

**Untersuchungen über das
Spar-, Giro- und Kreditwesen**

Abteilung B: Rechtswissenschaft

Herausgegeben von Peter O. Mühlert,
Uwe H. Schneider und Dirk A. Verse

Band 200

Der Debt Equity Swap in der Insolvenz

Von

Patrick Schulz



Duncker & Humblot · Berlin

PATRICK SCHULZ

Der Debt Equity Swap in der Insolvenz

Untersuchungen über das Spar-, Giro- und Kreditwesen

Abteilung B: Rechtswissenschaft

Schriften des Instituts für deutsches und
internationales Recht des Spar-, Giro- und Kreditwesens
an der Johannes Gutenberg-Universität Mainz

Herausgegeben von

Prof. Dr. Peter O. Mülbert,

Prof. Dr. Dr. h. c. Uwe H. Schneider, Prof. Dr. Dirk A. Verse

Band 200

Der Debt Equity Swap in der Insolvenz

Von

Patrick Schulz



Duncker & Humblot · Berlin

Der Fachbereich Rechts- und Wirtschaftswissenschaften
der Johannes Gutenberg-Universität Mainz hat diese Arbeit
im Jahre 2014 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in
der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten
sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Alle Rechte vorbehalten
© 2015 Duncker & Humblot GmbH, Berlin
Fremddatenübernahme: Klaus-Dieter Voigt, Berlin
Druck: buchbücher.de gmbh, Birkach
Printed in Germany

ISSN 0720-7352
ISBN 978-3-428-14676-5 (Print)
ISBN 978-3-428-54676-3 (E-Book)
ISBN 978-3-428-84676-4 (Print & E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☺

Internet: <http://www.duncker-humblot.de>

Geleitwort

Die vorliegende Dissertation enthält eine umfassende Darstellung des Debt Equity Swap in der Insolvenz. Hierbei werden nicht nur die neuen Vorschriften der Insolvenzordnung dargestellt, sondern auch das Verhältnis von Insolvenzrecht und Gesellschaftsrecht in den Blick genommen. Zusätzlich werden auch noch kapitalmarktrechtliche Auswirkungen, spezifische Probleme des Debt Equity Swap von Inhaberschuldverschreibungen und ferner steuerrechtliche Aspekte behandelt. Es handelt sich mithin um eine Arbeit, die den Debt Equity Swap umfassend untersucht und hierbei zu zahlreichen weiterführenden Ergebnissen gelangt.

In der Arbeit wird der Nachweis erbracht, dass sich die Lösung der zahlreichen mit dem Debt Equity Swap verbundenen Einzelprobleme auf einige wenige zentrale Gedanken zurückführen lassen. Ausgangspunkt der Arbeit ist zunächst die Einschätzung, dass die Gläubiger vom Gesetzgeber zu Recht den Zugriff auf den schuldnerischen Rechtsträger eingeräumt bekommen haben bzw. die Einbeziehung der Anteile der Altgesellschafter in das Insolvenzplanverfahren geboten ist, um der Befriedigungshierarchie des § 199 S. 2 InsO Rechnung zu tragen. Der sich aus der Verknüpfung von Rechtsträger und Unternehmen ergebende Fortführungswert steht hiernach den Gläubigern zu.

Aus dieser gesetzgeberischen Entscheidung, die letztlich eine konsequente Umsetzung der insolvenzrechtlichen Befriedigungshierarchie darstellt, leitet der Autor überzeugend ein Primat des Insolvenzrechts gegenüber dem Gesellschaftsrecht ab. Der Vorrang des Insolvenzrechts besteht allerdings nur insoweit, als es um die am Verfahren Beteiligten – also insbesondere die Gläubiger und die Altgesellschafter – geht; Positionen Dritter werden hiervon nicht berührt.

Das Primat des Insolvenzrechts gegenüber dem Gesellschaftsrecht und auch dem Kapitalmarktrecht dient – als maßgeblicher teleologischer Gesichtspunkt – als Leitfaden für die Behandlung der zahlreichen umstrittenen Auslegungsfragen, die durch die Einführung des insolvenzlichen Debt Equity Swap entstanden sind. Hierdurch wird m. E. ein wesentlicher dogmatischer und auch für die praktische Handhabung außerordentlich hilfreicher Erkenntnisfortschritt erzielt. Die Arbeit wird schließlich abgerundet durch Vorschläge zur Fortentwicklung des aufgezeigten Primats des Insolvenzrechts gegenüber anderen Rechtsgebieten *de lege ferenda*. Sie wird die Diskussion um den insolvenzlichen Debt Equity Swap sicherlich entscheidend beeinflussen.

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im August des Jahres 2014 von dem Fachbereich Rechts- und Wirtschaftswissenschaften der Johannes Gutenberg-Universität Mainz als Dissertation angenommen. Rechtsprechung und Literatur sind auf dem Stand August 2014.

Ganz besonderer Dank gilt meinem verehrten Doktorvater Herrn Prof. Dr. Urs Peter Gruber. Er hat mich bei der Wahl des hochspannenden und sehr aktuellen Themas unterstützt, den Schaffensprozess fördernd begleitet und war für Diskussionen immer ansprechbar. Die Zeit als wissenschaftlicher Mitarbeiter an seinem Lehrstuhl war eine äußerst bereichernde und erquickliche Erfahrung, die ich nicht missen will.

Herrn Prof. Dr. Dirk A. Verse danke ich vielmals für die zügige Erstellung des Zweitgutachtens und die Aufnahme der Arbeit in die Schriftenreihe „Untersuchungen über das Spar-, Giro- und Kreditwesen“.

Besonders herzlich möchte ich mich bei Dr. Stephanie Catherine Sittmann-Haury bedanken: Ihre Unterstützung und Motivation haben entscheidend zum Gelingen der Arbeit beigetragen. Dankbarkeit möchte ich auch gegenüber meinen vielen Weggefährten bezeugen. Ohne die anregenden Diskussionen und die eine oder andere Zerstreuung wäre die vergangene Zeit keine so besondere gewesen. Hier sind insbesondere Dr. Matthias Falke, Marvin Wiehe, Sebastian Ewald, Dr. Marco Moebus und Dr. Katarzyna Zborowska zu nennen.

Schlussendlich danke ich auch meiner Familie und insbesondere meinen Eltern, Ellen und Wolfgang Schulz, die mich während meiner gesamten Ausbildungszeit immer mit großem Wohlwollen begleitet und unterstützt haben. Ihnen ist diese Arbeit gewidmet.

Mainz, im April 2015

Patrick Schulz

Inhaltsverzeichnis

| | |
|--|----|
| A. Einleitung | 21 |
| I. Ausgangspunkt | 21 |
| II. Gegenstand der Untersuchung | 31 |
| 1. Sanierungseffizienz der InsO nach der ESUG-Reform | 31 |
| 2. Verhältnis von Insolvenzrecht zu Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht | 33 |
| 3. Vereinbarkeit mit höherrangigem Recht | 34 |
| 4. Bewertung der Forderungen | 35 |
| 5. Wirkungsgrenzen des Debt Equity Swap | 36 |
| III. Themenbegrenzung | 37 |
| 1. Der insolvenzliche Debt Equity Swap | 37 |
| 2. Fokussierung auf AG und GmbH | 40 |
| 3. Ökonomische Sinnhaftigkeit des Debt Equity Swap | 41 |
| 4. Terminologie | 42 |
| IV. Gang der Untersuchung | 43 |
| B. Grundlagen des Debt Equity Swap | 45 |
| I. Begriffsbestimmung | 45 |
| II. Geschichte und Empirie des Debt Equity Swap | 46 |
| 1. Reduzierung von Staatsschulden | 46 |
| 2. Wirtschaftswissenschaftliche Untersuchungen | 47 |
| III. Motive der einzelnen Beteiligten | 49 |
| 1. Gläubiger | 49 |
| a) Kreditinstitute | 49 |
| b) Finanzinvestoren | 51 |
| c) Andere Gläubiger | 55 |
| 2. Schuldnergesellschaft | 55 |
| 3. Altgesellschafter | 56 |
| IV. Vor- und Nachteile des Debt Equity Swap | 56 |
| 1. Vorteile | 56 |
| a) Bilanzielle Sanierung (Buchsanierung) | 56 |
| b) Wegfall des Insolvenzgrundes nach § 19 InsO | 57 |
| c) Liquiditätsschonung durch Wegfall von Zins- und Tilgungsleistungen | 59 |
| d) Erleichterung der zukünftigen Unternehmensfinanzierung | 59 |
| e) Unternehmerische Renditechancen | 60 |

| | | |
|-----------|---|-----------|
| f) | Signalwirkung an andere Gläubiger | 61 |
| g) | Einflussausübung und Machtübernahme | 62 |
| 2. | Nachteile | 63 |
| a) | Verlust von Kreditsicherheiten | 63 |
| b) | Übernahme unternehmerischen Risikos | 64 |
| c) | Fehlen fester Rückzahlungstermine | 64 |
| d) | Haftungsrisiken | 64 |
| aa) | Differenzhaftung | 64 |
| bb) | Lehre von der verdeckten Sacheinlage | 65 |
| e) | Nachrangigkeit nach § 39 Abs. 1 Nr. 5 InsO | 66 |
| f) | Steuerrechtliche Nachteile | 67 |
| V. | Zusammenfassung | 68 |
| C. | Abgrenzung zu anderen Sanierungsinstrumenten | 69 |
| I. | Barkapitalerhöhung | 69 |
| II. | Übertragende Sanierung | 70 |
| III. | Tausch in eigenkapitalähnliche Finanzierungsformen | 73 |
| 1. | Debt Mezzanine Swap | 73 |
| 2. | Umtausch in Genussrechte | 74 |
| IV. | Umtausch in Wandelschuldverschreibungen | 76 |
| V. | Reverse Debt Equity Swap | 78 |
| VI. | Zusammenfassung | 79 |
| D. | Grundsätze der gesellschaftsrechtlichen Umsetzung des Debt Equity Swap | 81 |
| I. | Ausgangssituation | 81 |
| II. | Debt Equity Swap mittels Kapitalmaßnahmen | 82 |
| 1. | Kapitalherabsetzung | 82 |
| a) | Vereinfachte Kapitalherabsetzung | 82 |
| b) | Kapitalherabsetzung unter den gesetzlichen Mindestnennbetrag | 84 |
| c) | Sachliche Rechtfertigung der Kapitalherabsetzung | 84 |
| 2. | Kapitalerhöhung | 85 |
| a) | Effektive Kapitalerhöhung durch Forderungseinbringung | 85 |
| b) | Keine Umgehung der Sacheinlagevorschriften | 87 |
| aa) | Ausfluss des Kapitalaufbringungsgrundsatzes | 87 |
| bb) | Differenzhaftung und verdeckte Sacheinlage | 87 |
| cc) | Aufrechnungsverbot | 88 |
| c) | Zwingende Bareinlage bei Kapitalherabsetzung auf Null | 88 |
| 3. | Ausschluss des Bezugsrechts | 89 |
| a) | Bezugsrecht als elementarer Bestandteil der Mitgliedschaft | 89 |
| b) | Inhaltliche Beschlusskontrolle des Bezugsrechtsausschlusses | 90 |
| c) | Bezugsrechtsausschluss bei gemischter Bar- und Sacheinlage | 92 |

| | |
|---|-----------|
| III. Übernahme bestehender Anteile | 93 |
| IV. Zusammenfassung | 94 |
| E. Der insolvenzliche Debt Equity Swap | 95 |
| I. Einleitung | 95 |
| II. Einbeziehung der Anteilsrechte in das Insolvenzplanverfahren | 96 |
| 1. Ausgangspunkt | 96 |
| a) Strategisches Blockadepotenzial der Gesellschafter nach InsO a.F. | 96 |
| b) Ungewisse Reichweite gesellschaftsrechtlicher Treuepflichten ... | 98 |
| 2. Paradigmenwechsel durch das ESUG | 101 |
| a) Einbeziehung der Anteilsrechte in den Insolvenzplan | 101 |
| aa) Aufgabe der gesellschaftsrechtlichen Neutralität | 101 |
| bb) Regel-Ausnahme-Prinzip der Einbeziehung | 103 |
| cc) Keine Umwandlung gegen den Gläubigerwillen | 103 |
| dd) Gesellschaftsrechtliche Maßnahmen im Planverfahren | 104 |
| ee) Umwandlung in Anteils- und Mitgliedschaftsrechte | 106 |
| ff) Ausschluss der Differenzhaftung | 107 |
| b) Beteiligung der Gesellschafter an der Gläubigerversammlung | 108 |
| aa) Bildung eigener Gruppen | 108 |
| bb) Stimmrecht der Anteilseigner | 110 |
| cc) Beteiligung am Erörterungs- und Abstimmungstermin | 110 |
| dd) Mehrheitsentscheidung oder Fiktion der Zustimmung | 112 |
| III. Würdigung der gesetzgeberischen Entscheidung | 113 |
| 1. Ausgangspunkt | 113 |
| 2. Meinungsstand | 114 |
| a) Unantastbarkeit der gesellschaftsrechtlichen Organisationsstruktur | 114 |
| b) Gläubigerzugriff auf gesellschaftsrechtliche Organisationsstruktur | 115 |
| 3. Stellungnahme | 116 |
| a) Etablierung einer sachgerechten Befriedigungshierarchie | 116 |
| aa) Zugriff der Gläubiger auf den Fortführungswert | 116 |
| bb) Verstoß gegen die Gleichwertigkeit der Sanierungswege | 118 |
| cc) Anteilsrecht als „organisationsrechtliche Formalposition“ | 119 |
| dd) Gesellschafter als letztrangige Insolvenzgläubiger | 122 |
| ee) Keine Privilegierung der Gesellschafter | 125 |
| ff) Kein „Recht auf wirtschaftlichen Selbstmord“ | 127 |
| b) Realisierung unternehmerischen Risikos | 128 |
| c) Keine sanierungshindernde Wirkung der Planeinbeziehung | 129 |
| aa) Keine Gefahr verspäteter Insolvenzanträge | 129 |
| bb) Erhöhung der Sanierungsbereitschaft | 132 |
| d) Keine erhöhte Missbrauchsgefahr | 132 |
| e) Keine Beeinträchtigung der Rechte Dritter | 136 |

| | |
|---|-----|
| 4. Ergebnis | 137 |
| IV. Vereinbarkeit mit europarechtlichen Vorgaben | 137 |
| 1. Ausgangspunkt | 137 |
| 2. Kapitalrichtlinie | 138 |
| a) Ausschließliche Hauptversammlungskompetenz für Kapitalmaßnahmen | 138 |
| b) Anwendungsbereich der Kapitalrichtlinie | 140 |
| aa) Die Rechtsprechung des Europäischen Gerichtshofs | 140 |
| bb) Entscheidung <i>Karella und Karellas</i> | 140 |
| (1) Der Sachverhalt | 140 |
| (2) Die Entscheidung | 141 |
| (3) Die Aussage | 142 |
| cc) Entscheidungen <i>Syndesmos Melon</i> und andere | 142 |
| (1) Die Sachverhalte | 142 |
| (2) Die Entscheidungen | 143 |
| (3) Die Aussagen | 144 |
| c) Meinungsstand | 144 |
| aa) Anwendbarkeit bei insolvenzlichen Sanierungen | 144 |
| bb) Keine Anwendbarkeit bei insolvenzlichen Sanierungen | 145 |
| (1) Insolvenzliche Sanierungen als Kollektivverfahren | 145 |
| (2) Die Auffassung Schöns: Keine Anwendung auf staatliche Zwangseingriffe | 146 |
| (3) Die Auffassung Spetzlers: Vorrang der EuInsVO | 147 |
| d) Stellungnahme | 147 |
| aa) Keine Anwendbarkeit der Art. 29, 33 Abs. 4, 34 in Insolvenzverfahren | 147 |
| bb) Kein „Fortbestand in eigenen Strukturen“ | 152 |
| cc) Sinnwidrigkeit von Kapitalmaßnahmen in der Regelinsolvenz | 154 |
| dd) Anwendbarkeit der Richtlinie auf staatliche Zwangseingriffe | 155 |
| ee) Kein Vorrang der EuInsVO | 155 |
| e) Zwischenergebnis | 156 |
| 3. Publizitätsrichtlinie | 158 |
| 4. Ergebnis | 159 |
| V. Vereinbarkeit mit verfassungsrechtlichen Vorgaben | 159 |
| 1. Ausgangspunkt | 159 |
| 2. Grundrechtspositionen der Anteilseigner | 160 |
| a) Eigentumsgarantie, Art. 14 GG | 160 |
| aa) Eingriff in den Schutzbereich | 160 |
| bb) Verfassungsrechtliche Rechtfertigung | 162 |
| (1) Art des Eingriffs | 162 |
| (a) Keine Enteignung i. S. d. Art. 14 Abs. 3 GG | 162 |

| | |
|---|-----|
| (b) Einordnung als Inhalts- und Schrankenbestimmung .. | 164 |
| (2) Rechtfertigungsmaßstab | 165 |
| (a) Verfolgung eines legitimen Zwecks | 165 |
| (b) Geeignetheit | 167 |
| (c) Erforderlichkeit | 167 |
| (d) Angemessenheit | 168 |
| (aa) Herstellung praktischer Konkordanz | 168 |
| (bb) Entwertung der vermögensrechtlichen Kompo- nente | 169 |
| (cc) Entwertung der teilhaberechtlichen Komponente | 172 |
| (dd) Zwischenergebnis | 174 |
| cc) Erforderlichkeit einer Entschädigung | 174 |
| (1) Verfassungsrechtliche Gebotenheit | 174 |
| (2) Höhe der Entschädigung | 175 |
| (a) Liquidationswert | 175 |
| (b) (Fortführungs-)Wert der reorganisierten Unterneh- mung | 176 |
| (c) Börsenwert | 176 |
| (d) Stellungnahme | 178 |
| (aa) Maßgeblichkeit des Liquidationswerts | 178 |
| (bb) Keine Vergleichbarkeit mit aktienrechtlichen Ab- findungsansprüchen | 179 |
| (cc) Zerrbild durch Spekulation | 181 |
| (dd) Keine freie Deinvestitionsentscheidung in der In- solvenz | 182 |
| (ee) Keine Ungleichbehandlung der einzelnen Aktien- arten | 183 |
| (3) Zwischenergebnis | 183 |
| dd) Effektiver Minderheiten- und Rechtsschutz | 184 |
| (1) Ausgangspunkt | 184 |
| (2) Minderheitenschutz | 185 |
| (3) Rechtsschutz | 186 |
| (4) Bewertung | 187 |
| b) Vereinigungsfreiheit, Art. 9 GG | 191 |
| aa) Eingriff in den Schutzbereich | 191 |
| bb) Verfassungsrechtliche Rechtfertigung | 192 |
| (1) Vereinigungsfreiheit | 192 |
| (2) Negative Vereinigungsfreiheit | 195 |
| 3. Grundrechtspositionen der Gläubiger | 197 |
| 4. Ergebnis | 198 |
| VI. Primat des Insolvenzrechts vor dem Gesellschaftsrecht | 198 |

| | |
|--|-----|
| 1. Einleitung | 198 |
| 2. Überlagerung der gesellschaftsrechtlichen Regelungen | 199 |
| 3. Auswirkungen auf den insolvenzlichen Debt Equity Swap | 203 |
| a) Erleichterte Rechtfertigung des Bezugsrechtsausschlusses | 203 |
| aa) Problemaufriss | 203 |
| bb) Fortgeltung gesellschaftsrechtlicher Maßstäbe | 204 |
| cc) Überlagerung durch insolvenzrechtliche Wertungen | 206 |
| dd) Stellungnahme: | 207 |
| (1) Keine materielle Beschlusskontrolle in der Insolvenz | 207 |
| (2) Verdrängung gesellschaftsrechtlicher Schutzbestimmungen | 208 |
| (3) Vergleich mit aktien- und umwandlungsrechtlichen Abfindungsansprüchen | 210 |
| (4) Keine Angemessenheitsprüfung im Einzelfall | 210 |
| (5) Anwendbarkeit des § 186 AktG in der Insolvenz? | 213 |
| b) Weiterbeteiligungsmöglichkeit durch Kapitalerhöhungskombinationen | 216 |
| aa) Problemaufriss | 216 |
| bb) Varianten gemischter Kapitalerhöhungen | 217 |
| cc) Barkapitalerhöhung mit anschließender Sachkapitalerhöhung bei Nichtausübung des Bezugsrechts | 218 |
| dd) Stellungnahme | 218 |
| 4. Ergebnis | 221 |
| VII. Insolvenzrechtliche Auslegungsfragen | 222 |
| 1. Bewertung der eingebrachten Forderung | 222 |
| a) Problemaufriss | 222 |
| b) Meinungsstand | 223 |
| aa) Vollwertigkeitsansatz | 223 |
| bb) Nennwertansatz | 224 |
| c) Stellungnahme | 225 |
| aa) Vollwertigkeitsansatz als Sanierungshindernis? | 225 |
| bb) Uneindeutigkeit des Gesetzes | 226 |
| cc) Teleologische Reduktion der Kapitalaufbringungsvorschriften | 227 |
| (1) Reichweite des insolvenzrechtlichen Primats | 227 |
| (2) Keine Gefährdung von Gesellschaftern und bisherigen Gläubigern | 229 |
| (a) Altgesellschafter | 229 |
| (b) Neugesellschafter | 230 |
| (c) Bisherige Gläubiger | 230 |
| (3) Keine Gefährdung zukünftiger Gläubiger | 231 |
| (a) Forderungseinbringung als nomineller Wertzufluss ... | 231 |

| | |
|---|-----|
| (b) Fehlende Garantiefunktion des eingetragenen Haftkapitals | 233 |
| (c) Gläubigerschutz durch Publizität | 234 |
| (4) Auslegung der Kapitalaufbringungsvorschriften | 235 |
| (5) Gläubigerschutz durch Sanierung | 239 |
| d) Ergebnis | 240 |
| 2. Einlagefähigkeit und Wert von Gesellschafterdarlehen | 241 |
| a) Problemaufriss | 241 |
| b) Meinungsstand | 241 |
| c) Stellungnahme | 242 |
| 3. Übernominale Befriedigung einrückender Gläubiger | 244 |
| a) Problemaufriss | 244 |
| b) Meinungsstand | 245 |
| c) Stellungnahme | 246 |
| 4. Verbleib der Altgesellschafter in der Gesellschaft | 249 |
| a) Verstoß gegen die absolute Vorrangregel des § 245 Abs. 2 Nr. 2 InsO | 249 |
| aa) Problemaufriss | 249 |
| bb) Rechtslage vor der Reform durch das ESUG | 252 |
| (1) Stand der Diskussion | 252 |
| (2) Die „new value exception“ zur „absolute priority rule“? .. | 253 |
| (3) Kritik an dem bisherigen Lösungsansatz | 255 |
| cc) Rechtslage nach der Reform durch das ESUG | 258 |
| (1) Anteilseignerstellung als Wertzuwendung | 258 |
| (2) Teilweiser Verbleib der Altgesellschafter | 260 |
| dd) Stellungnahme | 260 |
| (1) Regelungszweck der Norm | 260 |
| (2) Keine Pflicht zum Eingriff | 261 |
| (3) Übertragbarkeit bisheriger Lösungsansätze | 265 |
| (4) Keine uneingeschränkte Übertragbarkeit der LaSalle-Entscheidung | 266 |
| (5) Zwischenergebnis | 266 |
| b) Verbleib einzelner Altgesellschafter in der Gesellschaft | 266 |
| c) Ergebnis | 268 |
| 5. Zuständigkeit der Gesellschafterversammlung für die Insolvenz be- seitigende Barkapitalerhöhung | 269 |
| 6. Unwirksamkeit von <i>Change-of-control</i> -Klauseln, § 225 Abs. 4 InsO . | 271 |
| a) Bedeutung von <i>Change-of-control</i> -Klauseln | 271 |
| b) <i>Change-of-control</i> -Klauseln als Sanierungshindernis | 272 |
| c) Unwirksamkeit von <i>Change-of-control</i> -Klauseln | 273 |
| aa) Unwirksamkeit bereits nach § 119 InsO? | 273 |

| | | |
|-----------|--|------------|
| bb) | Unwirksamkeit nach § 254a Abs. 4 InsO | 275 |
| d) | Ergebnis | 276 |
| 7. | Austrittsrecht der Altgesellschafter, § 225a Abs. 5 InsO | 276 |
| 8. | Registergerichtliche Formerfordernisse | 280 |
| 9. | Reichweite der Sanierungsprivilegien des § 39 InsO | 282 |
| a) | Problemaufriss | 282 |
| aa) | Neuordnung des Rechts der Gesellschafterfremdfinanzierung .. | 282 |
| bb) | § 39 Abs. 1 Nr. 5 InsO als Sanierungshindernis | 283 |
| b) | Kleinbeteiligungsprivileg, § 39 Abs. 5 InsO | 285 |
| c) | Sanierungsprivileg, § 39 Abs. 4 S. 2 InsO | 287 |
| aa) | Anwendbarkeit des Sanierungsprivilegs | 287 |
| bb) | Persönlich-Sachlicher Anwendungsbereich | 287 |
| (1) | Erfasste Gesellschaften und Gesellschafter | 287 |
| (2) | Art und Weise des Anteilerwerbs | 288 |
| (3) | Zeitpunkt des Anteilerwerbs | 288 |
| (4) | Zum Zwecke der Sanierung | 289 |
| cc) | Zeitliche Grenze der Privilegierung | 291 |
| (1) | Problemaufriss | 291 |
| (2) | Meinungsstand | 291 |
| (3) | Stellungnahme | 293 |
| d) | Ergebnis | 294 |
| 10. | Insolvenzanfechtungsrisiken, §§ 129 ff. InsO | 294 |
| 11. | Nachrangigkeit der Entschädigungsforderungen | 296 |
| 12. | Konflikt mit Kapitalerhaltungsvorschriften | 297 |
| F. | Kapitalmarktrechtliche Rechtsfragen | 300 |
| I. | Debt Equity Swap bei börsennotierten Aktiengesellschaften | 300 |
| 1. | Einleitung | 300 |
| 2. | Auswirkung auf die Börsenzulassung | 301 |
| a) | Fortbestand der Börsenzulassung in der Insolvenz | 301 |
| b) | Verlust der Börsenzulassung bei einem <i>Cold Delisting</i> | 302 |
| c) | Kein Pflichtangebot aufgrund der Macrotron-Rechtsprechung des BGH | 304 |
| aa) | Problemaufriss | 304 |
| bb) | Aufgabe der Macrotron-Rechtsprechung | 305 |
| cc) | Widerspruch zur insolvenzrechtlichen Befriedigungshierarchie .. | 306 |
| dd) | Auswirkungen und Gestaltungsspielräume | 307 |
| d) | Ergebnis | 308 |
| 3. | Übernahmerechtliches Pflichtangebot | 308 |
| a) | Einleitung | 308 |
| b) | Regelungsinhalt des § 35 WpÜG | 309 |

| | | |
|-----|--|-----|
| aa) | Kontrollerlangung über eine Zielgesellschaft | 309 |
| bb) | Zurechnung nach § 30 WpÜG | 310 |
| c) | Sanierungsbefreiung nach § 37 Abs. 1 WpÜG | 312 |
| aa) | Voraussetzungen | 312 |
| bb) | Rechtsfolge: Ermessensentscheidung der BaFin | 314 |
| d) | Anwendbarkeit des § 35 WpÜG in der Insolvenz | 315 |
| aa) | Keine Anwendung bei Kapitalschnitt auf Null | 315 |
| bb) | Sonstige Fälle: Teleologische Reduktion des § 35 WpÜG | 315 |
| (1) | Primat des Insolvenzrechts | 315 |
| (2) | Keine Schutzbedürftigkeit der Altaktionäre | 316 |
| (3) | Keine Schutzbedürftigkeit mit einrückender Gläubiger ... | 318 |
| (4) | Vereinbarkeit mit der Übernahmerichtlinie | 318 |
| (5) | Aufsichtsbehördliche Befreiung unzureichend | 319 |
| (6) | Schlussfolgerung | 320 |
| e) | Ergebnis | 320 |
| 4. | Prospektpflicht nach WpPG | 321 |
| a) | Grundlagen | 321 |
| b) | Prospektpflicht bei einem Debt Equity Swap | 322 |
| aa) | Prospektpflicht nach § 3 Abs. 1 WpPG | 322 |
| (1) | Öffentliches Angebot der Aktien | 322 |
| (2) | Individualität der Zeichnungsentscheidung | 323 |
| (3) | Keine Informationsasymmetrie | 323 |
| (4) | Ausnahmen bei öffentlichen Angeboten | 324 |
| (5) | Ergebnis | 325 |
| bb) | Prospektpflicht nach § 3 Abs. 4 WpPG | 325 |
| (1) | Zulassung an einem organisierten Markt | 325 |
| (2) | Ausnahmen | 325 |
| (3) | Teleologische Reduktion des § 3 Abs. 4 WpPG? | 326 |
| (4) | Ergebnis | 326 |
| cc) | Anteilsübertragung als Alternative | 326 |
| c) | Ergebnis | 327 |
| 5. | Kapitalmarktrechtliche Pflichten nach WpHG | 328 |
| a) | Mitteilungs- und Publizitätspflichten | 328 |
| b) | Fortbestand in der Insolvenz | 329 |
| c) | Kein Primat des Insolvenzrechts | 330 |
| d) | Sinnhaftigkeit in der Insolvenz | 330 |
| e) | Ergebnis | 332 |
| 6. | Zusammenfassung | 333 |
| II. | Debt Equity Swap von Inhaberschuldverschreibungen | 333 |
| 1. | Ausgangspunkt | 333 |

| | | |
|-----------|---|-----|
| 2. | Überblick über das Schuldverschreibungsgesetz | 336 |
| a) | Sachlicher und zeitlicher Anwendungsbereich | 336 |
| b) | Erweiterte Kompetenzen der Gläubigerversammlung | 337 |
| 3. | Besonderheiten des insolvenzlichen Debt Equity Swap von Anleihen .. | 338 |
| a) | Erweiterter Anwendungsbereich | 338 |
| b) | Primat des Insolvenzrechts | 339 |
| aa) | Grundsätzlicher Vorrang des Insolvenzrechts | 339 |
| bb) | Debt Equity Swap nach § 5 Abs. 3 S. 1 Nr. 5 SchVG | 340 |
| cc) | Anwendbarkeit der §§ 5 ff. SchVG im Insolvenzplanverfahren | 340 |
| dd) | Obstruktionsverbot und insolvenzrechtlicher Rechtsschutz ... | 342 |
| ee) | Intensivierter Schutz nach § 19 Abs. 4 SchVG | 342 |
| c) | Konfusion einer verbrieften Forderung | 343 |
| d) | Werthaltigkeit der Forderung | 344 |
| 4. | Ergebnis | 345 |
| G. | Steuerrechtliche Aspekte des Debt Equity Swap | 346 |
| I. | Steuerrecht als Sanierungshindernis | 346 |
| II. | Untergang von nicht genutzten Verlustvorträgen | 347 |
| III. | Besteuerung von Sanierungsgewinnen | 349 |
| IV. | Folgerungen | 352 |
| H. | Vorschläge de lege ferenda | 355 |
| I. | Gläubigerbeteiligung am Debt Equity Swap durch Majorisierung | 355 |
| 1. | Zustimmungserfordernis der teilnehmenden Gläubiger | 355 |
| 2. | Ausnahme des § 5 Abs. 3 S. 1 Nr. 5 SchVG | 356 |
| 3. | Gründe für eine Majorisierung der Gläubiger | 356 |
| a) | Entwertung der Forderungen in der Insolvenz | 356 |
| b) | Überwindung des Störpotenzials von Akkordstörern | 357 |
| c) | Vermeidung komplexer Bewertungsfragen | 358 |
| 4. | Lösungsmöglichkeiten | 359 |
| a) | Keine Majorisierungsmöglichkeit <i>de lege lata</i> | 359 |
| b) | Majorisierungsmöglichkeit <i>de lege ferenda</i> | 359 |
| aa) | Eingriff in die negative Vereinigungsfreiheit? | 359 |
| bb) | Beschränkung auf Ausnahmefälle | 361 |
| cc) | Beschränkung auf börsennotierte Aktiengesellschaften | 361 |
| dd) | Beschränkung auf bestimmte Gläubigergruppen | 363 |
| ee) | Zustimmungsfiktion entsprechend § 230 Abs. 2 DiskE-ESUG | 363 |
| (1) | Wegfall der Zustimmungsfiktion im Gesetzgebungsverfahren | 363 |
| (2) | Verfassungsmäßigkeit einer Zustimmungsfiktion | 364 |
| (3) | Kein unangemessener Aufwand für die Gläubiger | 364 |
| 5. | Ergebnis | 365 |

| | | |
|-----------|---|------------|
| II. | Notwendige Änderungen und Klarstellungen | 365 |
| 1. | Änderung des § 225a InsO | 365 |
| a) | Zusammenführung der Abs. 2 und 3 | 365 |
| b) | Ergänzung des § 225a Abs. 4 S. 3 InsO | 366 |
| 2. | Anwendungsbereich der Kapitalrichtlinie | 366 |
| 3. | Anwendungsbereich des § 35 WpÜG | 367 |
| 4. | Ausnahme von der Prospektpflicht bei Reorganisationen | 367 |
| a) | Ausgangslage | 367 |
| b) | Prospektpflicht im US-Reorganisationsrecht | 368 |
| c) | Änderungsbedarf <i>de lege ferenda</i> | 369 |
| aa) | § 3 Abs. 1 WpPG | 369 |
| bb) | § 3 Abs. 4 WpPG | 370 |
| III. | Herabsetzung unter den Mindestnennbetrag | 370 |
| IV. | Zusammenfassung | 372 |
| I. | Ergebnis und Zusammenfassung in Thesen | 374 |
| | Literaturverzeichnis | 376 |
| | Sachwortverzeichnis | 398 |

A. Einleitung

I. Ausgangspunkt

Insolvenzen sind das zwingende Resultat eines marktwirtschaftlich organisierten Wirtschaftslebens, in dem die Unternehmungen ausscheiden, denen es an Wettbewerbsfähigkeit mangelt.¹ Wirtschaftliche Abschwünge und platzende Spekulationsblasen wirken besonders marktberreinigend. Scheitern ist ein fundamentaler Bestandteil unternehmerischer Betätigung und weder Branche, noch Größe, noch Marktdominanz schützen vor einer existenzbedrohenden Krise.² Die Finanz- und Wirtschaftskrise der vergangenen Jahre war die schwerste Rezession der letzten 60 Jahre.³ Spätestens sie hat durch öffentlichkeitswirksame Großinsolvenzen⁴ in Erinnerung gerufen, dass auch – im Kern gesunde – Gesellschaften durch Fehlentscheidungen der Unternehmensführung, Refinanzierungsschwierigkeiten und Verwerfungen des Finanzmarkts oder der Realwirtschaft in Bedrängnis geraten können.⁵ Manchmal kommen jedoch Gesellschaften in wirtschaftliche Schwierigkeiten, die dem Grunde nach ein tragfähiges Geschäftsmodell aufweisen. Gesellschaften, deren Produktportfolio, Kundenbasis und Marktposition ausreichend wettbewerbsfähig sind, die aber aufgrund singulärer Effekte, wie ho-

¹ Jaffé, ZGR 2010, 248, 250 („Die marktwirtschaftliche Organisation der Wirtschaft ist untrennbar mit Marktaustritten verbunden. Die Insolvenz gehört zum kapitalistischen System wie der Tod zum Leben.“).

² 25 Prozent aller Unternehmen geraten innerhalb von zehn Jahren in die existenzgefährdende Krise, Kraus, in Buth/Hermanns, Restrukturierung, Sanierung, Insolvenz, § 4 Rn. 1.

³ Dass die Zahl der Insolvenzen unlängst rückläufig ist, ist nur bedingt aussagekräftig: Im Gesamtjahr 2013 gab es 141.332 Insolvenzverfahren, 25.995 davon waren Unternehmensinsolvenzen (Quelle www.destatis.de); zu den Ursachen der Finanzkrise etwa Heun, JZ 2010, 53 ff.; Eidenmüller, Finanzkrise, Wirtschaftskrise und das deutsche Insolvenzrecht, S. 9 ff.

⁴ Hier seien nur die Insolvenzen der *Pfleiderer AG*, der *Conergy AG*, der *Centrotherm AG*, der *MPC AG*, der *Solarworld AG*, der *Praktiker AG* und der *IVG Immobilien AG* genannt. Vgl. etwa Handelsblatt vom 14.6.2012, „Deutsche Solarbranche von der Sonnenfinsternis“ (URL: <http://www.handelsblatt.com/unternehmen/industrie/studie-zum-niedergang-deutsche-solarbranche-vor-der-sonnenfinsternis/6748936.html> – Stand: August 2014).

⁵ Vgl. Eidenmüller, ZIP 2007, 1729, 1731 („*Good companies with bad balance sheets*“); ders., ZIP 2010, 649, 650; ders., Finanzkrise, Wirtschaftskrise und das deutsche Insolvenzrecht, S. 14 („*financial failure* statt *economic failure*“); Löbbe, in: Liber amicorum Martin Winter, S. 423, 425 („*turn-around*“-Kandidaten); zum Begriff der Krise und deren Anzeichen eingehend *Drukarczyk/Schöntag*, in: Gottwald, Insolvenzrechts-Handbuch, § 2 Rn. 1 ff.

hen Investitionen, Übernahmefinanzierungen oder zu geringen Verlustpuffern in wirtschaftlich herausfordernden Zeiten ins Straucheln geraten.⁶ Verschlechtert sich die Wirtschaftslage, dann belasten hohe Warenbestände, unausgelastete Produktionsstätten und Fabriken sowie überzählige Mitarbeiter die Ertragssituation. Krisenauslöser kann auch sein, dass wichtige Entwicklungen des Absatzmarktes – etwa Trendwechsel, Änderungen des Nachfrageverhaltens oder technische Fortschritte – nicht erkannt oder falsch eingeschätzt werden.

Zukünftig wird zudem die Refinanzierung bestehender Schulden schwieriger werden. Durch die weltweit hohe Staatsverschuldung tummeln sich auf dem Kapitalmarkt verstärkt Nationalstaaten als konkurrierende Schuldner zu privaten Unternehmungen.⁷ Die Welle von fremdfinanzierten Übernahmen mit hohem Fremdkapitalanteil in den Jahren 2006 und 2007 vor Ausbruch der Weltwirtschaftskrise hat überdies dazu geführt, dass viele Zielunternehmen erhöhten Refinanzierungsbedarf haben, da viele Finanzierungen nach sieben bis neun Jahren ihre Endfälligkeit erreichen.⁸ Der Finanzierungsbedarf von solchen Gesellschaften ist demzufolge sprunghaft angestiegen. Eine mögliche Zurückhaltung der Banken, notwendige Darlehen oder Anschlussfinanzierungen auszureichen, bedroht die wirtschaftliche Situation vieler Unternehmungen zusätzlich.⁹ Die damit verbundenen Schwierigkeiten werden dadurch verstärkt, dass in Deutschland mittelständische Gesellschaften traditionell eine niedrige Eigenkapitalquote aufweisen und schon daher anfälliger für Refinanzierungsschwierigkeiten sind.¹⁰ Eine

⁶ Dass es einen Unterschied zwischen der marktbereinigenden Wirkung der Insolvenz und einer insolvenzdarwinistischen Sicht auf das Scheitern eines Unternehmens gibt, ist hinlänglich bekannt, dazu instruktiv *Uhlenbruck*, in: FS Gerhardt, S. 979, 985 f.

⁷ Studie der OECD im März 2014 zu dem Kapitalbedarf souveräner Staaten: Allein die 34 OECD Mitgliedstaaten müssen in 2014 10,6 Billionen US-Dollar an Staatsschulden refinanzieren. Damit hat sich der Kapitalbedarf der Nationalstaaten seit 2005 mehr als verdoppelt (URL: <http://www.oecd.org/finance/financial-markets/oecdsovereignborrowingoutlook.htm> – Stand August 2014).

⁸ Bei sog. Leveraged Buyouts werden die Zielunternehmen mit einem hohen Schuldenstand belastet, die Finanzkalkulation ist häufig sehr optimistisch strukturiert, *Eidenmüller*, ZIP 2007, 1729, 1729 f.; *Siemon*, ZInsO 2013, 1549, 1549 ff.; zum gesteigerten Kapitalbedarf von Unternehmen in den folgenden Jahren auch *Kindler*, NJW 2010, 2465, 2465 und *Hölzle/Pink*, ZIP 2011, 360, 361 ff. die auf die Endfälligkeit vieler Mezzanine-Programme im Zeitraum von 2011 bis 2015 hinweisen und aufgrund gestiegenem Zinsniveau und geringeren Aussichten auf Anschlussfinanzierungen von einer Welle von Unternehmensinsolvenzen ausgehen.

⁹ Der Verlust des Vertrauens der Banken untereinander führt dazu, dass diese freierwerdende Liquidität trotz wirtschaftlich ungünstigen Zinskonditionen bevorzugt bei der Europäischen Zentralbank (EZB) parken. Ob es aufgrund der Rahmenbedingungen jedoch zu einer sog. „Kreditklemme“ kommt, ist ebenso wie die möglichen Konsequenzen einer derartigen Zurückhaltung der Banken, Unternehmenskredite auszugeben, unklar. Der deutsche Mittelstand hat als Folge der Weltwirtschaftskrise seine Finanzstruktur enthebelt und Liquiditätspolster angelegt (manager magazin vom 19.1.2012, URL: <http://www.manager-magazin.de/politik/weltwirtschaft/0,2828,809993,00.html> – Stand: August 2014).

hohe, die Eigenkapitalrendite steigernde Fremdkapitalisierung (*leverage*)¹¹ erweist sich in wirtschaftlich herausfordernden Zeiten als schwierige Hypothek¹²: Feste Zinszahlungstermine müssen eingehalten und das Kapital zum Endfälligkeitstermin zurückgezahlt werden.

Ist es zur Unternehmenskrise¹³ oder sogar der Insolvenz gekommen, dann stellt sich die Frage: sanieren oder liquidieren? § 1 InsO stellt unmissverständlich klar, dass die Gläubigerbefriedigung durch Maximierung des haftenden Schuldnervermögens das primäre Ziel des deutschen Insolvenzrechts darstellt.¹⁴ Hieran hat sich auch die Entscheidung, was mit einer von der Insolvenz bedrohten Gesellschaft geschehen soll, zu messen. Entgegen dem Einleitungssatz muss die Insolvenz nicht zwangsläufig den Marktaustritt durch Abwicklung zur Folge haben. In den letzten Jahren hat sich die Erkenntnis durchgesetzt, dass auch Sanierungen haftungsmaximierende Befriedigungsalternativen darstellen können. Nicht selten ist es ökonomisch sinnvoll, ein Unternehmen zu sanieren, weil schlichtweg der Fortführungswert den Liquidationswert übersteigt und den Gläubigern eine höhere Rückzahlungsquote bietet.¹⁵ Die Entscheidung des Gesetzgebers, den Gläubigern die Entscheidung über die Richtung des Insolvenzverfahrens und dabei auch über die Verwertungsart zu überlassen, ist daher nur konsequent.¹⁶ Ihre finanziellen Interessen sind letztendlich betroffen.¹⁷

¹⁰ Vgl. *Krolop*, GmbHR 2007, 117, 120; *Kunz/Ehnert*, FB 2007, 395, 395; *Hötzle*, KTS 2011, 291, 300 ff.; *Knecht*, in: Buth/Hermanns, Restrukturierung, Sanierung, Insolvenz, § 19 Rn. 66; *Smid/Rattunde/Martini*, Der Insolvenzplan, Rn. 2.34; manager magazin vom 19.1.2012, URL: <http://www.manager-magazin.de/finanzen/artikel/0,2828,816570-2,00.html> – Stand: August 2014; FAZ v. 12.11.2011 S. 14 „40 Prozent Eigenkapital sind das Ziel“; eingehend zu den Gründen traditionell niedriger Eigenkapitalquoten im deutschen Mittelstand: *Eilers*, in: Eilers/Rödding/Schmalenbach, Unternehmensfinanzierung, Kap. A Rn. 7, 10.

¹¹ Ein hoher Verschuldungsgrad kann zu größerer Eigenkapitalrentabilität führen, wenn die Gesamtkapitalrentabilität die Fremdkapitalkosten übersteigt. Mit wenig „eigenem“ Geld wird umso mehr Gewinn erwirtschaftet. Für Gesellschafter einer Kapitalgesellschaft ist die Nutzung dieses Hebeleffekts besonders attraktiv, da das mit einer hohen Fremdkapitalisierung verbundene Verlustrisiko auf das eingebrachte Eigenkapital beschränkt ist.

¹² So auch *Jaffé*, in: Kölner Schrift zur Insolvenzordnung, Kap. 23 Rn. 1.

¹³ Zum Begriff der Krise und deren betriebswirtschaftlichen Ursachen etwa *Kraus*, in: Buth/Hermanns, Restrukturierung, Sanierung, Insolvenz, § 4 Rn. 4 ff.; *Maus*, in: K. Schmidt/Uhlenbruck, Die GmbH in Krise, Sanierung und Insolvenz, Rn. 1.1 ff.; *Madaus*, Der Insolvenzplan, S. 7 ff.

¹⁴ So auch BGH v. 21.4.2005 – IX ZR 281/03, BGHZ 163, 32; *Eidenmüller*, Unternehmenssanierung, S. 17; *Pape*, in: Uhlenbruck, InsO, § 1 Rn. 1; *Silcher*, in: Ahrens/Gehrlein/Ringstmeier, InsO, § 217 Rn. 29; *Braun/Heinrich*, NZI 2011, 505, 516. Dagegen aber *A. Schmidt*, in: HambKomm-InsO, § 1 Rn. 26 („kein absolutes Ziel der InsO“).

¹⁵ *Eidenmüller*, Unternehmenssanierung zwischen Markt und Gesetz, S. 31 ff. Siehe hierzu das Beispiel bei *Horstkotte/Martini*, ZInsO 2012, 557, 558.

¹⁶ Die Gläubiger entscheiden darüber, ob es zur Liquidation oder zur Reorganisation in einem Planverfahren kommt, RegE InsO, BT-Drucks. 12/2443, S. 79 f.