



JURISTISCHE FAKULTÄT



UNIVERSITÄT  
HEIDELBERG  
ZUKUNFT  
SEIT 1386

Zusammenfassung der Dissertation mit dem Titel

## **„Kapitalmarktrecht und Unternehmenssanierung in der Insolvenz“**

Dissertation vorgelegt von Jan Häller

Erstgutachter: Prof. Dr. Dres. h.c. Werner F. Ebke

Zweitgutachter: Prof. Dr. Christian Schubel

Institut für deutsches und europäisches Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht

Die Arbeit „Kapitalmarktrecht und Unternehmenssanierung in der Insolvenz“ untersucht die kapitalmarktrechtlichen Rahmenbedingungen speziell bei der Sanierung kapitalmarktorientierter Gesellschaften in der Insolvenz.<sup>1</sup> Ausgangssituation der Untersuchung ist, dass eine kapitalmarktorientierte Gesellschaft aufgrund einer fortgeschrittenen Unternehmenskrise in die Insolvenz gerät. Die Arbeit beschränkt sich sodann auf Fragen rund um die Sanierung im Insolvenzverfahren; vorinsolvenzliche Restrukturierungs- und Sanierungsbemühungen werden hingegen nicht berücksichtigt. Die Arbeit betrachtet allein solche Gesellschaften, die den börslichen Kapitalmarkt in Anspruch nehmen, das heißt: zum einen Emittenten, deren Aktien an der Börse zugelassen sind, also primär börsennotierte Aktiengesellschaften im Sinne von § 3 Abs. 2 AktG sowie die Kommanditgesellschaften auf Aktien und europäische Aktiengesellschaften, Societates Europaeae; zum anderen Emittenten, die zur Unternehmensfinanzierung Schuldtitel ausgegeben haben, welche zum Handel an der Börse zugelassen sind.

## **A. Erster Teil: Das Sanierungsinsolvenzrecht**

Im ersten Teil der Arbeit wird der Grundstein für die weitere Untersuchung gelegt: Ausgehend von der Situation einer Unternehmensinsolvenz werden die Möglichkeiten zum Erhalt des Unternehmens aufgezeigt. Dabei werden sowohl der Vorgang einer Veräußerung des Schuldnerunternehmens (sog. „übertragende Sanierung“) als auch der Vorgang einer Sanierung des Rechtsträgers (sog. „Reorganisation“) in den Blick genommen. In Bezug auf beide Sanierungstechniken werden die rechtlichen Rahmenbedingungen, die das (Sanierungs-)Insolvenzrecht in seiner Gestaltung nach dem Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen (ESUG)vorgibt, dargestellt.

## **B. Zweiter Teil: Das Kapitalmarktrecht im Insolvenzverfahren**

Der zweite Teil der Untersuchung befasst sich mit den Auswirkungen der Insolvenz eines Emittenten auf die Kapitalmarktorientierung, das heißt konkret auf die Börsenzulassung als Ausgangspunkt für die rechtliche Einordnung und Frage nach der Behandlung kapitalmarktrechtlicher Pflichten in der Insolvenz. Darüber hinaus wird das Kompetenzgefüge betreffend die Erfüllung der Kapitalmarktpflichten in der Insolvenz betrachtet.

### **I. Die Börsenzulassung in der Insolvenz**

Die Eröffnung des Insolvenzverfahrens über das Vermögen einer kapitalmarktorientierten Gesellschaft führt zu keinem automatischen Erlöschen der Zulassung zum regulierten Börsenmarkt. Sollte sich im Verlauf des Insolvenzverfahrens jedoch herausstellen, dass die Ordnungsgemäßheit des Börsenhandels auf Dauer nicht mehr gewährleistet ist, kann die Börsengeschäftsführung den Handel einstellen und die Zulassung widerrufen (vgl. § 39 Abs. 1 Var. 2 BörsG). Dies kommt unter anderem dann in Betracht, wenn das Handelsvolumen dauerhaft unter das für eine ordnungsgemäße Preisfeststellung erforderliche Maß sinken sollte. Auslöser hierfür kann insbesondere ein Rückgang des Anteils an Aktien im Streubesitz sein. Darüber hinaus kommt ein Widerruf der Börsenzulassung in Frage, wenn die Wertpapiere endgültig wertlos sind, im Fall von Aktien also wenn feststeht, dass der Emittent nicht saniert, sondern liquidiert wird, und nach der Verwertung des Vermögens kein überschüssiger Erlös zu erwarten ist, der nach § 199 Satz 2 InsO an die Aktionäre zu verteilen wäre. Schließlich kann

---

1 Es sei darauf hingewiesen, dass eine Reihe von kapitalmarktrechtlichen Vorschriften nunmehr in der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) geregelt sind, die ab dem 3. Juli 2016 gilt. An den relevanten Stellen sind daher sowohl die Regelungen des WpHG als auch diejenigen der Marktmissbrauchsverordnung (MAR) genannt.

die Zulassung von der Geschäftsführung der Börse gemäß § 39 Abs. 1 Var. 3 BörsG widerrufen werden, wenn der insolvente Emittent seine Zulassungsfolgepflichten nachhaltig nicht mehr erfüllt. In keinem Fall ist ein Widerruf jedoch allein aufgrund der Eröffnung des Insolvenzverfahrens möglich. Es sind stets weitere Umstände erforderlich, die einen Widerruf rechtfertigen. Im Grundsatz besteht die Börsenzulassung einer kapitalmarktorientierten Gesellschaft somit auch nach Eröffnung des Insolvenzverfahrens über ihr Vermögen fort.

## II. Die kapitalmarktrechtlichen Pflichten in der Insolvenz

Mit dem Fortbestand der Börsenzulassung haben auch die mit der Zulassung zum regulierten Markt einhergehenden Pflichten weiter Bestand und sind von dem Emittenten zu erfüllen. Die insolvente Gesellschaft ist während des Sanierungsverfahrens daher weiterhin insbesondere dazu verpflichtet, die Marktteilnehmer aus Anlass von kurserheblichen Ereignissen (*ad hoc*-Publizität), eigenen Geschäften von Führungspersonen mit Wertpapieren des insolventen Emittenten (Transaktionspublizität) oder Veränderungen in der Zusammensetzung der Beteiligungsstruktur (Beteiligungspublizität) zu informieren. Daneben ist der Emittent trotz Eröffnung des Insolvenzverfahrens zu der regelmäßigen Erstellung und Veröffentlichung von Finanzberichten (kapitalmarktrechtliche Regelpublizität) verpflichtet.

Bei der Erfüllung der Pflichten sind allerdings die rechtlichen und tatsächlichen Veränderungen in Folge der Insolvenzeröffnung zu berücksichtigen: Insbesondere ändern sich im Rahmen der *ad hoc*-Publizität die kurserheblichen Ereignisse und Faktoren. Im Unterschied zur Situation einer werbenden Gesellschaft verändern sich die rechtlichen und wirtschaftlichen Rahmenbedingungen mit der Insolvenzeröffnung merklich. Damit einher geht ein Wandel in den bewertungserheblichen Faktoren, wobei nach dem jeweiligen Wertpapiertyp zu differenzieren ist. Das heißt: Der Wert von Aktien bemisst sich in der Insolvenz eines Emittenten maßgeblich danach, ob die Aktien über das Insolvenzverfahren hinaus weiterexistieren oder ob nach Verwertung des Schuldnervermögens eine Überschusszahlung im Sinne von § 199 Satz 2 InsO zu erwarten ist. Anleihen hingegen sind in ihrem Wert davon abhängig, ob und in welcher Höhe die verbrieften Rückzahlungsansprüche bedient werden. In beiden Fällen sind jeweils nur diejenigen Maßnahmen kursrelevant, die von den Erwartungen im Markt im Hinblick auf die bewertungserheblichen Kriterien abweichen. Sofern der Schuldner zu einer Mitteilung nach § 15 Abs. 1 Satz 1 Halbs. 1 WpHG (Art. 17 Abs. 1 MAR) verpflichtet ist, besteht auch in der Insolvenz im Grundsatz die Möglichkeit, sich von der Verpflichtung gemäß § 15 Abs. 3 Satz 1 WpHG (Art. 17 Abs. 4 MAR) jedenfalls vorübergehend zu befreien. Hierbei ist allerdings den Interessen der Gläubiger besonderes Gewicht beizumessen; die Befreiungsentscheidung darf sich aufgrund des Insolvenzzwecks der größtmöglichen Gläubigerbefriedigung nicht zum Nachteil für sie auswirken.

Im Bereich der Transaktionspublizität (§ 15a WpHG, Art. 19 MAR) muss zwischen einem Insolvenzverfahren, das in Fremdverwaltung und einem das in Eigenverwaltung betrieben wird, unterschieden werden: In einem fremdverwalteten Insolvenzverfahren ist mit dem Insolvenzverwalter als Führungsperson im materiellen Sinn eine weitere Person vom Tatbestand der Anzeigepflicht erfasst, wobei sich die tatbestandliche Ausweitung nur in Bezug auf mit dem Insolvenzverwalter in einer engen Beziehung stehende Personen bemerkbar machen wird. In einem verwalterlosen Verfahren sind der die Gesellschaftsorgane überwachende Sachwalter bzw. ihm nahe stehende Personen hingegen nicht zur Anzeige von eigenen Geschäften mit Wertpapieren des Emittenten verpflichtet. Da diesen Geschäften jedoch ein für den Kapitalmarkt relevanter Aussagegehalt in Bezug auf den in der Insolvenz befindlichen Emittenten zukommt, sollten die Transparenzpflichten *de lege ferenda* auf den Sachwalter ausgeweitet werden.

Im Bereich der Beteiligungspublizität (§§ 21, 25 ff. WpHG) ergeben sich im Grundsatz keine Veränderungen gegenüber der Situation eines nicht insolventen Emittenten. Da es in

Folge der Eröffnung des Insolvenzverfahrens sowie im Zuge von finanzwirtschaftlichen Sanierungsmaßnahmen, insbesondere von Eigenkapitalmaßnahmen, zu Veränderungen in der Beteiligungsstruktur der Gesellschaft kommen kann, ist nicht ungewöhnlich, dass die Veröffentlichungspflichten aus diesem Bereich in der Insolvenz vermehrt zum Tragen kommen.

Gleichfalls unberührt von der Insolvenzeröffnung bleiben die kapitalmarktrechtlichen Regelpublizitätspflichten (§§ 37v ff. WpHG) des Emittenten. Im Zusammenhang mit der Insolvenz der Gesellschaft kann es allerdings zu der Entstehung von Rumpfgeschäftsjahren kommen, so dass sich der Berichtszeitraum auf unter zwölf Monate verkürzt. Daraus ergeben sich aber grundsätzlich keine Besonderheiten, was die Berichtspflichten angeht: Jahresfinanzberichte bzw. -abschlüsse sind stets am Ende des (Rumpf-)Geschäftsjahres zu erstellen und offenzulegen, Halbjahresfinanzberichte nach sechs Monaten und Zwischenmitteilungen bzw. Quartalsfinanzberichte nach spätestens viereinhalb respektive drei Monaten.<sup>2</sup> Die unterjährigen Berichtspflichten entfallen nur insoweit, als der Berichtszeitraum mit dem Ende des Rumpfgeschäftsjahres zusammenfällt und Jahresfinanzbericht bzw. Jahresabschluss an ihre Stelle treten. Für den Sanierungsprozess bedeutet dies, dass die Publizitätspflichten des Emittenten in gleichem Maße bestehen bleiben, die Transparenzdichte in Folge von Rumpfgeschäftsjahren – auf ein Kalenderjahr betrachtet – gegebenenfalls sogar noch zunimmt.

### **III. Die Wahrnehmung der Kapitalmarktpflichten in der Insolvenz**

Was die Zuständigkeiten im Hinblick auf die Erfüllung der Kapitalmarktpflichten bei einem insolventen Emittenten angeht, muss zwischen einem Verfahren in Fremd- und einem in Eigenverwaltung differenziert werden: Wird ein Insolvenzverwalter bestellt, ist dieser mit der Wahrnehmung aller Aufgaben betraut, welche die Verwaltung und Verwertung der Insolvenzmasse betreffen (§ 80 Abs. 1 InsO). Ähnliches gilt im Insolvenzeröffnungsverfahren bei Bestellung eines vorläufigen „starken“ Insolvenzverwalters: Dieser „beerbt“ die Gesellschaftsorgane und erhält die Verwaltungsbefugnis über das Schuldnervermögen (§ 22 Abs. 1 Satz 1 InsO). Soweit die Verwaltung der Insolvenzmasse bzw. des Schuldnervermögens jedoch nicht betroffen ist, bleiben die Organe der Gesellschaft weiterhin zuständig. Dementsprechend muss sich die Frage nach der Verteilung der Zuständigkeiten in Bezug auf die Kapitalmarktpflichten zwischen Gesellschaftsorganen und dem (vorläufigen „starken“) Verwalter ebenfalls daran orientieren, ob die Erfüllung der jeweiligen Pflicht im Zusammenhang mit der Verwaltung der Insolvenzmasse bzw. des Schuldnervermögens steht. Als Zulassungsfolgebefugnis »im engeren Sinne«, die nicht aus Anlass von Verwaltungs- bzw. Verwertungsmaßnahmen des (vorläufigen „starken“) Verwalters entsteht, fällt die Erstellung und Veröffentlichung der Finanzberichte somit in den Kompetenzbereich der Organe des Schuldners. Bei den anlassbezogenen Publizitätspflichten ist dagegen entscheidend, ob die Verpflichtung im Zusammenhang mit der Verwaltung des Schuldnervermögens entsteht: Falls ja, ist der (vorläufige „starke“) Verwalter zuständig; falls nein, die Gesellschaftsorgane. Einfacher gestaltet sich die Kompetenzfrage dagegen, wenn das Insolvenzverfahren in Eigenverwaltung betrieben

---

2 Es sei darauf hingewiesen, dass sich mit der am 22.10.2013 in Kraft getretenen Richtlinie 2013/50/EU des Europäischen Parlaments und des Rates (Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie) der Umfang der unterjährigen Regelpublizitätspflichten verändert: Künftig ist es den Mitgliedstaaten grundsätzlich nicht mehr gestattet, eine über die Jahres- und Halbjahresfinanzberichte hinausgehende regelmäßige Veröffentlichung von Finanzinformationen zu verlangen (Art. 3 Abs. 1 der Richtlinie). Allerdings gelten diese Neuerungen nicht uneingeschränkt. Dem Emittenten können weitere Finanzinformationspflichten dann noch auferlegt werden, wenn sie keine erhebliche finanzielle Belastung darstellen und angemessen sind; ferner können Börsenbetreiber fordern, dass in einigen oder allen Marktsegmenten zusätzliche regelmäßige Finanzinformationen zu veröffentlichen sind. Letzteres ist derzeit zum Beispiel bei einer Notierung im *Prime Standard* der Frankfurter Wertpapierbörse der Fall. Inwieweit diese Regelungen auch in Zukunft Bestand haben werden, bleibt abzuwarten.

wird. Dann bleiben die Organe des Schuldners verwaltungs- und verfügungsbefugt und nehmen dementsprechend auch die Kapitalmarktpflichten wahr.

### **C. Dritter Teil: Übertragende Sanierung und Reorganisation unter dem Blickwinkel des Kapitalmarktrechts**

Im dritten Teil der Arbeit wird der Einfluss des Kapitalmarktrechts speziell auf den Prozess von Sanierungen in der Insolvenz herausgearbeitet.

#### **I. Übertragende Sanierung**

Die übertragende Sanierung – als Instrument zur Rettung des Unternehmens – ist im Grunde ein *asset deal*, bei dem der aufnehmende Rechtsträger die das Unternehmen ausmachenden Vermögenswerte erwirbt, nicht dagegen die Börsenzulassung des Emittenten. Diese bleibt bei dem insolventen Rechtsträger zurück und erledigt sich nach § 43 Abs. 2 Var. 5 Landes-VwVfG mit Abschluss seiner Liquidation, der Vollbeendigung. Wird von der Liquidation abgesehen, können sich Investoren den nach Abschluss der Unternehmensveräußerung entstehenden Börsenmantel durch den Erwerb der insolventen Gesellschaft mittelbar zu eigen machen, um Kosten und Aufwand eines regulären Börsengangs zu vermeiden.

Da die Aktionäre bei einer übertragenden Sanierung regelmäßig „leer“ ausgehen, kommt grundsätzlich ein Widerruf der Börsenzulassung nach § 39 Abs. 1 Var. 2 BörsG in Frage, sobald feststeht, dass die Aktien definitiv wertlos sind. Endgültige Gewissheit hierüber wird man bis zum Schlusstermin in aller Regel jedoch nicht haben. Zuvor sind weder die Voraussetzungen für eine Einstellung des Börsenhandels noch für einen Widerruf der Zulassung erfüllt. Im Regelfall wird die Börsenzulassung deshalb während der Unternehmensübertragung erhalten bleiben, sofern kein freiwilliger Rückzug nach § 39 Abs. 2 BörsG erfolgt. Als Folge sind von dem Emittenten die kapitalmarktrechtlichen Pflichten weiter zu erfüllen. Eine teleologische Reduktion dieser Verpflichtungen kommt bei fortbestehender Zulassung nicht in Frage.

Neben den situationsunabhängigen Finanzberichterstattungspflichten der §§ 37v ff. WpHG hat der Emittent, aus Anlass der übertragenden Sanierung insbesondere zu prüfen, ob sich für ihn die Pflicht zu *ad hoc*-Mitteilungen ergibt. Die gleiche Verpflichtung kann auch den aufnehmenden Rechtsträger treffen, wenn dieser selbst Inlandsemittent ist, also dem kapitalmarktrechtlichen Pflichtenregime unterliegt, und der Erwerb des Unternehmens für die Inhaber der von ihm emittierten Wertpapiere kursrelevant ist. Die veräußernde Gesellschaft wird in der Regel dann zu *ad hoc*-Mitteilungen verpflichtet sein, wenn sie börsennotierte Anleihen emittiert hat und die Veräußerung des Unternehmens die am Markt vorhandenen Erwartungen im Hinblick auf die Insolvenzquote in kursrelevanter Weise verändern. Für die Aktionäre der insolventen Gesellschaft ist die Veräußerung des Unternehmens vor allem dann kursrelevant, wenn sie zu einer Veränderung der Erwartungen im Hinblick auf die Realisierbarkeit eines Überschusserlöses im Sinne von § 199 Satz 2 InsO führt. Da es sich bei der Unternehmensveräußerung um einen mehraktigen Vorgang handelt, muss vom Emittenten nach jedem Zwischenschritt geprüft werden, ob eine Veröffentlichungspflicht besteht, von der er sich bis zum Abschluss der Transaktion nicht gemäß § 15 Abs. 3 Satz 1 WpHG (Art. 17 Abs. 4 MAR) befreien kann.

#### **II. Reorganisation**

Zu weitaus größerer Anwendung kommt das Kapitalmarktrecht bei einer Reorganisation, also wenn ein Unternehmen „in der Hand“ seines Rechtsträgers erhalten wird. Das liegt daran,

dass dies die Sanierung der insolventen Gesellschaft, also umfassende finanzwirtschaftliche Maßnahmen, erforderlich macht. Darüber hinaus kann und wird sich häufig die Notwendigkeit ergeben, auch das Unternehmen leistungswirtschaftlich umzustrukturieren.

## **1. Leistungswirtschaftliche Sanierungsmaßnahmen**

Werden leistungswirtschaftliche Sanierungsmaßnahmen ergriffen, muss von dem Emittenten geprüft werden, ob insofern die Pflicht zu der Veröffentlichung einer *ad hoc*-Mitteilung ausgelöst wird. Für Aktionäre hängt die Kursrelevanz solcher Informationen jedoch davon ab, ob im Insolvenzplan überhaupt der Erhalt ihrer Aktien vorgesehen ist. Nur dann können Informationen darüber, wie das sanierte Unternehmen aussehen soll, bewertungserheblich sein. Anleihegläubiger haben an Informationen über leistungswirtschaftliche Sanierungsmaßnahmen lediglich dann ein Interesse, wenn der Insolvenzplan vorsieht, dass sie aus den künftigen Erträgen des Unternehmens befriedigt werden sollen. Ist dagegen eine einmalige Auszahlung an die Gläubiger beabsichtigt, besitzen leistungswirtschaftliche Sanierungsmaßnahmen keine Kursrelevanz.

Vorausgesetzt die Maßnahmen sind geeignet den Börsenkurs zu beeinflussen, muss der Emittent berücksichtigen, dass über die Maßnahmen als Teil des Insolvenzplans in einem mehrstufigen Entscheidungsfindungsprozess entschieden wird. Es ist somit möglich, dass bereits Zwischenschritte, insbesondere der Abschluss der gerichtlichen Vorprüfung des vorgelegten Plans nach § 231 InsO, die Veröffentlichungspflicht auslösen, wenn eine Selbstbefreiung nach § 15 Abs. 3 Satz 1 WpHG (Art. 17 Abs. 4 MAR) ausscheidet. Eine Information des Marktes wird auch nicht dadurch entbehrlich, dass die leistungswirtschaftlichen Sanierungsmaßnahmen zusammen mit den weiteren wesentlichen Inhalten des Insolvenzplans auf der Internetseite der Gesellschaft nach § 235 Abs. 3 Satz 4 Halbs. 2 InsO veröffentlicht werden.

## **2. Finanzwirtschaftliche Sanierungsmaßnahmen**

Die Beseitigung der Insolvenzgründe macht finanzwirtschaftliche Maßnahmen erforderlich. In Betracht kommen regelmäßig Forderungsverzichte, Eigenkapitalmaßnahmen und *debt equity-swaps*.

### **a) Forderungsverzichte**

Sofern Forderungsverzichte die Gläubiger von börsennotierten Anleihen betreffen, sind Informationen hierüber für sie kursrelevant und vom Emittenten gemäß § 15 Abs. 1 Satz 1 Halbs. 1 WpHG (Art. 17 Abs. 1 MAR) *ad hoc* zu publizieren. Sieht der Insolvenzplan den Erhalt der Altaktien vor, können Informationen über den Umfang eines Schuldenschnitts für Aktionäre ebenfalls bewertungserheblich sein.

### **b) Kapitalherabsetzungen**

Geht es darum, der Gesellschaft neue Mittel zuzuführen, führt an Eigenkapitalmaßnahmen kein Weg vorbei. Bevor jedoch eine Kapitalerhöhung durchgeführt wird, werden die Investoren auf eine vorherige Kapitalherabsetzung bestehen, um die Verluste in der Bilanz auszugleichen. Im Extremfall kann eine Kapitalherabsetzung auf Null vorgesehen werden, die jedoch dazu führt, dass die Börsenzulassung erlischt und der sanierten Gesellschaft nicht mehr zur Verfügung steht. Wird dieser Weg beschritten, löst dies zugleich eine *ad hoc*-Mitteilungspflicht des Emittenten nach § 15 Abs. 1 Satz 1 Halbs. 1 WpHG (Art. 17 Abs. 1 MAR) aus und zwar regelmäßig bereits dann, wenn die Vorprüfung des Insolvenzplans, der die Kapitalerhöhung vorsieht, durch das Insolvenzgericht nach § 231 InsO abgeschlossen ist. Ferner ist der Emittent gemäß § 30c WpHG zur Mitteilung der Satzungsänderung an die

BaFin und die Börsengeschäftsführung verpflichtet. Mit dem Wirksamwerden der Kapitalherabsetzung auf Null erledigen sich die kapitalmarktrechtlichen Pflichten des Emittenten.

Wird dagegen eine bloß anteilige Kapitalherabsetzung vorgenommen, bleibt die Börsenzulassung erhalten. Wesentlicher Unterschied zwischen einer anteiligen Kapitalherabsetzung und einer auf Null ist, dass nur im ersten Fall die Möglichkeit besteht, die Börsenzulassung des Emittenten ohne Unterbrechung aufrecht zu erhalten. Sofern die Liquidität des Börsenhandels in Folge der anteiligen Kapitalherabsetzung unter das für einen ordnungsgemäßen Börsenhandel erforderliche Maß fällt, kommt allerdings eine Einstellung des Börsenhandels nach § 25 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 BörsG bzw. bei einer dauerhaften Beeinträchtigung des Handels ein Widerruf der Börsenzulassung nach § 39 Abs. 1 Var. 2 BörsG in Frage. Um dies zu vermeiden muss die Kapitalherabsetzung so ausgestaltet sein, dass eine ausreichende Streuung der Aktien im Publikum erhalten bleibt und das Risiko eines illiquiden Handels nicht entsteht. Im Zusammenhang mit der Kapitalherabsetzung können den Emittenten ferner Veröffentlichungspflichten nach § 15 Abs. 1 Satz 1 Halbs. 1 WpHG (Art. 17 Abs. 1 MAR) sowie nach § 26 Abs. 1 Satz 1 und § 27a Abs. 2 WpHG treffen. Schließlich sind von dem Emittenten die Meldepflichten nach § 26a Satz 1 und 2 WpHG sowie § 30c WpHG zu beachten.

### **c) Kapitalerhöhungen**

Bei der anschließenden Kapitalerhöhung kann der Emittent der Verpflichtung aus §§ 40 Abs. 1 BörsG, 69 Abs. 1 Satz 1 BörsZulV unterliegen, das heißt, er muss die Zulassung zum Börsenmarkt für die neu ausgegebenen Aktien beantragen, sofern sie derselben Gattung angehören wie die bereits vorhandenen Aktien. Der Emittent ist hiervon jedoch insoweit befreit, als einer der in § 7 Abs. 1 Satz 2 BörsZulV normierten Ausnahmetatbestände eingreift – gegebenenfalls ist sogar eine vollumfängliche Befreiung möglich, wenn die gesamte Emission einem der beiden Tatbestände unterfällt. Soweit der Emittent dem Gebot der Vollzulassung unterliegt, muss ein vollumfängliches Börsenzulassungsverfahren für die neuen Aktien durchlaufen werden, insbesondere ist ein Zulassungsprospekt, das den Anforderungen von § 5 Abs. 1 Satz 1 WpPG genügt, zu erstellen, da die Voraussetzungen einer Ausnahme nach § 4 Abs. 2 WpPG in Sanierungsfällen kaum vorliegen werden. Werden die neuen Aktien öffentlich im Sinne von § 2 Nr. 4 Halbs. 1 WpPG angeboten, kann den Emittenten ferner die Pflicht zur Erstellung und Veröffentlichung eines Wertpapierverkaufsprospekts nach § 3 Abs. 1 WpPG treffen. Durch die Veränderungen im europäischen Prospektrecht ist von einem öffentlichen Angebot nunmehr immer dann auszugehen, wenn die neuen Aktien zumindest auch den Altaktionären angeboten werden. Eine prospektfreie Privatplatzierung macht deshalb in jedem Fall einen Ausschluss des Bezugsrechts erforderlich.

Für Sanierungsinvestoren besteht im Zusammenhang mit einer Kapitalerhöhung das Risiko, gemäß § 35 Abs. 2 Satz 1 WpÜG ein Pflichtangebot abgeben zu müssen, wenn sie die Kontrollschwelle aus § 29 Abs. 2 WpÜG überschreiten, weil sie entweder mehr als 30 Prozent der Stimmrechte auf sich vereinen oder ihnen Stimmrechte Dritter nach § 30 WpÜG zugerechnet werden. Vor den Änderungen des Insolvenzrechts durch das ESUG im Jahr 2012 war die Zurechnung von Stimmrechten Dritter im Zusammenhang mit finanziellen Sanierungsmaßnahmen von großer Relevanz, da im Insolvenzplan keine gesellschaftsrechtlichen Maßnahmen vorgesehen werden konnten und die Sanierungsinvestoren sich im Vorfeld von Kapitalmaßnahmen mit den Altaktionären abstimmen mussten. Durch das ESUG haben sich die rechtlichen Rahmenbedingungen jedoch insofern verändert, als nun auch das Gesellschaftsrecht betreffende Regelungen im Insolvenzplan vorgesehen werden können (vgl. § 225a Abs. 3 InsO). Eine Abstimmung mit den Aktionären ist deshalb nicht mehr zwingend erforderlich. Falls doch, ist eine Zurechnung von Stimmrechten nach § 30 Abs. 2 Satz 1, 2 Var. 2 WpÜG zwar grundsätzlich möglich, sofern sich die Koordination zwischen den Beteiligten aber auf das Stimmverhalten im Abstimmungstermin (§ 235 InsO) beschränkt, wird im

Regelfall von einem auf einen Einzelfall beschränkten, abgestimmten Verhalten im Sinne von § 30 Abs. 2 Satz 1 Halbs. 2 WpÜG auszugehen sein. Ist ein Investor zur Abgabe eines Pflichtangebots verpflichtet, kann er aufgrund des Zusammenhangs mit der Sanierung der Gesellschaft eine Befreiung bei der BaFin nach §§ 37 Abs. 1 Satz 1 Var. 2 WpÜG, 9 Satz 1 Nr. 3 WpÜG-AV beantragen. Dazu muss er jedoch ein Sanierungskonzept vorlegen, das die Sanierungsfähigkeit der Gesellschaft plausibel darlegt und einen eigenen, nicht unerheblichen Sanierungsbeitrag erkennen lässt. Die BaFin entscheidet dann nach pflichtgemäßem Ermessen über den Antrag, wobei den Interessen des Antragstellers grundsätzlich ein Vorrang einzuräumen ist. Schließlich können sich im Zusammenhang mit der Kapitalerhöhung Verpflichtungen des Emittenten aus § 15 Abs. 1 Satz 1 Halbs. 1 WpHG (Art. 17 Abs. 1 MAR) zu *ad hoc*-Meldungen, aus § 26 Abs. 1 Satz 1 WpHG zu Mitteilungen über Stimmrechtsveränderungen und aus § 27a Abs. 2 WpHG zu Veröffentlichungen über die von einem Großaktionär mit seiner Beteiligung verfolgten Ziele ergeben. Zudem sind Mitteilungen nach § 26a Satz 1 und 2 WpHG über die Veränderung der Gesamtzahl der Stimmrechte sowie nach § 30c WpHG über die geplante Änderung der Satzung zu machen.

#### d) Debt equity-swaps

Ein besonders effektives Sanierungsinstrument ist der *debt equity-swap*, bei dem Gläubiger des insolventen Emittenten Forderungen gegen Aktien „tauschen“. Aus kapitalmarktrechtlicher Sicht muss man zwischen dem „echten“ und dem „unechten“ „Tausch“ von Fremd- in Eigenkapital differenzieren.

Der „echte“ *debt equity-swap* ist im Grunde eine Sachkapitalerhöhung, bei der die Forderungen der Gläubiger als Sacheinlage in die Gesellschaft eingebracht werden. Infolgedessen kann der Emittent gemäß §§ 40 Abs. 1 BörsG, 69 Abs. 1 Satz 1 BörsZulV dazu verpflichtet sein, die Zulassung für die neu ausgegebenen Aktien zu beantragen, wenn sie gattungsgleich wie die bereits vorhandenen Aktien ausgestattet sind. Ist dies nicht der Fall oder ist der Emittent nach § 7 Satz 2 BörsZulV von dem Gebot der Vollzulassung befreit, kann sich für ihn eine Prospektpflicht aus § 3 Abs. 1 WpPG ergeben, wenn die Umwandlung von Forderungen in Aktien im Wege eines „öffentlichen Angebots“ im Sinne von § 2 Nr. 4 Halbs. 1 WpPG angeboten wird. Dies wird freilich nicht dem Regelfall entsprechen: Üblicherweise wird ein *debt equity-swap* mit ausgewählten (Groß-)Gläubigern durchgeführt und es handelt sich um eine Privatplatzierung. Erlangt ein Gläubiger im Zuge eines *debt equity-swap* die Kontrolle über die Gesellschaft nach § 29 Abs. 2 WpÜG, ist er grundsätzlich zur Abgabe eines Pflichtangebots nach § 35 Abs. 2 Satz 1 WpÜG verpflichtet. Da es sich um einen Kontrollerwerb im Zusammenhang mit der Sanierung einer Gesellschaft handelt, ist eine Befreiung nach §§ 37 Abs. 1 Satz 1 Var. 2 WpÜG, 9 Satz 1 Nr. 3 WpÜG-AV jedoch möglich, sofern der Kontrollerwerber im Sanierungskonzept darlegen kann, dass die Gesellschaft sanierungsfähig ist und sein Forderungsverzicht als Sanierungsbeitrag nicht bloß unerheblich ist. Im Übrigen kann der Emittent im Zusammenhang mit einem *debt equity-swap* zu *ad hoc*-Meldungen verpflichtet sein. Ferner können sich für den Emittenten Pflichten aus dem Bereich der Beteiligungspublizität ergeben. Und schließlich sind die Meldungen nach § 26a Satz 1 und 2 WpHG sowie nach § 30c WpHG zu tätigen.

Bei einem „unechten“ *debt equity-swap* handelt es sich um keine Sachkapitalerhöhung, sondern um eine Form des *share deal*, bei dem im Gegenzug für den Verzicht auf ihre Forderungen bereits vorhandene Aktien an die Gläubiger verteilt werden. Da bei dieser Maßnahme keine neuen Aktien ausgegeben, sondern bloß alte Aktien umverteilt werden, kann sich für den Emittenten die Pflicht zur Zulassung neuer Aktien aus §§ 40 Abs. 1 BörsG, 69 Abs. 1 Satz 1 BörsZulV nicht ergeben. Somit wird insbesondere die aufwändige Pflicht, ein Zulassungssprospekt zu erstellen, vermieden. Wird der Erwerb der Aktien allerdings öffentlich angeboten, kann sich eine Prospektpflicht nach § 3 Abs. 1 WpPG ergeben. Im Übrigen kann es



bei einem „unechten“ *debt equity-swap* dazu kommen, dass ein Investor die Kontrollmehrheit im Sinne von § 29 Abs. 2 WpÜG erwirbt. Doch auch dann kann ein Antrag auf Befreiung von der Verpflichtung aus § 35 Abs. 2 Satz 1 WpÜG gestellt werden, wenn der Antragsteller mit dem (teilweisen) Verzicht auf seine Forderungen einen nicht nur unerheblichen Sanierungsbeitrag leistet und die Gesellschaft sanierungsfähig ist. Die Tatsache, dass Altaktionäre Teile ihrer Aktien an Gläubiger übertragen müssen, wird in aller Regel eine *ad hoc*-Meldepflicht nach § 15 Abs. 1 Satz 1 Halbs. 1 WpHG (Art. 17 Abs. 1 MAR) auslösen. Ansonsten sind Veränderungen in der Beteiligungsstruktur vom Emittenten nach § 26 Abs. 1 Satz 1 WpHG zu publizieren. Eine Mitteilung nach § 30c WpHG an die BaFin und die Börsengeschäftsführung ist dagegen nicht erforderlich, da bei einem „unechten“ anders als bei einem „echten“ *debt equity-swap* keine Änderung der Satzung erfolgt.

#### **D. Vierter Teil: Reformüberlegungen**

Abschließend werden im vierten Teil die im Verlauf der Arbeit gefundenen rechtlichen Rahmenbedingungen auf einen etwaigen Reformbedarf hin untersucht und, soweit vonnöten, Reformvorschläge unterbreitet. Im Fokus stehen die Fragen nach einer Suspendierung der Kapitalmarktpflichten im Insolvenzverfahren, nach einer einheitlichen Kompetenzzuweisung in Bezug auf die Erfüllung der Kapitalmarktpflichten und nach einer Befreiung von einem Pflichtangebot bei Kontrollerwerben im Zusammenhang mit Sanierungsmaßnahmen.

##### **I. Suspendierung kapitalmarktrechtlicher Pflichten in der Insolvenz**

Aus der Perspektive einer sanierungsbedürftigen Gesellschaft ist das Interesse, die kosten- und zeitaufwändigen Pflichten aus der Börsenzulassung zu vermeiden, nachvollziehbar. Hierzu bietet sich dem Emittenten gemäß § 39 Abs. 2 BörsG die Möglichkeit, sich freiwillig von dem Börsenmarkt zurück zu ziehen. Dies ist allerdings dann keine Option, wenn die Börsenzulassung ein notwendiges Element des Sanierungskonzepts darstellt und beibehalten werden soll. Dennoch sollte auch *de lege ferenda* von einer Suspendierung der kapitalmarktrechtlichen Transparenzpflichten des Emittenten im Insolvenzfall abgesehen werden. Solange die Wertpapiere zum Börsenmarkt zugelassen sind und ein Handel mit ihnen möglich ist, erlauben die fortbestehenden Informationsinteressen der Anleger keine Differenzierung zwischen der Situation bei einem insolventen und der bei einem nicht insolventen Emittenten.

Eine andere Einschätzung ist erst dann möglich, wenn der Handel an der Börse zum Erliegen kommt und die Anleger keines Schutzes mehr bedürfen. Um die Rahmenbedingungen für die Sanierung aus der Insolvenz zu verbessern und es dem Emittenten zu ermöglichen, die Börsenzulassung über das Insolvenzverfahren zu erhalten ohne dem kapitalmarktrechtlichen Pflichtenregime unterworfen zu sein, böte sich dem Gesetzgeber die Möglichkeit eine Regelung vorzusehen, nach der die Börsennotierung für die Zeit des Insolvenzverfahrens bzw. der Sanierung auf Antrag des Emittenten »zum Ruhen gebracht« wird.

##### **II. Einheitliche Wahrnehmung der Kapitalmarktpflichten**

Im Bereich der Wahrnehmung der Pflichten aus der Börsenzulassung sollte auch künftig an der allgemeinen Abgrenzung der Kompetenzen zwischen Insolvenzverwalter und Gesellschaftsorganen festgehalten werden, das heißt danach unterschieden werden, ob die Erfüllung der Pflicht im Zusammenhang mit der Verwaltung des Vermögens des Schuldners steht oder nicht. Eine einheitliche Kompetenzzuweisung an die Organe der Gesellschaft wäre in vielen Fällen nicht praktikabel und würde das Risiko in sich bergen, dass es zu Lasten des Kapitalmarktes zu Transparenzlücken käme. Für eine umfassende Zuweisung der Kompetenzen an den Insolvenzverwalter besteht aus kapitalmarktrechtlicher Sicht hingegen kein Bedürfnis.

### **III. Befreiung vom Pflichtangebot**

Reformbedarf besteht allerdings im Zusammenhang mit dem Erwerb der Kontrolle durch einen Sanierungsinvestor. Nach geltendem Recht kann sich hier die Verpflichtung zur Abgabe eines Pflichtangebots nach § 35 Abs. 2 Satz 1 WpüG ergeben, von der zwar eine Befreiung erteilt werden kann, aber nur sofern die sich aus dem Gesetz ergebenden bzw. von der *BaFin* aufgestellten Voraussetzungen erfüllt werden und die Verwaltung von ihrem Ermessen nicht in gegenläufiger Weise Gebrauch macht. Da der mit dem Pflichtangebot verfolgte Schutz der Aktionäre vor einer mit dem Kontrollerwerb einhergehenden Schlechterstellung im eröffneten Insolvenzverfahren nur noch in Ausnahmefällen erreicht werden kann und die Anteilseigner in einem Insolvenzplanverfahren insofern ausreichend durch die insolvenzrechtlichen Bestimmungen geschützt werden, sollte der Gesetzgeber eine Ausnahme vom Erfordernis des Pflichtangebots *ex lege* vorsehen, um entbehrliche Praxishürden für die Sanierung aus der Insolvenz zu beseitigen.