

# Inhaltsverzeichnis

<b>Einleitung</b> .....	<b>15</b>
A. Thematischer Aufriss.....	15
B. Ziele der Arbeit und Gang der Darstellung .....	23
<b>Kapitel 1: Debt-Equity-Swaps als Finanzierungsinstrument im Rahmen von Staatsverschuldungskrisen</b> .....	<b>25</b>
A. Lateinamerikanische Schuldenkrisen als historischer Ursprung.....	25
B. Indirekte Beteiligung über Investmentfonds .....	28
C. Finanzierungsform ausländischer Direktinvestitionen .....	29
<b>Kapitel 2: Debt-Equity-Swaps als finanzwirtschaftliches Sanierungsinstrument in der Unternehmenskrise und -insolvenz</b> .....	<b>31</b>
A. Unternehmenskrise als Ausgangspunkt.....	32
B. Sanierung zur Überwindung der Unternehmenskrise.....	34
I. Begriff der Sanierung .....	35
II. Unternehmenssanierung im Insolvenzrecht.....	37
1. Insolvenzplan als Sanierungsverfahren .....	38
2. Sanierung als Ziel der Insolvenzordnung .....	40
a) Sanierung als eigenständiges Verfahrensziel .....	42
b) Bestmögliche Gläubigerbefriedigung.....	43
c) Sanierung als Mittel der Gläubigerbefriedigung .....	43
d) Marktkonforme Bewältigung von Insolvenzen.....	44
e) Justiziabilität der Verfahrenszwecke .....	46
3. Sanierung im Insolvenzrecht nach dem ESUG .....	47
a) Gesetzgeberische Entwicklung.....	48
b) Weitere Integration des Sanierungsziels durch das ESUG .....	50
aa) Eigenverwaltung .....	51
bb) Schutzschirmverfahren .....	55
cc) Stärkung der Verfahrensautonomie der Gläubiger .....	58
dd) Sanierungseignung.....	59
III. Rechtliche Handlungsoptionen zur Krisenbewältigung.....	61
1. Übertragende Sanierung (Asset Deal).....	62
2. Unternehmensträger erhaltende Sanierung (Unternehmens- reorganisation).....	68
C. Die fehlende Verknüpfung von Insolvenzrecht und Gesellschaftsrecht ...	71

D. Gesellschaftsrechtliche Konstruktionen von Debt-Equity-Swaps .....	76
I. Kapitalschnitt .....	76
1. Kapitalherabsetzung .....	76
a) Wirtschaftlicher Hintergrund.....	77
b) Vereinfachte Kapitalherabsetzung zu Sanierungszwecken.....	80
c) Durchführung der vereinfachten Kapitalherabsetzung.....	84
d) Unterschreitung des Mindestnennbetrags und Sacheinlage.....	86
2. Kapitalerhöhung .....	88
a) Notwendigkeit der Einbringung der Forderung als Sacheinlage.....	88
aa) Forderungen als Sacheinlagen .....	88
(1) Grundsatz der realen Kapitalaufbringung.....	91
(2) Ausnahmsweise Einbringung von Forderungen als Bareinlage.....	94
(3) Keine Befreiung vom Sacheinlageerfordernis.....	97
bb) Risiko der verdeckten Sacheinlage.....	99
b) Varianten der Sachkapitalerhöhung .....	102
aa) Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln.....	103
bb) Kapitalerhöhung über genehmigtes Kapital .....	103
cc) Ordentliche Sachkapitalerhöhung .....	105
(1) Sachkapitalerhöhungsbeschluss.....	105
(2) Bezugsrechtsausschluss.....	107
(a) Formelle Voraussetzungen .....	108
(b) Sachliche Rechtfertigung durch Sanierungszwecke .....	109
(c) Bezugsrechtsausschluss bei der GmbH.....	113
(3) Übernahme der neuen Gesellschaftsanteile .....	113
(4) Leistung der Einlage .....	114
(5) Bewertung der Forderung .....	116
(a) Wertgutachten .....	117
(b) Einbringung zum Nennwert .....	120
(c) Strikt handelsbilanzielle Betrachtung.....	125
(d) Einbringung mit dem objektiven Zeitwert .....	126
(e) Vollwertigkeitsprinzip .....	127
(f) Kriterien für die Bewertung notleidender Forderungen ....	129
(aa) Verkehrs- bzw. Marktwert .....	130
(bb) Liquidationswert .....	131
(cc) Fortführungswert .....	132
(g) Stellungnahme .....	132
(6) Konstitutive Handelsregistereintragung .....	137
(7) Ausgabe neuer Anteile.....	139
3. Zusammenfassendes Beispiel.....	139
II. Ausgabe und spätere Einlösung von Wandelanleihen.....	140
1. Konstruktion des Debt-Mezzanine-Swap.....	141
a) Genussrechte als handelsbilanzielles Eigenkapital .....	142

b) Bedeutung für die Steuerbilanz .....	143
c) Forderungsumtausch in Genussrechte als Gestaltungsalternative ..	144
2. Ausgabe von Wandelanleihen .....	146
a) Wandlungsrecht des Anleihegläubigers .....	147
b) Wandlungsrecht der Gesellschaft .....	148
III. Direkter Beteiligungserwerb (Share Deal) .....	151
1. Übertragung von GmbH-Anteilen .....	152
2. Übertragung von Aktien .....	153
3. Vorteile gegenüber Kapitalschnitt .....	153
4. Verwertung von Pfandrechten an Gesellschaftsanteilen (Share Pledge Enforcement) .....	155
IV. Zwischenergebnis .....	157
E. Interessen und Ziele der Beteiligten bei einer Debt-Equity-Swap- Transaktion .....	159
I. Perspektive der Gesellschaft .....	159
1. Verbesserung der Eigenkapitalposition .....	159
2. Beseitigung von Überschuldung .....	160
3. Geminderte Zins- und Tilgungsbelastung .....	161
4. Verbesserung der Bonität und des Rating .....	162
5. Vertrauensstärkung .....	163
II. Perspektive der Altgesellschafter .....	163
III. Gläubiger .....	165
1. Am Debt-Equity-Swap beteiligte Gläubiger .....	165
2. Sonstige Gläubiger .....	170
IV. Investoren .....	170
1. Distressed Debt und Non-Performing Loans .....	172
2. Keine Benachteiligung von Gläubigern durch Forderungskauf .....	173
3. Gewinnpotential bei Erwerb notleidender Kredite .....	174
4. Möglichkeit der Einflussnahme auf den Geschäftsbetrieb .....	176
5. Risikoprämien auf frisches Geld .....	177
6. „Heuschrecken“-Debatte .....	178
V. Volkswirtschaftliche Aspekte .....	180
VI. Zwischenergebnis .....	181

## **Kapitel 3: Der Weg zum ESUG – Rechtspraktische**

### **Schwierigkeiten und Reformtendenzen ..... 183**

A. Durchführungshindernisse bis zum ESUG .....	183
I. Stellung der Altgesellschafter .....	183
1. Zustimmungspflichten .....	184
a) Kritik an der Stellung der Anteilseigner aufgrund ihres wirtschaftlichen Rangs in der Insolvenz .....	185

b)	Die gesetzgeberische Grundentscheidung in der InsO.....	191
aa)	Vorschläge der Insolvenzkommision 1985.....	192
bb)	Diskussionsentwurf des BMJ 1988 .....	197
cc)	Referentenentwurf 1989 und Regierungsentwurf 1992.....	199
dd)	Änderungen durch den Rechtsausschuss 1994.....	200
c)	Bisherige Gestaltungsmöglichkeiten zur Einbeziehung der Anteilseigner de lege lata.....	201
aa)	Kapitalmaßnahmen als Bestätigungsvoraussetzung gemäß § 249 InsO .....	203
bb)	Bedingungen gemäß § 158 Abs. 1 BGB .....	206
cc)	Positive Stimmpflicht aufgrund gesellschaftsrechtlicher Treuepflicht.....	209
dd)	Anspruch des Insolvenzverwalters auf Abtretung der Gesellschaftsanteile ( <i>Braun</i> ) .....	213
ee)	Anteilseigner als (Sicherungs-)Treuhänder ( <i>Bitter</i> ).....	216
ff)	Doppelnützige Treuhandstruktur .....	218
gg)	Reverse-Debt-Equity-Swap .....	219
d)	Zwischenergebnis.....	225
2.	Anfechtbarkeit der Kapitalerhöhungsbeschlüsse .....	226
II.	Mitwirkungserfordernis der Gläubiger als Insolvenzplanbeteiligte .....	229
III.	Haftungsrisiken aus Sicht der Neugesellschafter .....	233
1.	Differenzhaftung.....	234
2.	Nachteile bei „teilweisem“ Debt-Equity-Swap .....	238
a)	Eigenkapitalersatz.....	238
b)	Nachrangigkeit in der Insolvenz.....	243
c)	Insolvenzanfechtung .....	247
IV.	Wegfall von für den Unternehmensbetrieb wesentlichen Verträgen ..	250
V.	Zwischenergebnis .....	253
B.	Reformvorschläge aus dem Schrifttum .....	255
I.	Gesellschaftsrechtliche Lösungen .....	256
II.	Insolvenzrechtliche Lösungen .....	260
1.	Verwertungsrecht des Insolvenzverwalters.....	261
2.	Debt-Equity-Swap im gestaltenden Teil des Insolvenzplans.....	263
a)	Regelbarkeit der materiellen Gesellschaftsorganisation .....	263
b)	Verfahrensmäßige Beteiligung der Altgesellschafter .....	265
aa)	Widerspruchsrecht entsprechend § 247 InsO .....	265
bb)	Nachwirkender Rechtsschutz .....	266
cc)	Gesellschafter als Planbeteiligte .....	266
c)	Wirkung und Umsetzung der Kapitalmaßnahmen .....	268
C.	Debt-Equity-Swap-Regelung im KredReorgG.....	268

## **Kapitel 4: Debt-Equity-Swaps im Insolvenzplanverfahren nach dem ESUG ..... 275**

A. Die Stellung der Anteilseigner im Insolvenzplan nach dem ESUG .....	275
I. Die Reform des Insolvenzplanrechts .....	275
1. Gesellschaftsrechtliche Regelungsmacht des Insolvenzplans .....	276
a) Paradigmenwechsel durch § 217 Satz 2 InsO .....	276
b) Regelungstechnik des § 225a InsO .....	277
c) „Jede Regelung, die gesellschaftsrechtlich zulässig ist“ .....	279
aa) Fortsetzungsbeschluss .....	280
bb) Definition und Grenzen .....	280
d) Gesellschaftsrechtliche Wirkungen des Plans .....	285
2. Korrespondierende Einbeziehung der Gesellschafter in das Verfahren .....	286
a) Gruppenbildung .....	286
b) Abstimmung über den Plan .....	288
aa) Vorfeld und Vorbereitung der Abstimmung .....	289
bb) Stimmrecht der Anteilsinhaber .....	291
cc) Erforderliche Mehrheiten .....	292
c) Obstruktionsverbot .....	294
d) Minderheitenschutz und Rechtsmittel .....	296
3. Austrittsrecht bei Strukturveränderungen .....	297
4. Entschädigung für gesellschaftsrechtliche Maßnahmen .....	301
a) Ausdrückliche Entschädigungspflicht (§ 225a Abs. 4 InsO-DiskE-ESUG) .....	302
b) Gewährleistung durch Minderheitenschutz und Rechtsmittel .....	302
c) Partizipation der Gesellschafter am Fortführungswert .....	304
aa) Argumente der Befürworter .....	305
bb) Gegenargumente .....	306
cc) Gesetzgeberischer Wille im ESUG .....	308
II. Bewertung der Neukonzeption .....	310
1. Weitreichende Gewährung von Beteiligungsrechten .....	312
2. Negative Anreizwirkung von Gesellschaftereingriffen .....	316
B. Der insolvenzrechtliche Debt-Equity-Swap nach dem reformierten Recht .....	324
I. Ablauf und Verfahren .....	324
1. Aufstellung des Plans .....	324
a) Technische Umsetzung des Debt-Equity-Swap .....	325
b) Inhaltliche Anforderungen an Kapitalmaßnahmen .....	327
aa) Vereinfachte Kapitalherabsetzung .....	327
bb) Sachkapitalerhöhung .....	328
cc) Bezugsrechtsausschluss .....	328
(1) Erfordernis der sachlichen Rechtfertigung .....	329

(2) Ermöglichung einer verbleibenden Beteiligung der Altgesellschafter .....	330
(3) Abwendung von Eingriffen durch einzelne Gesellschafter de lege ferenda.....	336
(a) Grenzen der Bewirkung der Verfahrenseinstellung gemäß § 212 InsO .....	337
(b) Erhalt der Beteiligung durch anteilige quotale Gläubiger- befriedigung .....	338
c) Gruppenbildung .....	341
d) Verfahrensschritte des Gerichts.....	341
2. Annahme und Bestätigung des Plans .....	341
3. Konstitutive Handelsregistereintragung .....	345
a) Anmeldebefugnis des Insolvenzverwalters .....	346
b) Werthaltigkeitsprüfung durch das Registergericht.....	348
II. Verfahrensstellung der Gläubiger.....	351
1. Zustimmungserklärung gemäß § 230 Abs. 2 InsO .....	352
a) Zustimmungsfiktion (§ 230 Abs. 2 Satz 2 InsO-DiskE-ESUG) .....	353
aa) Ausräumung von verfassungsrechtlichen Bedenken .....	353
bb) Ablehnung aus sanierungspraktischen Gründen .....	354
cc) Entscheidung des Gesetzgebers .....	356
b) Mehrheitsbeschluss nach § 5 Abs. 3 Nr. 5 SchVG .....	357
2. Forderungen öffentlicher Gläubiger .....	358
III. Bewertung der Forderung.....	360
1. Nennwertthese .....	360
a) Gesetzesbegründung des ESUG .....	361
b) Ausschluss der Differenzhaftung .....	363
aa) Regelungsgehalt von § 254 Abs. 4 InsO.....	363
bb) Schlussfolgerungen für die Bewertungsfrage.....	364
c) Auswirkungen der Regelungen für Wandelschuld- verschreibungen.....	367
aa) Bisherige Fassung von § 194 Abs. 1 Satz 2 AktG.....	367
bb) Neubetrachtung nach Aktienrechtsnovelle 2014.....	370
2. Bewertung unter Fortführungsgesichtspunkten.....	372
IV. Verbleibende Haftungsrisiken.....	376
1. Wirtschaftliche Neugründung.....	380
a) Haftungstatbestand und Rechtsfolgen .....	381
b) Subsumtion des Debt-Equity-Swap gemäß § 225a Abs. 2 InsO.....	383
aa) „Wirtschaftliche“ Betrachtungsweise der Einlage.....	386
bb) Gesetzliche Auflösung der Gesellschaft und Neugestaltung des unternehmerischen Rahmens.....	387
cc) Abgrenzung von bloßer Umorganisation.....	388
2. Vorsätzliche sittenwidrige Schädigung (§ 826 BGB) .....	390
a) Existenzvernichtender Eingriff.....	391

b) Materielle Unterkapitalisierung.....	393
c) Nichteinhaltung der Kapitaldeckungszusage .....	395
aa) Sittenwidriges Verhalten .....	396
bb) Vorsatz des Inferenten .....	397
(1) Subjektive Anforderungen gemäß § 826 BGB .....	397
(2) Wechselwirkung zwischen Sittenverstoß und Schädigungs- vorsatz.....	398
(3) Zweifel an Schädigungsvorsatz und -macht des Inferenten .....	399
3. Teleologische Reduktion von § 254 Abs. 4 InsO.....	402
V. Sanierungsprivileg gemäß § 39 Abs. 4 Satz 2 InsO .....	403
1. Keine legislatorische Klarstellung durch das ESUG.....	403
2. Neu entstehendes Anfechtungsrisiko wegen § 254 Abs. 4 InsO.....	406
VI. Change-of-Control-Klauseln (§ 225a Abs. 4 InsO).....	407
VII. Vereinbarkeit mit EU-Aktionärsschutzbestimmungen.....	412
1. Publizitätsrichtlinie .....	413
2. Kapitalrichtlinie .....	414
a) Kapitalherabsetzung .....	415
b) Bezugsrechtsausschluss .....	416
c) Kapitalerhöhung .....	417
aa) Abgrenzung Insolvenzstatut gemäß Art. 4 EUInsVO.....	418
bb) Kapitalerhöhungen in der Krise.....	419
(1) Ausnahme bei Zwangsvollstreckungsmaßnahmen.....	421
(2) Abgrenzung von „bloßer Sanierungsregelung“ .....	421
(3) Begriff der Zwangsvollstreckung und Reichweite des EU-Aktionärsschutzes .....	426

## **Ergebnisse ..... 431**

A. Strukturen und Sanierungseffekt der Forderungsumwandlung.....	431
B. Vergleich der Rechtslage in der Insolvenz vor und nach dem ESUG.....	435
I. Die Stellung der Anteilseigner .....	435
1. Ausgangspunkt – Insolvenzzrechtliche Dogmatik.....	435
2. Reformprozess und Entwicklung bis zum ESUG .....	436
3. Die grundlegende Neukonzeption durch das ESUG .....	437
II. Die weiteren Sanierungshindernisse.....	441
C. Debt-Equity-Swaps außerhalb von Insolvenzen .....	444

## **Perspektiven..... 447**

A. Werden in Zukunft mehr Debt-Equity-Swaps durchgeführt? .....	447
B. Reformbedarf mit Blick auf weitere Rechtsgebiete .....	450