruch der europäischen Finanz- und Schuldenkrise in Deutschland Firmen mit geringer Produktivität einfacheren Zugang zu billigen Krediten haben. Das könne den Anreiz reduziert haben, die Produktivität zu erhöhen, was die deutlich abgesunkenen Produktivitätsgewinne in Deutschland erklären kann.

Hinzu kommt, dass die anhaltende Niedrigzinspolitik aufgrund der unterschiedlichen Finanzierungsbedingungen Verteilungseffekte zu Ungunsten kleinerer und mittlerer Unternehmen hat, die der Grundpfeiler der wirtschaftlichen Dynamik in Deutschland und Europa sind.<sup>11</sup> Große Unternehmen können sich – wie Bayer – auf den Kapitalmärkten finanzieren, wo die Zinsen nahe dem Nullpunkt liegen. Hingegen sind die Klein- und Mittelunternehmen auf Kredite der kleinen und mittleren Hausbanken angewiesen (Coleman 2006).

**Abb. 2: Herfindahl-Konzentrationsindex für den Unternehmenssektor**



Quelle: WorldBank, WITS World Integrated Trade Solution. 0 ist das Minimum (sehr niedrige Konzentration), 1 ist das Maximum (nur ein Unternehmen).

<sup>10</sup> Seither dürfte die Anzahl der Zombieunternehmen aufgrund der guten Konjunktur in ganz Europa zurückgegangen sein. Im nächsten Abschwung dürfte die Anzahl jedoch wieder stark zunehmen, weil aufgrund der günstigen Refinanzierungsbedingungen wichtige Strukturanpassungen ausgeblieben sein dürften.

<sup>11</sup> Zur Bedeutung der Klein- und Mittelunternehmen für die Soziale Marktwirtschaft siehe Erhard (1957).

Die anhaltende expansive Geldpolitik drückt jedoch die Margen im traditionellen Bankgeschäft (Zinsmarge, Transformationsmarge, Passivmarge).<sup>12</sup> Die kleinen und mittleren Banken müssen deshalb für Kredite deutlich höhere Zinsen als auf dem Kapitalmarkt fordern. Die Wahrscheinlichkeit steigt, dass Klein- und Mittelunternehmen (im Vergleich zu Großunternehmen) in wirtschaftliche Bedrängnis geraten. Die Konzentration nimmt zu und der Wettbewerb nimmt ab. In Abbildung 2 zeigt der Herfindahl-Konzentrationsindex für Frankreich, Deutschland, die USA und das Vereinigte Königreich, dass seit 2012 die Konzentration in den Unternehmenssektoren – wenn auch ausgehend von einem niedrigen Niveau – zugenommen hat.

Aus der Sicht von Hayek (1978) bremst Konzentration den Wettbewerb als Entdeckungsverfahren. Der Anreiz Monopolrenten über Innovation und Effizienzgewinne zu schaffen ist geringer, wenn der Wettbewerbsgrad geringer ist. Im derzeitigen Umfeld ist das Überleben der Unternehmen durch immer günstigere Refinanzierungsbedingungen, nachsichtige Kreditvergabe und aufgrund zunehmender Konzentration sichergestellt. Innovation und Effizienzsteigerungen bleiben aus, die Produktivitätsgewinne auf Unternehmensebene gehen zurück.

Weil immer mehr Unternehmen mit niedriger Produktivität am Leben gehalten werden, sinken in den Industrieländern die gesamtwirtschaftlichen Produktivitätsgewinne (Abb. 3). In der Europäischen Union sind die Produktivitätsgewinne deutlich unter ein Prozent gesunken und liegen nahe null. Da Produktivitätsgewinne die Grundlage für reale Lohnerhöhungen sind, bleibt der Konsum schwach. Unternehmen zögern deshalb durch Investitionen zusätzliche Kapazitäten aufzubauen. Das Wachstum stagniert und die Unzufriedenheit unter den Bürgern wächst.<sup>13</sup>

In Deutschland ist zwar die Anzahl der Zombie-Unternehmen und Zombie-Banken noch vergleichsweise gering. Die Klein- und Mittelunternehmen haben dank der guten konjunkturellen Lage ihre Kapitalbasis gestärkt. Die gute Konjunktur hängt jedoch maßgeblich von der sehr expansiven Geldpolitik der Europäischen Zentralbank ab, die einen

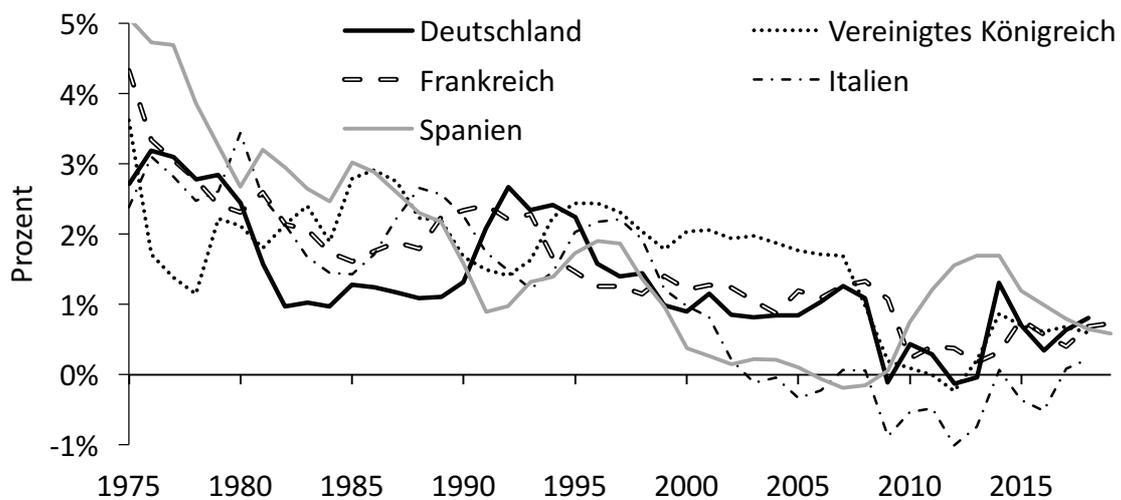
---

<sup>12</sup> Siehe Borio et al. (2017).

<sup>13</sup> Zur Interdependenz von Wachstum und politischer Stabilität siehe Nordhaus (1975).

Immobilien- und Exportboom treibt. Sobald dieser endet, werden sich auch in Deutschland (wie in Südeuropa seit 2008) die wirtschaftlichen Perspektiven deutlich eintrüben. Die Anzahl der „Zombie-Unternehmen“ und „Zombie-Banken“ dürfte dann auch im nördlichen Teil Europas steigen. Die Richtlinie der Europäischen Union zu den vorinsolvenzlichen Verfahren wird dann in ganz Europa wichtige Implikationen haben.

**Abb. 3: Gesamtwirtschaftliche Arbeitsproduktivitätsgewinne in Europa**



Quelle: OECD.

#### 4. Die Richtlinie 2016/0359 (COD) im Kontext der ultra-lockeren Geldpolitik

Nach der „Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über präventive Restrukturierungsmaßnahmen, die zweite Chance und Maßnahmen zur Steigerung der Effizienz von Restrukturierungs-, Insolvenz- und Entschuldungsverfahren und zur Änderung der Richtlinie 2012/30/EU“ (2016/0359 (COD)) sollen sich von der Insolvenz bedrohte Unternehmen in Eigenregie restrukturieren dürfen.

Das präventive Verfahren (§1, (1)) soll mit der Hilfe von Frühwarnsystemen (§3) eine drohende und nicht eingetretene Insolvenz abwenden (a), Unternehmen entschulden helfen (b) und Maßnahmen zur Erhöhung der Effizienz unterstützen (c).<sup>14</sup> Dadurch kann die

<sup>14</sup> „Die Mitgliedstaaten stellen sicher, dass Schuldner in finanziellen Schwierigkeiten bei einer drohenden Insolvenz Zugang zu einem wirksamen präventiven Restrukturierungsrahmen haben, der es ihnen ermöglicht,

Insolvenz von wirtschaftlich schwachen Unternehmen (z.B. von „Zombie-Unternehmen“) leichter verschleppt werden. Zudem wird das Ausschlichten wirtschaftlich schwacher Unternehmen durch Hedge-Fonds auf Kosten anderer Gläubiger wie Hausbanken, Zuliefererunternehmen (vorwiegend Klein- und Mittelunternehmen) und der Arbeitnehmer erleichtert.

#### 4.1. Mögliche Insolvenzverschleppung

Die bisher in Deutschland üblichen unabhängigen Insolvenzverwalter, die nach §§ 1, 56 Insolvenzordnung den Ausgleich zwischen Schuldner und Gläubiger suchen, können mit Hilfe der neuen Richtlinie umgangen werden.<sup>15</sup> Das verändert die Kräfteverhältnisse zwischen Schuldner und Gläubiger, weil das von der Insolvenz bedrohte Unternehmen (also der Schuldner) über mehr Informationen als die Gläubiger verfügt. Der Schuldner kann die Informationsasymmetrie zu seinem Vorteil besser nutzen, wenn er das Verfahren selbst führt.

Der Schuldner kann, wenn ein vorinsolvenzliches Restrukturierungsverfahren eröffnet wurde, Durchsetzungsmaßnahmen von Gläubigern aussetzen.<sup>16</sup> Das begünstigt die Verschleppung von Insolvenzverfahren. Der Schuldner kann die Gläubiger für eine Dauer von bis zu zwölf Monaten an der rechtlichen Durchsetzung der Ansprüche hindern.<sup>17</sup> Die Maximaldauer der Aussetzung von Durchsetzungsmaßnahmen kann in Krisenzeiten leicht erweitert werden. Die Aussetzung von Durchsetzungsmaßnahmen lässt im Richtlinienentwurf einen

---

*ihre Schulden oder ihr Unternehmen zu restrukturieren, ihre Rentabilität wiederherstellen und eine Insolvenz abzuwenden.“ (§ 4, (1))*

*„Die Mitgliedstaaten stellen sicher, dass Schuldner, die präventive Restrukturierungsverfahren in Anspruch nehmen, ganz oder zumindest teilweise die Kontrolle über ihre Vermögenswerte und den täglichen Betrieb des Unternehmens behalten.“ (§ 5, (1))*

<sup>15</sup> *„Die Bestellung eines Restrukturierungsverwalters durch eine Justiz- oder Verwaltungsbehörde ist nicht in jedem Fall zwingend.“ (§ 5, (2))*

<sup>16</sup> *„Die Mitgliedstaaten stellen sicher, dass Schuldner, die einen Restrukturierungsplan mit ihren Gläubigern aushandeln, eine Aussetzung einzelner Durchsetzungsmaßnahmen in Anspruch nehmen können, sofern und soweit eine solche Aussetzung zur Unterstützung der Verhandlungen über den Restrukturierungsplan notwendig ist.“ (§6, (1)).*

<sup>17</sup> *„Die Gesamtdauer der Aussetzung einzelner Durchsetzungsmaßnahmen darf einschließlich Verlängerungen und Erneuerungen zwölf Monate nicht überschreiten.“ (§6, (7)).*

Insolvenzantrag ruhen.<sup>18</sup>

In Japan wurden beispielsweise seit dem Platzen der japanischen Blasenökonomie Anfang der 1990er Jahre immer wieder in Krisen durch Eilgesetze rechtliche Ausnahmetatbestände gegen das Einleiten von Insolvenzverfahren geschaffen (siehe Schnabl 2013). Zwischen 1990 und 1998 wurde das Verstecken fauler Kredite in den Bilanzen der Banken zunächst politisch toleriert. Danach garantierten öffentliche Institutionen (Japan Guarantee Corporations) die notleidenden Kredite von Klein- und Mittelunternehmen. 2012 verpflichtete ein „Gesetz zur Erleichterung der Finanzierung von KMUs“<sup>19</sup> die Hausbanken von Klein- und Mittelunternehmen notleidende Kredite an KMUs zu günstigen Bedingungen fortzuführen. Die Grundlage ist ein Business-Plan, der eine Perspektive für die Verbesserung der wirtschaftlichen Situation des Unternehmens verspricht.

Diese Business-Pläne erinnern an den Restrukturierungsplan nach Art. 8 des Richtlinienentwurfs.<sup>20</sup> Die Restrukturierungspläne sollen eine begründete Erklärung zu Ursachen und Umfang der finanziellen Schwierigkeiten enthalten. Es müssen Vorschläge für eine Umschuldung, einen Schuldenerlass oder eine Umwandlung von Schulden in andere Formen von Verbindlichkeiten dargelegt sowie die Art der neuen Finanzierung angegeben werden. Die für den Restrukturierungsplan verantwortliche Person hat zu erläutern, warum die Insolvenz abgewendet und das Unternehmen wieder langfristig rentabel werden kann.

Es bleibt unklar wie die Justiz- und Verwaltungsbehörden die Plausibilität des

---

<sup>18</sup> „Entsteht während der Aussetzung einzelner Durchsetzungsmaßnahmen die Verpflichtung des Schuldners, nach nationalem Recht einen Insolvenzantrag zu stellen, so ruht die Verpflichtung für die Dauer der Aussetzung.“ (§7, (1)).

<sup>19</sup> Siehe Law on Comprehensive Measures to Facilitate the Financing for Small and Medium-Sized Enterprises (中小企業等金融円滑化法) <http://www.fsa.go.jp/en/refer/index.html#bill>.

<sup>20</sup> „Die Mitgliedstaaten schreiben vor, dass Restrukturierungspläne, die einer Justiz- oder Verwaltungsbehörde zur Bestätigung vorgelegt werden, mindestens folgende Informationen enthalten müssen: (...) b) eine Bewertung des Zeitwerts des Schuldners oder des Unternehmens des Schuldners sowie eine begründete Erklärung zu Ursachen und Umfang der finanziellen Schwierigkeiten des Schuldners. (...) f) die Bedingungen des Plans, unter anderem i) die vorgeschlagene Laufzeit; ii) Vorschläge für eine Umschuldung, einen Schuldenerlass oder eine Umwandlung von Schulden in andere Formen von Verbindlichkeiten; eine neue Finanzierung, die als Teil des Restrukturierungsplans erwartet wird; g) eine Stellungnahme oder begründete Erklärung der für die Unterbreitung des Restrukturierungsplans verantwortlichen Person, in der erläutert wird, warum das Unternehmen rentabel ist und die Umsetzung des unterbreiteten Plans voraussichtlich zur Abwendung der Insolvenz des Schuldners führen und seine langfristige Rentabilität wiederherstellen wird, und in der die absehbaren notwendigen Voraussetzungen für seinen Erfolg aufgeführt sind.“ (§8, (1))

Restrukturierungsplans überprüfen können. Den Behörden werden in der Regel die betriebswirtschaftliche Sachkenntnis sowie der detaillierte Einblick in die Unternehmen fehlen.<sup>21</sup> Das könnte dazu führen, dass alle weitgehend plausiblen oder in sich konsistenten Pläne angenommen werden, weil die zukünftige Entwicklung per se ungewiss ist. Reynolds, Hagiwara und Taniguchi (2017) beschreiben für Japan, dass inzwischen zwei Drittel der Unternehmen zu geringe Gewinne machen, um Steuern zu zahlen. Ein kontinuierlicher Rückgang der Konkurse zeige, dass Restrukturierungen weitgehend unterbleiben.

Da die Gläubiger von Unternehmen bestehende Verträge nach Aussetzung der Durchsetzungsmaßnahmen erfüllen müssen,<sup>22</sup> wird die Position von wirtschaftlich schwachen Unternehmen gegenüber den (solventen) Gläubigerunternehmen gestärkt. Wenn die Geschäftspartner des (potenziell) insolventen Unternehmens gezwungen werden, die Vertragsbeziehung und Lieferverpflichtung zum schuldnerischen Unternehmen aufrechtzuerhalten, dann geht der Zwang zur Sanierung verloren. Die Haftung wird aufgeweicht, weil der Gläubiger seine Forderungen nicht mehr einfordern kann.

Die Zuliefererunternehmen der von der Insolvenz bedrohten Unternehmen werden an den Risiken der wirtschaftlich schwachen Unternehmen beteiligt. Gleiches gilt für die kreditgebenden (Haus-)Banken. Das kommt einer Sozialisierung von Risiken auf Kosten wirtschaftlich starker Unternehmen und Banken gleich. Wirtschaftlich solide Unternehmen und Banken werden geschwächt und möglicherweise auch zu Zombies.<sup>23</sup>

---

<sup>21</sup> „Wird ein Restrukturierungsplan wegen mutmaßlichen Verstoßes gegen das Kriterium des Gläubigerinteresses bestanden, so ermittelt die Justiz- oder Verwaltungsbehörde den Liquidationswert.“ (§13, (1). Dazu sind aber wiederum Sachverständige notwendig (§13, (2)), die einerseits teuer sind und andererseits wieder Interessenskonflikte haben können.

<sup>22</sup> „Die Mitgliedstaaten stellen sicher, dass die Gläubiger, für die die Aussetzung gilt, während der Aussetzung in Bezug auf vor der Aussetzung entstandene Schulden weder Leistungen aus noch zu erfüllenden Verträgen verweigern noch diese Verträge kündigen, vorzeitig fällig stellen oder in sonstiger Weise zum Nachteil des Schuldners ändern dürfen. Die Mitgliedstaaten können die Anwendung dieser Bestimmung auf wesentliche Verträge beschränken, die für die Fortsetzung des täglichen Betriebs des Unternehmens erforderlich sind.“ (§ 7, (4)).

„Die Mitgliedstaaten stellen sicher, dass Gläubiger aufgrund einer Vertragsklausel, die entsprechende Maßnahmen vorsieht, nicht allein wegen der Aufnahme von Restrukturierungsverhandlungen durch den Schuldner, eines Antrags auf Aussetzung einzelner Durchsetzungsmaßnahmen, der Anordnung der Aussetzung als solcher oder eines ähnlichen Ereignisses im Zusammenhang mit der Aussetzung Leistungen aus noch zu erfüllenden Verträgen verweigern oder diese Verträge kündigen, vorzeitig fällig stellen oder in sonstiger Weise zum Nachteil des Schuldners ändern dürfen.“ (§ 7, (5)).

<sup>23</sup> Aus einem Zusammenwirken der Art. 7, 13, 14 des Entwurfs der Richtlinie wird unter Umständen auch ein Eingriff in Arbeitnehmerrechte möglich. Eine solche Eingriffsbefugnis ist in der Diskussion allerdings umstritten.

Der Entwurf der EU-Insolvenzrichtlinie stellt als Zugangsvoraussetzung zum vorinsolvenzlichen Verfahren auf die Wahrscheinlichkeit einer Insolvenz (*likelihood of insolvency*) ab. Kayser (2016) und Graf-Schlicker (2016) verweisen auf Abgrenzungsprobleme bezüglich der drohenden Insolvenz. Als Indikator für die Wahrscheinlichkeit einer Insolvenz soll ein verminderter Grad von Zahlungsunfähigkeit dienen.<sup>24</sup> Die Eröffnung des vorinsolvenzlichen Verfahrens verändert jedoch die öffentliche Wahrnehmung bezüglich der Verlässlichkeit des Unternehmens als Geschäftspartner. Es signalisiert, dass ein Unternehmen insolvent ist oder kurz davor. Ebenso deutet der im Entwurf vorgesehene Vollstreckungsaufschub<sup>25</sup> darauf hin, dass das Unternehmen mithin nicht zahlungsfähig ist.

Die Marktteilnehmer bewerten beim Sichtbarwerden der möglichen Insolvenz ihre Risikosituation mit dem Unternehmen neu. Der Lieferant befürchtet den Zahlungsausfall. Der Auftraggeber sieht sein Projekt nicht erfüllt. Der Arbeitnehmer sieht seine Zukunft im Unternehmen beeinträchtigt. Die Neubewertung des Unternehmens durch Anzeigen der Vorinsolvenz kann somit eine Flucht aus dem Vertragsverhältnis bewirken, die dem operativen Geschäft des (potenziell) insolventen Unternehmens schadet.

Dieser Prozess kann nur bedingt durch die im Richtlinienentwurf vorgesehenen Maßnahmen wie die Aussetzung einzelner Durchsetzungsmaßnahmen (§6) beeinflusst werden. Hoch qualifizierte Arbeitnehmer können das Unternehmen verlassen. Anschlusslieferverträge werden unter Umständen nicht mehr abgeschlossen. Das Unternehmen erhält keine neuen Aufträge.<sup>26</sup> Durch die Richtlinie könnte also die Insolvenz vorgezogen werden, obwohl eine Sanierung ohne Verfahren noch möglich wäre.

---

<sup>24</sup> „Die Mitgliedstaaten stellen sicher, dass Schuldner in finanziellen Schwierigkeiten bei einer drohenden Insolvenz Zugang zu einem wirksamen präventiven Restrukturierungsrahmen haben, der es ihnen ermöglicht, ihre Schulden oder ihr Unternehmen zu restrukturieren, ihre Rentabilität wiederherzustellen und eine Insolvenz abzuwenden.“ (§4, (1))

<sup>25</sup> „Die Mitgliedstaaten stellen sicher, dass Schuldner, die einen Restrukturierungsplan mit ihren Gläubigern aushandeln, eine Aussetzung einzelner Durchsetzungsmaßnahmen in Anspruch nehmen können, sofern und soweit eine solche Aussetzung zur Unterstützung der Verhandlungen über den Restrukturierungsplan notwendig ist.“ (§6, (1))

<sup>26</sup> In der juristischen Literatur werden negative Auswirkungen der Insolvenz gemeinhin als das Stigma der Insolvenz beschrieben. Westpfahl (2010: 385-395) nimmt an, dass durch eine verbesserte Verfahrensgestaltung die negativen Wirkungen vermieden werden können. Hingegen argumentiert Siemon (2012: 1045-1053), dass es sich bei den negativen Wirkungen um Marktreaktionen handelt, die

## 4.2. Begünstigung von Spekulation

Graf-Schlicker (2016) argumentiert, dass es auf der Grundlage der Richtlinie leichter zu wertvernichtenden oder gar missbräuchlichen Sanierungsversuchen kommen kann. Jung (2016) argumentiert, dass Interessenverbände wie Hedgefonds und große Kanzleien in der Regel an den Gesetzgebungsverfahren beteiligt sind. Der Fall von Air Berlin und Lufthansa zeigt, dass bereits das *Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen* (ESUG)<sup>27</sup> aus dem Jahr 2012 den Missbrauch des Insolvenzrechts als spekulatives Übernahmeargument erleichtert hat (siehe 2.2.).

Die Einführung des Debt-Equity-Swaps<sup>28</sup> ermöglicht das Distressed-Debt-Investing, was Finanzinvestoren als Übernahmeargument dienen kann.<sup>29</sup> Nach §2, (2) der Richtlinie umfasst die Restrukturierung auch eine Änderung der Kapitalstruktur.<sup>30</sup> In §8, (1) ist die Umwandlung von Schulden in andere Formen von Verbindlichkeiten vorgesehen, die auch Eigenkapitalansprüche, also Equity, sein können.<sup>31</sup> §12, (1), (2) machen es zudem möglich, dass die Umwandlung der Kapitalstruktur über den Kopf der Eigentümer des Unternehmens hinweg erfolgen kann.<sup>32</sup>

---

durch den Verlust des Vertrauens in die Solvenz des Unternehmens entstehen und deshalb nur sehr eingeschränkt durch gesetzgeberische Maßnahmen vermieden werden können.

<sup>27</sup> Deutscher Bundestag, Drucksache 17/5712, 4.5.2011, 1.

<sup>28</sup> Nach § 225 a InsO können Schulden in Unternehmensanteile umgewandelt werden.

<sup>29</sup> Siehe Siemon (2014).

<sup>30</sup> „Restrukturierung“ die Änderung der Zusammensetzung, der Bedingungen oder der Struktur der Vermögenswerte und Verbindlichkeiten eines Schuldners oder jedes anderen Teils der Kapitalstruktur, einschließlich des Grund- beziehungsweise Stammkapitals, des Schuldners oder eine Kombination dieser Elemente, einschließlich des Verkaufs von Vermögenswerten oder Geschäftsbereichen mit dem Ziel, es dem Unternehmen zu ermöglichen, seine Tätigkeit ganz oder teilweise fortzusetzen;

<sup>31</sup> „Die Mitgliedstaaten schreiben vor, dass Restrukturierungspläne (...) mindestens folgende Informationen enthalten müssen.“ (§8, (1))

f) die Bedingungen des Plans, unter anderem

i) die vorgeschlagene Laufzeit;

ii) Vorschläge für eine Umschuldung, einen Schuldenerlass oder eine Umwandlung von Schulden in andere Formen von Verbindlichkeiten;

iii) eine neue Finanzierung, die als Teil des Restrukturierungsplans erwartet wird;

<sup>32</sup> (1) „Die Mitgliedstaaten stellen sicher, dass bei einer drohenden Insolvenz Aktionäre und andere Anteilseigner mit Beteiligungen an einem Schuldner die Annahme oder die Umsetzung eines Restrukturierungsplans, der die Rentabilität des Unternehmens wiederherstellen würde, nicht ohne Grund verhindern dürfen.“

Wenn kein unabhängiger Insolvenzverwalter mehr beteiligt werden muss (§5, (2)), sondern der Schuldner das Verfahren selbst leiten kann,<sup>33</sup> können Dritte – zum Beispiel Hedgefonds und Berater – die ursprünglichen Gläubiger des (potenziell) insolventen Unternehmens schlechter stellen. Dies setzt voraus, dass sie die Kontrolle über das wirtschaftlich schwache Unternehmen erhalten. Lufthansa hat dies im Falle von Air Berlin mit der Entsendung von Thomas Winckelmann in den Vorstand von Air Berlin vorgemacht (siehe 2.2.).

Harner (2011) beschreibt die Übernahme der Kontrolle durch Dritte in den USA: Zunächst werden Gerüchte über eine mögliche Insolvenz eines wirtschaftlich schwachen Unternehmens gestreut, sodass die Kurse der Anleihen der Unternehmen fallen. Steigende Finanzierungskosten schwächen das Unternehmen weiter. Die Hedge-Fonds kaufen dann die Anleihen des wirtschaftlich schwachen Unternehmens günstig auf und werden zu wichtigen Gläubigern. Dann erpressen die Hedgefonds das Unternehmen, das Management in ihrem Sinne auszutauschen.

Die Hedgefonds können sich dank der Null- und Niedrigzinspolitiken der großen Zentralbanken Kapital weitgehend zu null beschaffen, um die Anleihen aufzukaufen. Sie können auch weitere Kredite mit hohen Risikoprämien an die wirtschaftlich schwachen Unternehmen vergeben. Die neue Insolvenzrichtlinie will diese Kredite als vorrangig gegenüber anderen Verbindlichkeiten des potenziell insolventen Unternehmens behandeln.<sup>34</sup> Sogar jede zivil-, verwaltungs- und strafrechtliche Haftung der neuen Kreditgeber soll ausgeschlossen sein.<sup>35</sup>

---

(2) „Um das in Absatz 1 genannte Ziel zu erreichen, können die Mitgliedstaaten festlegen, dass die Anteilseigner eine oder mehrere eigene Klassen bilden müssen und ihnen das Recht gewährt wird, über die Annahme von Restrukturierungsplänen abzustimmen. In diesem Fall unterliegen Annahme und Bestätigung der Restrukturierungspläne dem klassenübergreifenden Cram-down nach Artikel 11.“

<sup>33</sup> „Die Mitgliedstaaten stellen sicher, dass Schuldner, die präventive Restrukturierungsverfahren in Anspruch nehmen, ganz oder zumindest teilweise die Kontrolle über ihre Vermögenswerte und den täglichen Betrieb des Unternehmens behalten.“ (§5, (1)).

„Die Bestellung eines Restrukturierungsverwalters durch eine Justiz- oder Verwaltungsbehörde ist nicht in jedem Fall zwingend.“ (§5, (2)).

<sup>34</sup> „Die Mitgliedstaaten stellen sicher, dass neue Finanzierungen und Zwischenfinanzierungen in geeigneter Weise gefördert und geschützt werden.“ (Art. 16, (1)).

„Die Mitgliedstaaten können Gebern von neuen Finanzierungen oder Zwischenfinanzierungen das Recht gewähren, in späteren Liquidationsverfahren Zahlungen vorrangig gegenüber anderen Gläubigern zu erhalten, die andernfalls höher- oder gleichrangige Ansprüche auf Geld oder Vermögenswerte hätten. In

Für die Erstellung des für das vorinsolvenzliche Verfahren in Eigenverwaltung notwendigen Restrukturierungsplans (§8) sind Insolvenzspezialisten und Berater nötig. Internationale Kanzleien wie Freshfields haben sich auf diese hoch dotierte Tätigkeit spezialisiert. Die neue europäische Insolvenzrichtlinie will die Honorare dieser Berater sichern. Im Entwurf werden bei Insolvenz die Forderungen der Berater als vorrangig zu schon bestehenden Forderungen, z.B. von Lieferanten und Hausbanken, eingestuft.<sup>36</sup> Da das neue Management die Berater bestimmt, dürften die Berater bemüht sein den Erwartungen der Hedgefonds zu entsprechen. Ebenso hat der Hedgefonds als wichtiger Gläubiger einen Anreiz, hohen Berater-Honoraren zuzustimmen.

Die Anleihen der Hedgefonds können nach dem Richtlinienentwurf später über sogenannte Debt-Equity-Swaps in Unternehmensanteile umgewandelt werden, die gegenüber anderen Gläubigern vorrangig sind.<sup>37</sup> Das Austauschverhältnis zwischen dem Kreditvolumen und den Unternehmensanteilen wird von den Beratern festgelegt. Sobald die tatsächliche Insolvenz eingeleitet ist, kann dieses Austauschverhältnis deutlich niedriger gesetzt werden, während bei Verwertung der Unternehmensbestandteile nach Insolvenz die einzelnen Unternehmensanteile wieder an Wert gewinnen.

Die angestrebte Vollendung der europäischen Kapitalmarktunion begünstigt diesen Prozess, weil sie als vorrangige Maßnahme gegen faule Kredite die Sekundärmärkte für notleidende Kredite fördern will (Europäische Kommission 2017, 16). Gesicherten Gläubigern soll es

---

*diesen Fällen stufen die Mitgliedstaaten neue Finanzierungen und Zwischenfinanzierungen mindestens als vorrangig gegenüber den Ansprüchen gewöhnlicher ungesicherter Gläubiger ein.“ (Art. 16, ( 2)).*

<sup>35</sup> „Die Geber von neuen Finanzierungen und Zwischenfinanzierungen in einem Restrukturierungsprozess werden von der zivil-, verwaltungs- und strafrechtlichen Haftung im Zusammenhang mit einer späteren Insolvenz des Schuldners befreit, es sei denn, die Finanzierung wurde in betrügerischer Absicht oder bösgläubig gewährt.“ (Art. 16, Abs. 3).

<sup>36</sup> „Die Mitgliedstaaten stellen sicher, dass Transaktionen, die vorgenommen werden, um die Aushandlung eines von einer Justiz- oder Verwaltungsbehörde bestätigten Restrukturierungsplans zu fördern, oder die mit solchen Verhandlungen in engem Zusammenhang stehen, in späteren Insolvenzverfahren nicht als die Gesamtheit der Gläubiger benachteiligende Handlungen für nichtig, anfechtbar oder nicht durchsetzbar erklärt werden“, ... (Art. 17, ( 1)).

„Zu den Transaktionen, die in den in Absatz 1 genannten Schutz genießen, gehören a) die Zahlung angemessener Gebühren und Kosten im Zusammenhang mit der Aushandlung, Annahme, Bestätigung oder Umsetzung eines Restrukturierungsplans; b) die Zahlung angemessener Gebühren und Kosten für die Inanspruchnahme professioneller Beratung im Zusammenhang mit einem Aspekt eines Restrukturierungsplans.“ (Art. 17, (2)).

<sup>37</sup> Die Rangfolge beim in Insolvenzverfahren nach neuer Richtlinie ist wie folgt: 1. Massegläubiger und Berater. 2. Debt-Equity-Gläubiger 3. Nachrangige Gläubiger 4. Aktionäre.

einfacher gemacht werden, Werte aus besicherten Darlehen an Unternehmen und Unternehmer zurückzuerhalten.<sup>38</sup> Die Lasten dürften kleine und mittlere Zuliefererunternehmen sowie die Hausbanken tragen, die bei einer endgültigen Insolvenz im Rang der Gläubiger nach hinten rücken.

Die Hedgefonds haben ein Interesse die Insolvenz herbeizuführen, statt die Geschäftstätigkeit zu erhalten (siehe Air Berlin und Lufthansa). Für einen auf den Cayman-Inseln beheimateten Hedgefonds ist eine Restrukturierung mit dem Ziel der Erhaltung der Geschäftstätigkeit zu teuer, weil er das Unternehmen im Detail nicht kennt, die Sprache nicht spricht und hohe Reisekosten hätte. Er dürfte sich deshalb auf das Ausschachten der Unternehmen durch teure Beraterverträge, hoch bepreiste Kredite und die Verwertung des Restvermögens auf Kosten nachrangiger Gläubiger beschränken.

Es wäre hingegen im Interesse der regionalen Hausbanken, wirtschaftliche schwache Unternehmen durch Restrukturierung am Leben zu erhalten. Die Hausbank ist auch besser in der Lage, die Informationsasymmetrien zwischen Kreditgeber und Kreditnehmer aufgrund der räumlichen Nähe und langfristiger Geschäftsbeziehungen aufzulösen (siehe Diamond 1984 sowie Berger und Udell 1998). Probleme wurden bisher im Dialog zwischen Hausbank und Unternehmen auf der Grundlage einer großen Sachkenntnis der Banken bezüglich des Unternehmens gelöst. Dieser Prozess wird in den Hintergrund gedrängt. Die effiziente Allokation von Ressourcen, die der Markt sicherstellen würde, wird gestört. Arbeitslosigkeit droht, die Produktivität von Unternehmen und damit das Lohnniveau sinken.

## **5. Ordnungspolitische Bewertung**

Die Soziale Marktwirtschaft in Deutschland basierte auf Grundprinzipien wie einer stabilen Währung, freier Preisbildung, Privateigentum und Haftung (siehe Eucken 1952, Erhard 1957). Der Markt selbst wurde als sozial verstanden, weil er die Allokationseffizienz und damit eine möglichst gute Versorgung der Bürger mit den von ihnen präferierten Gütern und Dienstleistungen sicherstellt (Müller-Armack 1957). Das Haftungsprinzip ermöglicht eine

---

<sup>38</sup> Die Vereinbarkeit und Komplementarität mit der Richtlinie über vorinsolvenzliche Restrukturierungsmaßnahmen soll beachtet werden.

effiziente Ressourcenallokation, weil die Unternehmen durch das Tragen der finanziellen Verantwortung für das eigene Handeln angehalten werden, Verschwendung zu vermeiden (Eucken 1952). Der Anreiz zu effizientem wirtschaftlichen Handeln sinkt, wenn aus Spekulation resultierende Verluste auf andere verschoben werden können.

Die sehr lockere Geldpolitik untergräbt die freie Preisbildung auf den Kapitalmärkten, indem sie die kurz- und langfristigen Zinsen gegen null drückt und in Finanzkrisen durch die Flutung des Finanzsystems mit billiger Liquidität einen versteckten Versicherungsmechanismus gegen Spekulationsverluste schafft. Die Signalfunktion des Zinses für hohe Risiken wird außer Kraft gesetzt. Das lähmt das Wachstum, weil die Anreize zu effizientem wirtschaftlichen Handeln reduziert werden und Unternehmen einen Anreiz erhalten auf den Kapitalmärkten zu spekulieren statt in Innovationen und Effizienzgewinne zu investieren. In Ergebnis entstehen – insbesondere nach dem Platzen von Finanzmarktblasen – immer mehr Zombiebanken und Zombieunternehmen, die Produktivitätsgewinne und das Wachstum in der Europäischen Union nach unten ziehen.

In diesem Umfeld unterhöhlt die *„Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über präventive Restrukturierungsmaßnahmen, die zweite Chance und Maßnahmen zur Steigerung der Effizienz von Restrukturierungs-, Insolvenz- und Entschuldungsverfahren und zur Änderung der Richtlinie 2012/30/EU“* das Haftungsprinzip weiter, weil sie zu Spekulation auf Bewertungsgewinne durch das Herbeiführen der Insolvenz einlädt. Die wirtschaftlichen Beziehungen zwischen klein- und mittelgroßen Unternehmen und deren klein- und mittelgroßen Hausbanken, die über mehr Informationen über die Wirtschaftlichkeit ihrer Schuldner verfügen, wird gestört. Die kleinen und mittelgroßen Unternehmen und Banken, die bisher das Rückgrat der wirtschaftlichen Entwicklung in Deutschland waren (Erhard 1957), werden geschwächt.

Ineffiziente Unternehmen werden auf Kosten von effizienten Unternehmen und Banken am Leben erhalten. Dies wird dazu führen, dass langfristig die Anzahl der Zombieunternehmen und Zombiebanken wachsen wird. Die Wirtschaftsstruktur würde sich hin zu den weichen Budgetrestriktionen verändern, wie sie Kornai (1986) für die mittel- und osteuropäischen sozialistischen Planwirtschaften sowie Qian und Xu (1998) für China beschrieben haben. Da

dies langfristig den Wohlstand in Europa unterhöhlt und damit zu wachsenden Verteilungskonflikten in Europa beiträgt, sollte die europäische Richtlinie zum vorinsolvenzlichen Verfahren aus ordnungspolitischer Sicht in dieser Form nicht umgesetzt werden.

## Literatur:

Abraham, Facundo / Schmuckler, Sergio (2017): Financial Globalization. A Glass Half Empty? *World Bank Group Policy Research Paper* 8194.

Acharya, Viral / Eisert, Tim / Eufinger, Christian / Hirsch, Christian (2017): Whatever it Takes: The Real Effects of Unconventional Monetary Policy. *CEPR Discussion Paper* 12005.

Adalet McGowan, Müge / Andrews, Dan / Millot, Valentine (2017): The Walking Dead: Zombie Firms and Productivity Performance in OECD Countries. *OECD Economics Department Working Paper* 1372.

Bain & Company (2018): *Global Private Equity Report*, Boston Massachusetts.

Berger, Allen / Udell, Gregory (1998): The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle. *Journal of Banking and Finance* 22, 6-8, 613-673.

Borio, Claudio / Kharroubi, Enisse / Upper, Christian / Zampolli, Fabrizio (2016): Labour Reallocation and Productivity Dynamics: Financial Causes, Real Consequences. *BIS Working Papers* 534.

Borio, Claudio / Gambacorta, Leonardo / Hofmann, Boris (2017): The Influence of Monetary Policy on Bank Profitability. *International Finance*. <https://doi.org/10.1111/infi.12104>.

Bundesfinanzministerium (2018): *EFSS, ESM, Überblick über die europäischen Finanzhilfen*, Berlin.

Caballero, Ricardo / Hoshi, Takeo / Kashyap, Anil (2008): Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan, *American Economic Review* 98, 5, 1943–1977.

Coleman, Susan (2006): The Capital Structure Decisions of Small Manufacturing Firms: Evidence from the Data. *Journal of Entrepreneurial Finance* 11, 3, 105-122.

- Diamond, Douglas (1984): Financial Intermediation and Delegated Monitoring. *The Review of Economic Studies* 51, 3, 393-414.
- Draghi, Mario (2014): *The Path to Recovery and the ECB's Role*. Speech by Mario Draghi, President of the ECB, at the Symposium on Financial Stability and the Role of Central Banks organised by the Deutsche Bundesbank, Frankfurt am Main, 27 February 2014.
- Erhard, Ludwig (1957): *Wohlstand für alle*. Düsseldorf: Econ-Verlag.
- Eucken, Walter (1952): *Grundsätze der Wirtschaftspolitik*. Tübingen und Zürich: Mohr Siebeck und Polygraphischer Verlag.
- Europäische Kommission (2016): Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Europäischen Rates über präventive Restrukturierungsrahmen, die zweite Chance und Maßnahmen zur Steigerung der Effizienz von Restrukturierungs-, Insolvenz- und Entschuldungsverfahren und zur Änderung der Richtlinie 2012/30/EU, 2016/0359 (COD), Brüssel.
- Europäische Kommission (2017): Mitteilung der Kommission an das europäische Parlament, den Rat, den europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen über die Halbzeitbilanz des Aktionsplans zur Kapitalmarktunion, COM(2017) 292 final, Brüssel.
- Europäische Kommission (2018): Second Progress Report on the Reduction of Non-Performing Loans in Europe, Brüssel.
- Frind, Frank/ Pollmächer, Frank (2016): Anmerkungen zu den "Thesen des Gravenbrucher Kreises zum vorinsolvenzlichen Sanierungsverfahren in Deutschland" - think twice, before it's all right. *ZInsO – Zeitschrift für das gesamte Insolvenzrecht* 19, 26, 1290-1291.
- Gerstenberger, Juliane, 2017. Impaired Capital Reallocation in a Low-Interest-Rate Environment: Evidence from German SMEs. *ORDO* 68, 1, 65-90.
- Graf-Schlicker, Marie-Luise (2016): Der Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion. *Beilage zu ZIP – Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* 22/2016, 21–22.
- Gravenbrucher Kreis (2016): Vorinsolvenzliches Sanierungsverfahren in Deutschland? *ZIP – Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* 2016, 1208-1209.
- Harner, Michele (2011): Activist Distressed Debtholders: The New Barbarians at the Gate? *Washington University Law Review* 89, 155-208.
- Hayek, Friedrich August von (1929): *Geldtheorie und Konjunkturtheorie*. Wien und Leipzig 1929.
- Hayek, Friedrich August von (1968): Der Wettbewerb als Entdeckungsverfahren. In: Internationales Institut „Österreichische Schule der Nationalökonomie“ (Hrsg.): Die Österreichische Schule der Nationalökonomie. Texte - Band II von Hayek bis White. Wien: Manz'sche Verlags- und Universitätsbuchhandlung, 119-137.

- Hofmann, Siegfried / Fröndhoff, Bert-Friedrich / Jahn, Thomas (2016): Bayer-Monsanto: A \$66 Billion Take-over. *Handelsblatt Global* 14.9.2016.
- Hoffmann, Andreas / Schnabl, Gunther (2016): The Adverse Effects of Ultra-Loose Monetary Policies on Investment, Growth and Income Distribution. *Cato Journal* 36, 3, 449-484.
- Holinski, Nils / Kool, Clemens / Muysken, Joan (2012): Persistent Macroeconomic Imbalances in the Euro Area: Causes and Consequences. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* 94, 1, 1-20.
- Jacoby, Florian (2016): Zur Einführung eines vorinsolvenzlichen Restrukturierungsinstruments in Deutschland, Anmerkungen zu den Thesen des Gravenbrucher Kreises. *ZIP – Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* 2016, 1210-1211.
- Jung, Burkhard (2016): Das vorinsolvenzliche Verfahren: Stand der aktuellen Diskussion. *KSI – Krisen-, Sanierungs- und Insolvenzberatung* 2016, 218- 219.
- Kayser, Godehard (2016): Rechtzeitige Insolvenzantragstellung vor dem Hintergrund des Brüsseler Aktionsplans für ein vorinsolvenzliches Restrukturierungsverfahren. Beilage zu *ZIP – Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* 22/2016 S. 40-41.
- Kane, Edward (1993): What Lessons Should Japan Learn from the U.S. Deposit-Insurance Mess? *Journal of the Japanese and International Economics* 7, 4, 329-355.
- Kornai, Janos (1986): The Soft Budget Constraint. *Kyklos* 39, 1, 3-30.
- Linnane, Chiara (2018): [S&P 500 Companies Expected to Buy Back \\$800 Billion of their Own Shares This Year, Market Watch](#), 6.3.2018.
- Reid, Jim / Tierney, Jim / Templeman, Luke / Mahtani, Sahil (2018): *The Persistence of Zombie Firms in a Low Yield World*. London: Deutsche Bank Markets Research.
- Menkhoff, Lukas / Sarno, Lucio / Schmeling, Maik / Schrimpf, Andreas (2012): Carry Trades and Global Foreign Exchange Volatility. *Journal of Finance* 67, 2, 681-718.
- Mises, Ludwig von (1912): *Die Theorie des Geldes und der Umlaufmittel*. Leipzig: Duncker und Humblot.
- Müller-Armack, Alfred (1947): *Wirtschaftslenkung und Marktwirtschaft*, Verlag für Wirtschaft und Sozialpolitik, Hamburg.
- Nordhaus, William (1975): The Political Business Cycle. *Review of Economic Studies* 42, 169-190.
- Peek, Joe / Rosengren, Eric (2005): Unnatural Selection: Perverse Incentives and the Misallocation of Credit in Japan. *American Economic Review* 95, 4, 1144–1166.

- Quian, Yingyi / Xu, Chenggang (1998): Innovation and Bureaucracy under Soft and Hard Budget Constraints. *Review of Economic Studies* 65, 1, 151-164.
- Reynolds, Isabel / Hagiwara, Yuki / Taniguchi, Takako (2017): Zombie Hordes: Thousands of Japanese Firms Dodging Bankruptcy. *Bloomberg*, 12.3.2017.
- Schnabl, Gunther (2013): Die japanischen Lehren für die europäische Krise. *Zeitschrift für Wirtschaftspolitik* 62, 1, 1-22.
- Schnabl, Gunther / Siemon, Klaus (2017): Der Bayer-Mosanto-Deal: Draghi hilft dreimal, Schäuble nur einmal bei der Umverteilung. *ÖkonomenBlog: Stimme der wirtschaftlichen Vernunft*, 23.3.2017.
- Schnabl, Gunther / Siemon, Klaus (2018): Lufthansa untergräbt den Wettbewerb. *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 5.2.2018, 21.
- Sinn, Hans-Werner (2012): *Die TARGET-Falle*. Hanser, München.
- Sinn, Hans-Werner (2018): The ECB's Fiscal Policy. *CESifo Working Paper* 7019.
- Schumpeter, Joseph (1912): *Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung. eine Untersuchung über Unternehmengewinn, Kapital, Kredit, Zins und den Konjunkturzyklus*, Berlin.
- Siemon, Klaus (2014): Das Distressed Debt Investing in der deutschen Insolvenz 2013. *ZInsO – Zeitschrift für das gesamte Insolvenz- und Sanierungsrecht* 5, 172-182.
- Siemon, Klaus (2012): Das ESUG und § 270 b InsO in der Anwendung. *ZInsO ZInsO – Zeitschrift für das gesamte Insolvenz- und Sanierungsrecht* 2012, 1045-1053.
- Westpfahl, Lars (2010): Vorinsolvenzliches Sanierungsverfahren. *ZGR – Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* 2010, 385-436.

# Universität Leipzig

## Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät

Nr. 1	Wolfgang Bernhardt	Stock Options wegen oder gegen Shareholder Value? Vergütungsmodelle für Vorstände und Führungskräfte 04/1998
Nr. 2	Thomas Lenk / Volkmar Teichmann	Bei der Reform der Finanzverfassung die neuen Bundesländer nicht vergessen! 10/1998
Nr. 3	Wolfgang Bernhardt	Gedanken über Führen – Dienen – Verantworten 11/1998
Nr. 4	Kristin Wellner	Möglichkeiten und Grenzen kooperativer Standortgestaltung zur Revitalisierung von Innenstädten 12/1998
Nr. 5	Gerhardt Wolff	Brauchen wir eine weitere Internationalisierung der Betriebswirtschaftslehre? 01/1999
Nr. 6	Thomas Lenk / Friedrich Schneider	Zurück zu mehr Föderalismus: Ein Vorschlag zur Neugestaltung des Finanzausgleichs in der Bundesrepublik Deutschland unter besonderer Berücksichtigung der neuen Bundesländer 12/1998
Nr. 7	Thomas Lenk	Kooperativer Föderalismus – Wettbewerbsorientierter Föderalismus 03/1999
Nr. 8	Thomas Lenk / Andreas Mathes	EU – Osterweiterung – Finanzierbar? 03/1999
Nr. 9	Thomas Lenk / Volkmar Teichmann	Die fiskalischen Wirkungen verschiedener Forderungen zur Neugestaltung des Länderfinanzausgleichs in der Bundesrepublik Deutschland: Eine empirische Analyse unter Einbeziehung der Normenkontrollanträge der Länder Baden-Württemberg, Bayern und Hessen sowie der Stellungnahmen verschiedener Bundesländer 09/1999
Nr. 10	Kai-Uwe Graw	Gedanken zur Entwicklung der Strukturen im Bereich der Wasserversorgung unter besonderer Berücksichtigung kleiner und mittlerer Unternehmen 10/1999
Nr. 11	Adolf Wagner	Materialien zur Konjunkturforschung 12/1999
Nr. 12	Anja Birke	Die Übertragung westdeutscher Institutionen auf die ostdeutsche Wirklichkeit – ein erfolg-versprechendes Zusammenspiel oder Aufdeckung systematischer Mängel? Ein empirischer Bericht für den kommunalen Finanzausgleich am Beispiel Sachsen 02/2000
Nr. 13	Rolf H. Hasse	Internationaler Kapitalverkehr in den letzten 40 Jahren – Wohlstandsmotor oder Krisenursache? 03/2000
Nr. 14	Wolfgang Bernhardt	Unternehmensführung (Corporate Governance) und Hauptversammlung 04/2000
Nr. 15	Adolf Wagner	Materialien zur Wachstumsforschung 03/2000
Nr. 16	Thomas Lenk / Anja Birke	Determinanten des kommunalen Gebührenaufkommens unter besonderer Berücksichtigung der neuen Bundesländer 04/2000
Nr. 17	Thomas Lenk	Finanzwirtschaftliche Auswirkungen des Bundesverfassungsgerichtsurteils zum Länderfinanzausgleich vom 11.11.1999 04/2000
Nr. 18	Dirk Büchel	Continuous linear utility for preferences on convex sets in normal real vector spaces 05/2000
Nr. 19	Stefan Dierkes / Stephanie Hanrath	Steuerung dezentraler Investitionsentscheidungen bei nutzungsabhängigem und nutzungsunabhängigem Verschleiß des Anlagenvermögens 06/2000
Nr. 20	Thomas Lenk / Andreas Mathes / Olaf Hirschfeld	Zur Trennung von Bundes- und Landeskompetenzen in der Finanzverfassung Deutschlands 07/2000
Nr. 21	Stefan Dierkes	Marktwerte, Kapitalkosten und Betafaktoren bei wertabhängiger Finanzierung 10/2000
Nr. 22	Thomas Lenk	Intergovernmental Fiscal Relationships in Germany: Requirement for New Regulations? 03/2001
Nr. 23	Wolfgang Bernhardt	Stock Options – Aktuelle Fragen Besteuerung, Bewertung, Offenlegung 03/2001
Nr. 24	Thomas Lenk	Die „kleine Reform“ des Länderfinanzausgleichs als Nukleus für die „große Finanzverfassungs-reform“? 10/2001

Nr. 25	Wolfgang Bernhardt	Biotechnologie im Spannungsfeld von Menschenwürde, Forschung, Markt und Moral Wirtschaftsethik zwischen Beredsamkeit und Schweigen 11/2001
Nr. 26	Thomas Lenk	Finanzwirtschaftliche Bedeutung der Neuregelung des bundesstaatlichen Finanzausgleichs – Eine allkoative und distributive Wirkungsanalyse für das Jahr 2005 11/2001
Nr. 27	Sören Bär	Grundzüge eines Tourismusmarketing, untersucht für den Südraum Leipzig 05/2002
Nr. 28	Wolfgang Bernhardt	Der Deutsche Corporate Governance Kodex: Zuwahl (comply) oder Abwahl (explain)? 06/2002
Nr. 29	Adolf Wagner	Konjunkturtheorie, Globalisierung und Evolutionsökonomik 08/2002
Nr. 30	Adolf Wagner	Zur Profilbildung der Universitäten 08/2002
Nr. 31	Sabine Klinger / Jens Ulrich / Hans-Joachim Rudolph	Konjunktur als Determinante des Erdgasverbrauchs in der ostdeutschen Industrie? 10/2002
Nr. 32	Thomas Lenk / Anja Birke	The Measurement of Expenditure Needs in the Fiscal Equalization at the Local Level Empirical Evidence from German Municipalities 10/2002
Nr. 33	Wolfgang Bernhardt	Die Lust am Fliegen Eine Parabel auf viel Corporate Governance und wenig Unternehmensführung 11/2002
Nr. 34	Udo Hielscher	Wie reich waren die reichsten Amerikaner wirklich? (US-Vermögensbewertungsindex 1800 – 2000) 12/2002
Nr. 35	Uwe Haubold / Michael Nowak	Risikoanalyse für Langfrist-Investments Eine simulationsbasierte Studie 12/2002
Nr. 36	Thomas Lenk	Die Neuregelung des bundesstaatlichen Finanzausgleichs auf Basis der Steuerschätzung Mai 2002 und einer aktualisierten Bevölkerungsstatistik 12/2002
Nr. 37	Uwe Haubold / Michael Nowak	Auswirkungen der Renditeverteilungsannahme auf Anlageentscheidungen Eine simulationsbasierte Studie 02/2003
Nr. 38	Wolfgang Bernhard	Corporate Governance Kodex für den Mittel-Stand? 06/2003
Nr. 39	Hermut Kormann	Familienunternehmen: Grundfragen mit finanzwirtschaftlichen Bezug 10/2003
Nr. 40	Matthias Folk	Launhardtsche Trichter 11/2003
Nr. 41	Wolfgang Bernhardt	Corporate Governance statt Unternehmensführung 11/2003
Nr. 42	Thomas Lenk / Karolina Kaiser	Das Prämienmodell im Länderfinanzausgleich – Anreiz- und Verteilungsmittwirkungen 11/2003
Nr. 43	Sabine Klinger	Die Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung des Haushaltsektors in einer Matrix 03/2004
Nr. 44	Thomas Lenk / Heide Köpping	Strategien zur Armutsbekämpfung und –vermeidung in Ostdeutschland: 05/2004
Nr. 45	Wolfgang Bernhardt	Sommernachtsfantasien Corporate Governance im Land der Träume. 07/2004
Nr. 46	Thomas Lenk / Karolina Kaiser	The Premium Model in the German Fiscal Equalization System 12/2004
Nr. 47	Thomas Lenk / Christine Falken	Komparative Analyse ausgewählter Indikatoren des Kommunalwirtschaftlichen Gesamt-ergebnisses 05/2005
Nr. 48	Michael Nowak / Stephan Barth	Immobilienanlagen im Portfolio institutioneller Investoren am Beispiel von Versicherungsunternehmen Auswirkungen auf die Risikosituation 08/2005
Nr. 49	Wolfgang Bernhardt	Familiengesellschaften – Quo Vadis? Vorsicht vor zu viel „Professionalisierung“ und Ver-Fremdung 11/2005
Nr. 50	Christian Milow	Der Griff des Staates nach dem Währungsgold 12/2005

Nr. 51	Anja Eichhorst / Karolina Kaiser	The Institutional Design of Bailouts and Its Role in Hardening Budget Constraints in Federations 03/2006
Nr. 52	Ullrich Heilemann / Nancy Beck	Die Mühen der Ebene – Regionale Wirtschaftsförderung in Leipzig 1991 bis 2004 08/2006
Nr. 53	Gunther Schnabl	Die Grenzen der monetären Integration in Europa 08/2006
Nr. 54	Hermut Kormann	Gibt es so etwas wie typisch mittelständige Strategien? 11/2006
Nr. 55	Wolfgang Bernhardt	(Miss-)Stimmung, Bestimmung und Mitbestimmung Zwischen Juristentag und Biedenkopf-Kommission 11/2006
Nr. 56	Ullrich Heilemann / Annika Blaschzik	Indicators and the German Business Cycle A Multivariate Perspective on Indicators of Ifo, OECD, and ZEW 01/2007
Nr. 57	Ullrich Heilemann	“The Soul of a new Machine” zu den Anfängen des RWI-Konjunkturmodells 12/2006
Nr. 58	Ullrich Heilemann / Roland Schuhr / Annika Blaschzik	Zur Evolution des deutschen Konjunkturzyklus 1958 bis 2004 Ergebnisse einer dynamischen Diskriminanzanalyse 01/2007
Nr. 59	Christine Falken / Mario Schmidt	Kameralistik versus Doppik Zur Informationsfunktion des alten und neuen Rechnungswesens der Kommunen Teil I: Einführende und Erläuternde Betrachtungen zum Systemwechsel im kommunalen Rechnungswesen 01/2007
Nr. 60	Christine Falken / Mario Schmidt	Kameralistik versus Doppik Zur Informationsfunktion des alten und neuen Rechnungswesens der Kommunen Teil II Bewertung der Informationsfunktion im Vergleich 01/2007
Nr. 61	Udo Hielscher	Monti della cita di firenze Innovative Finanzierungen im Zeitalter Der Medici. Wurzeln der modernen Finanzmärkte 03/2007
Nr. 62	Ullrich Heilemann / Stefan Wappler	Sachsen wächst anders Konjunkturelle, sektorale und regionale Bestimmungsgründe der Entwicklung der Bruttowertschöpfung 1992 bis 2006 07/2007
Nr. 63	Adolf Wagner	Regionalökonomik: Konvergierende oder divergierende Regionalentwicklungen 08/2007
Nr. 64	Ullrich Heilemann / Jens Ulrich	Good bye, Professir Phillips? Zum Wandel der Tariflohdeterminanten in der Bundesrepublik 1952 – 2004 08/2007
Nr. 65	Gunther Schnabl / Franziska Schobert	Monetary Policy Operations of Debtor Central Banks in MENA Countries 10/2007
Nr. 66	Andreas Schäfer / Simone Valente	Habit Formation, Dynastic Altruism, and Population Dynamics 11/2007
Nr. 67	Wolfgang Bernhardt	5 Jahre Deutscher Corporate Governance Kodex Eine Erfolgsgeschichte? 01/2008
Nr. 68	Ullrich Heilemann / Jens Ulrich	Viel Lärm um wenig? Zur Empirie von Lohnformeln in der Bundesrepublik 01/2008
Nr. 69	Christian Groth / Karl-Josef Koch / Thomas M. Steger	When economic growth is less than exponential 02/2008
Nr. 70	Andreas Bohne / Linda Kochmann	Ökonomische Umweltbewertung und endogene Entwicklung peripherer Regionen Synthese einer Methodik und einer Theorie 02/2008
Nr. 71	Andreas Bohne / Linda Kochmann / Jan Slavík / Lenka Slavíková	Deutsch-tschechische Bibliographie Studien der kontingenten Bewertung in Mittel- und Osteuropa 06/2008
Nr. 72	Paul Lehmann / Christoph Schröter-Schlaack	Regulating Land Development with Tradable Permits: What Can We Learn from Air Pollution Control? 08/2008
Nr. 73	Ronald McKinnon / Gunther Schnabl	China's Exchange Rate Impasse and the Weak U.S. Dollar 10/2008
Nr. 74	Wolfgang Bernhardt	Managervergütungen in der Finanz- und Wirtschaftskrise Rückkehr zu (guter) Ordnung, (klugem) Maß und (vernünftigem) Ziel? 12/2008

Nr. 75	Moritz Schularick / Thomas M. Steger	Financial Integration, Investment, and Economic Growth: Evidence From Two Eras of Financial Globalization 12/2008
Nr. 76	Gunther Schnabl / Stephan Freitag	An Asymmetry Matrix in Global Current Accounts 01/2009
Nr. 77	Christina Ziegler	Testing Predictive Ability of Business Cycle Indicators for the Euro Area 01/2009
Nr. 78	Thomas Lenk / Oliver Rottmann / Florian F. Woitek	Public Corporate Governance in Public Enterprises Transparency in the Face of Divergent Positions of Interest 02/2009
Nr. 79	Thomas Steger / Lucas Bretschger	Globalization, the Volatility of Intermediate Goods Prices, and Economic Growth 02/2009
Nr. 80	Marcela Munoz Escobar / Robert Holländer	Institutional Sustainability of Payment for Watershed Ecosystem Services. Enabling conditions of institutional arrangement in watersheds 04/2009
Nr. 81	Robert Holländer / WU Chunyou / DUAN Ning	Sustainable Development of Industrial Parks 07/2009
Nr. 82	Georg Quaas	Realgrößen und Preisindizes im alten und im neuen VGR-System 10/2009
Nr. 83	Ullrich Heilemann / Hagen Findeis	Empirical Determination of Aggregate Demand and Supply Curves: The Example of the RWI Business Cycle Model 12/2009
Nr. 84	Gunther Schnabl / Andreas Hoffmann	The Theory of Optimum Currency Areas and Growth in Emerging Markets 03/2010
Nr. 85	Georg Quaas	Does the macroeconomic policy of the global economy's leader cause the worldwide asymmetry in current accounts? 03/2010
Nr. 86	Volker Grossmann / Thomas M. Steger / Timo Trimborn	Quantifying Optimal Growth Policy 06/2010
Nr. 87	Wolfgang Bernhardt	Corporate Governance Kodex für Familienunternehmen? Eine Widerrede 06/2010
Nr. 88	Philipp Mandel / Bernd Süßmuth	A Re-Examination of the Role of Gender in Determining Digital Piracy Behavior 07/2010
Nr. 89	Philipp Mandel / Bernd Süßmuth	Size Matters. The Relevance and Hicksian Surplus of Agreeable College Class Size 07/2010
Nr. 90	Thomas Kohstall / Bernd Süßmuth	Cyclic Dynamics of Prevention Spending and Occupational Injuries in Germany: 1886-2009 07/2010
Nr. 91	Martina Padmanabhan	Gender and Institutional Analysis. A Feminist Approach to Economic and Social Norms 08/2010
Nr. 92	Gunther Schnabl / Ansgar Belke	Finanzkrise, globale Liquidität und makroökonomischer Exit 09/2010
Nr. 93	Ullrich Heilemann / Roland Schuhr / Heinz Josef Münch	A "perfect storm"? The present crisis and German crisis patterns 12/2010
Nr. 94	Gunther Schnabl / Holger Zemanek	Die Deutsche Wiedervereinigung und die europäische Schuldenkrise im Lichte der Theorie optimaler Währungsräume 06/2011
Nr. 95	Andreas Hoffmann / Gunther Schnabl	Symmetrische Regeln und asymmetrisches Handeln in der Geld- und Finanzpolitik 07/2011
Nr. 96	Andreas Schäfer / Maik T. Schneider	Endogenous Enforcement of Intellectual Property, North-South Trade, and Growth 08/2011
Nr. 97	Volker Grossmann / Thomas M. Steger / Timo Trimborn	Dynamically Optimal R&D Subsidization 08/2011
Nr. 98	Erik Gawel	Political drivers of and barriers to Public-Private Partnerships: The role of political involvement 09/2011
Nr. 99	André Casajus	Collusion, symmetry, and the Banzhaf value 09/2011
Nr. 100	Frank Hütner / Marco Sunder	Decomposing $R^2$ with the Owen value 10/2011
Nr. 101	Volker Grossmann / Thomas M. Steger / Timo Trimborn	The Macroeconomics of TANSTAAFL 11/2011

Nr. 102	Andreas Hoffmann	Determinants of Carry Trades in Central and Eastern Europe 11/2011
Nr. 103	Andreas Hoffmann	Did the Fed and ECB react asymmetrically with respect to asset market developments? 01/2012
Nr. 104	Christina Ziegler	Monetary Policy under Alternative Exchange Rate Regimes in Central and Eastern Europe 02/2012
Nr. 105	José Abad / Axel Löffler / Gunther Schnabl / Holger Zemanek	Fiscal Divergence, Current Account and TARGET2 Imbalances in the EMU 03/2012
Nr. 106	Georg Quaas / Robert Köster	Ein Modell für die Wirtschaftszweige der deutschen Volkswirtschaft: Das "MOGBOT" (Model of Germany's Branches of Trade)
Nr. 107	Andreas Schäfer / Thomas Steger	Journey into the Unknown? Economic Consequences of Factor Market Integration under Increasing Returns to Scale 04/2012
Nr. 108	Andreas Hoffmann / Björn Urbansky	Order, Displacements and Recurring Financial Crises 06/2012
Nr. 109	Finn Marten Körner / Holger Zemanek	On the Brink? Intra-euro area imbalances and the sustainability of foreign debt 07/2012
Nr. 110	André Casajus / Frank Hüttner	Nullifying vs. dummifying players or nullified vs. dummified players: The difference between the equal division value and the equal surplus division value 07/2012
Nr. 111	André Casajus	Solidarity and fair taxation in TU games 07/2012
Nr. 112	Georg Quaas	Ein Nelson-Winter-Modell der deutschen Volkswirtschaft 08/2012
Nr. 113	André Casajus / Frank Hüttner	Null players, solidarity, and the egalitarian Shapley values 08/2012
Nr. 114	André Casajus	The Shapley value without efficiency and additivity 11/2012
Nr. 115	Erik Gawel	Neuordnung der W-Besoldung: Ausgestaltung und verfassungsrechtliche Probleme der Konsumtionsregeln zur Anrechnung von Leistungsbezügen 02/2013
Nr. 116	Volker Grossmann / Andreas Schäfer / Thomas M. Steger	Migration, Capital Formation, and House Prices 02/2013
Nr. 117	Volker Grossmann / Thomas M. Steger	Optimal Growth Policy: the Role of Skill Heterogeneity 03/2013
Nr. 118	Guido Heineck / Bernd Süßmuth	A Different Look at Lenin's Legacy: Social Capital and Risk Taking in the Two Germanies 03/2013
Nr. 119	Andreas Hoffmann	The Euro as a Proxy for the Classical Gold Standard? Government Debt Financing and Political Commitment in Historical Perspective 05/2013
Nr. 120	Andreas Hoffmann / Axel Loeffler	Low Interest Rate Policy and the Use of Reserve Requirements in Emerging Markets 05/2013
Nr. 121	Gunther Schnabl	The Global Move into the Zero Interest Rate and High Debt Trap 07/2013
Nr. 122	Axel Loeffler / Gunther Schnabl / Franziska Schobert	Limits of Monetary Policy Autonomy and Exchange Rate Flexibility by East Asian Central Banks 08/2013
Nr. 123	Burkhard Heer / Bernd Süßmuth	Tax Bracket Creep and its Effects on Income Distribution 08/2013
Nr. 124	Hans Fricke / Bernd Süßmuth	Growth and Volatility of Tax Revenues in Latin America 08/2013
Nr. 125	Ulrich Volz	RMB Internationalisation and Currency Co-operation in East Asia 09/2013
Nr. 126	André Casajus / Helfried Labrenz	A property rights based consolidation approach 02/2014
Nr. 127	Pablo Duarte	The Relationship between GDP and the Size of the Informal Economy: Empirical Evidence for Spain 02/2014
Nr. 128	Erik Gawel	Neuordnung der Professorenbesoldung in Sachsen 03/2014
Nr. 129	Friedrun Quaas	Orthodoxer Mainstream und Heterodoxe Alternativen Eine Analyse der ökonomischen Wissenschaftslandschaft 04/2014

Nr. 130	Gene Callahan / Andreas Hoffmann	The Idea of a Social Cycle 05/2014
Nr. 131	Karl Trela	Klimaanpassung als wirtschaftspolitisches Handlungsfeld 06/2014
Nr. 132	Erik Gawel / Miquel Aguado	Neuregelungen der W-Besoldung auf dem verfassungsrechtlichen Prüfstand 08/2014
Nr. 133	Ulf Papenfuß / Matthias Redlich / Lars Steinhauer	Forschend und engagiert lernen im Public Management: Befunde und Gestaltungsanregungen eines Service Learning Lehrforschungsprojektes 10/2014
Nr. 134	Karl Trela	Political climate adaptation decisions in Germany - shortcomings and applications for decision support systems 11/2014
Nr. 135	Ulf Papenfuß / Lars Steinhauer / Benjamin Friedländer	Beteiligungsberichterstattung der öffentlichen Hand im 13-Länder-Vergleich: Erfordernisse für mehr Transparenz über die Governance und Performance öffentlicher Unternehmen 02/2015
Nr. 136	Gunther Schnabl	Japans Lehren für das Schweizer Wechselkursdilemma 02/2015
Nr. 137	Ulf Papenfuß / Christian Schmidt	Determinants of Manager Pay in German State-Owned Enterprises and International Public Policy Implications: 3-Year Study for Sectors, Performance and Gender 02/2015
Nr. 138	Philipp Mandel / Bernd Süßmuth	Public education, accountability, and yardstick competition in a federal system 05/2015
Nr. 139	Gunther Schnabl	Wege zu einer stabilitäts- und wachstumsorientierten Geldpolitik aus österreichischer Perspektive 06/2015
Nr. 140	Ulf Papenfuß / Matthias Redlich / Lars Steinhauer / Benjamin Friedländer	Forschend und engagiert lernen im Public Management: Befunde und Gestaltungsanregungen eines Service Learning Lehrforschungsprojektes – 2. aktualisierte Auflage 08/2015
Nr. 141	Friedrun Quaas / Georg Quaas	Hayeks Überinvestitionstheorie 10/2015
Nr. 142	Bastian Gawellek / Marco Sunder	The German Excellence Initiative and Efficiency Change among Universities, 2001-2011 01/2016
Nr. 143	Benjamin Larin	Bubble-Driven Business Cycles 02/2016
Nr. 144	Friedrun Quaas / Georg Quaas	Effekte des Kapitalmarktzinseszinses auf die Preis- und Produktivitätsentwicklung Eine Analyse der deutschen Volkswirtschaft 1970-2014 02/2016
Nr. 145	Thomas Lenk / Matthias Redlich / Philipp Glinka	Nachhaltige Stadtfinanzen - Akzeptanzsteigerung der bürgerschaftlichen Beteiligung an der Haushaltsplanung 02/2016
Nr. 146	Michael von Prollius / Gunther Schnabl	Geldpolitik, Arabellion, Flüchtlingskrise 10/2016
Nr. 147	David Leuwer / Bernd Süßmuth	The Exchange Rate Susceptibility of European Core Industries, 1995-2010 05/2017
Nr. 148	Gunther Schnabl	Monetary Policy and Wandering Overinvestment Cycles in East Asia and Europe 05/2017
Nr. 149	Ullrich Heilemann / Karsten Müller	Wenig Unterschiede – Zur Treffsicherheit internationaler Prognosen und Prognostiker 07/2017
Nr. 150	Gunther Schnabl / Sebastian Müller	Zur Zukunft der Europäischen Union aus ordnungspolitischer Perspektive 10/2017
Nr. 151	Gunther Schnabl	Ultra-lockere Geldpolitiken, Finanzmarktblasen und marktwirtschaftliche Ordnung 10/2017
Nr. 152	Pablo Duarte / Bernd Süßmuth	Implementing an approximate dynamic factor model to nowcast GDP using sensitivity analysis 02/2018
Nr. 153	Sophia Latsos	Real Wage Effects of Japan's Monetary Policy 03/2018
Nr. 154	Gunther Schnabl / Klaus Siemon	Die EU-Insolvenzrichtlinie zu vorinsolvenzlichen Verfahren aus ordnungspolitischer Perspektive The EU Directive on Preventive Restructuring Frameworks from a Ordoliberal Perspective 07/2018