



JURISTISCHE FAKULTÄT



UNIVERSITÄT
HEIDELBERG
ZUKUNFT
SEIT 1386

Zusammenfassung der Dissertation mit dem Titel

„Debt equity swaps als finanzwirtschaftliches Sanierungsinstrument“

Dissertation vorgelegt von Björn Bronger

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

Zweitgutachter: Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Peter-Christian Müller-Graff

Institut für deutsches und europäisches Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht

Hintergrund und Forschungsmethodik

Die Dissertation untersucht die Umwandlung von Forderungen eines Gläubigers gegen eine Beteiligung an der (insolventen) Gesellschaft (*debt equity swap*) – eines der wichtigsten finanziellen Sanierungsinstrumente der modernen Restrukturierungspraxis. Im Gegensatz zur Sanierung durch die Verwertung von Unternehmensgegenständen (sog. *asset deal*), können bei einem *debt equity swap* bestimmte Rechtspositionen der Gesellschaft, etwa langfristige Verträge, Lizenzen und öffentlich-rechtliche Genehmigungen, erhalten bleiben.

Dieses bisher fast ausschließlich in der außergerichtlichen Sanierungspraxis zum Einsatz gekommene Sanierungsinstrument ist 2011 erstmalig im neu eingefügten § 225a InsO durch das Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen (ESUG) vom 7. Dezember 2011, in Kraft getreten am 1. März 2012, verankert worden. Danach können nunmehr Forderungen (Fremdkapital) auch gegen den Willen der Anteilsinhaber in Anteile (Eigenkapital) umgewandelt werden. Zentrale Frage der Arbeit ist, ob und in wie weit sich die neu geschaffenen Regelungen zur Durchführung eines *debt equity swap* in Zukunft auf seine Anwendbarkeit im Insolvenzplanverfahren auswirken.

Die Arbeit gliedert sich in fünf Kapitel. Während im ersten Kapitel die Motive und die gesellschaftsrechtliche Umsetzung dargelegt werden, beschäftigt sich das zweite Kapitel mit spezifischen gesellschaftsrechtlichen, steuerrechtlichen, kapitalmarktrechtlichen und sonstigen Herausforderungen. Im Mittelpunkt des dritten Kapitels stehen sodann die unmittelbaren und mittelbaren Auswirkungen des ESUG auf *debt equity swaps*, wobei im Rahmen der Untersuchung die praktische Anwendbarkeit dieses Restrukturierungsinstrument eine zentrale Rolle einnimmt. Das vierte Kapitel widmet sich im Rahmen eines Vergleichs mit der deutschen Insolvenzordnung dem *debt equity swap* nach dem U.S. amerikanischen Insolvenzrecht. Eine abschließende Zusammenfassung und Bewertung findet sich im fünften Kapitel.

Kapitel 1

Einleitend analysiert die Arbeit zunächst die unterschiedlichen Motive zur Verwendung von *debt equity swaps* und arbeitet die Vor- und Nachteile einer solchen Restrukturierungsvariante heraus. Differenziert wird hierbei nicht nur zwischen den verschiedenen Gläubigergruppen und ihren Interessenzielen, sondern auch die Perspektive aus Sicht der Anteilsinhaber und Zielgesellschaft.

Die Arbeit widmet sich sodann der oftmals im Vorfeld zu einem *debt equity swap* stattfindenden Forderungsabtretung an spezialisierte Fonds, Investmentbanken oder Wettbewerber und verbindet diese mit konkreten Gestaltungsempfehlungen, bevor die gesellschaftsrechtliche Umsetzung eines *debt equity swap* analysiert wird.

Schwerpunkt des ersten Kapitels bildet die gesellschaftsrechtliche Umsetzung eines *debt equity swap*, wobei zunächst dessen Durchführung über Kapitalmaßnahmen als das in der Praxis am häufigsten auftretende Modell dargestellt wird. Hierbei wird die Forderung als Sacheinlage im Rahmen einer Kapitalerhöhung unter Ausschluss des Bezugsrechts der bisherigen Gesellschafter eingebracht. Im Hinblick auf die regelmäßig bestehende Unterbilanz wird vor der Kapitalerhöhung zur Anpassung des Grundkapitals an das durch Verluste aufgezehrten Realvermögen eine Kapitalherabsetzung durchgeführt – beides zusammen wird auch als Kapitalschnitt bezeichnet. Die einzuhaltenden strengen Voraussetzungen werden dabei detailliert erläutert und Lösungsansätze zur Vermeidung von Anfechtungsklagen aufgezeigt. Ausführungen zur Prüfung der Sacheinlage und der notwendigen Verträge neben der Kapitalerhöhung runden die Darstellungen ab. Streitstände werden dabei jeweils sachverständlich aufgearbeitet und unter Stellungnahme des Verfassers mit konkreten Empfehlungen verbunden. Die Arbeit geht hierbei auf die Rechtslage der Aktiengesellschaft (AG) und – unter Hervorhebung der Unterschiede – auf die einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH) ein.

Genutzt werden dabei die Regelungen der vereinfachten Kapitalherabsetzung (§ 229 ff. AktG, § 58a GmbHG), welche bis auf Null erfolgen kann. Hierbei müssen die Vorgaben an die Auflösung von Rücklagen und Ausschöpfung des Gewinnvortrags sowie die Anforderungen an den Beschluss der Hauptversammlung bzw. Gesellschafterversammlung beachtet werden, bevor der Kapitalherabsetzungsbeschluss anschließend im Handelsregister eingetragen werden kann.

Die im zweiten Schritt einzubringende Forderung erfolgt über eine Kapitalerhöhung gegen Sacheinlage und kann durch eine Forderungsübertragung, die aufgrund der Konfusion dann erlischt, oder über einen Erlassvertrag erfolgen. Bei einer zuvor erfolgten Kapitalherabsetzung unter den Mindestnennbetrag von EUR 50.000 (bei einer Aktiengesellschaft) bzw. EUR 25.000 (bei einer GmbH) muss zudem eine das Barkapitalerhöhung in zumindest dieser Höhe erfolgen.

Jeweils in der Praxis besonders relevant ist der Bezugsrechtsausschluss der bisherigen Anteilsinhaber, weshalb sowohl die formellen als auch materiellen Voraussetzungen, also die Prüfung des Verhältnismäßigkeitsgrundsatzes, vertieft behandelt werden. Im Unterschied zur AG sind bei der GmbH viele Voraussetzungen des Kapitalschnitts unter Ausschluss des Bezugsrechts nicht kodifiziert, etwa die Notwendigkeit eines Bezugsrechtsausschlusses oder die Prüfung der Sacheinlage durch Sacheinlagebericht. Die Arbeit zeigt hierzu die jeweiligen Streitstände auf und vermittelt praxisrelevante Lösungsansätze.

Als Alternative zur ordinären Kapitalerhöhung werden darüber hinaus weitere Möglichkeiten zur Durchführung eine *debt equity swap* dargestellt. Die Arbeit geht dabei auf die Vor- und Nachteile über die Ausnutzung von bereits genehmigtem Kapital ein und analysiert weiterhin, warum der direkte Erwerb von Anteilen der Anteilsinhaber gegen einen (teilweisen) Forderungsverzicht keine Alternative bietet. Die Umwandlung von Anleihen nach dem SchVG stellt eine weitere Form dar, wobei zwischen einer vorinsolvenzlichen Restrukturierung und einer Umwandlung innerhalb des Insolvenzverfahrens differenziert wird. Abschließend werden in der Arbeit atypische Umwandlungsformen angeführt, wie den Beteiligungserwerb durch Pfandrechtsverwertung und eine Umwandlungsoption als vertragliche Ausgestaltung.

Kapitel 2

Die im zweiten Kapitel untersuchten Herausforderungen auf eine *debt equity swap* Transaktion aufgrund von insolvenzrechtlichen, steuerrechtlichen, kapitalmarktrechtlichen und sonstigen Hindernissen werden dabei in einzelnen Abschnitten nach den jeweiligen Rechtsbereichen dargestellt und untersucht. Neben den aktuell bestehenden Herausforderungen eines *debt equity swap* nimmt das zweite Kapitel auch Stellung zu Transaktionshindernissen, die durch das ESUG geändert wurden, um so den Weg für einen Vergleich und einer Bewertung der Rechtslage *de lege lata* zu bereiten.

Aus insolvenzrechtlicher Perspektive geht die Arbeit zunächst auf die in der Praxis regelmäßig viel zu spät gestellten Insolvenzanträge ein, die zu einer Insolvenzverschleppung führen können. Praxisrelevant ist zudem das Sanierungsprivileg des § 39 Abs. 4 S. 2 InsO, was eine Ausnahme zur grundsätzlichen Nachrangigkeit von Gesellschafterforderungen gemäß § 39 Abs. 1 Nr. 5 InsO darstellt. Die Arbeit erläutert dabei den Anwendungsbereich des Sanierungsprivilegs, seine Voraussetzungen und welche Risiken nach wie vor bestehen bleiben. Von erheblicher Praxisrelevanz und deshalb vertieft dargestellt wird die Frage der Wertermittlung der Forderungen und der Gefahr der Differenzhaftung. Dabei erörtert der Verfasser zunächst weshalb Forderungen zu ihrem objektiven Wert (Vollwertigkeitsgebot) und nicht zu ihrem Nennbetrag (auch als Nominalwert bezeichnet) einzubringen sind. Anschließend wird auf die Komponenten eingegangen, welche im jeweiligen Einzelfall zur Bewertung von Forderungen herangezogen werden müssen.

Weitere analysierte Themen bilden die Auswirkungen von *change of control*-Klauseln sowie Risiken, die aus Zeichnungsverträgen und aktienrechtlichen Anfechtungsklagen resultieren. Im

Hinblick auf das zum Teil erhebliche Einflussnahmepotential von Gläubigern auf ein Unternehmen werden zudem die bestehenden Risiken aufgrund einer faktischen Geschäftsführung bewertet.

Im Hinblick auf den entstehenden zu versteuernden Sanierungsgewinn in Höhe der Differenz zwischen Nominalwert und dem gemeinen Wert der Forderung im Zeitpunkt der Einbringung, bietet die Arbeit einen detaillierten Überblick über die aktuelle Rechtsprechung sowie die Voraussetzungen des jüngst eingeführten § 3a EStG und § 3a GewStG sowie § 7b GewStG. Steuerliche Belastungen, die aufgrund der sog. „Mantelkauf-Vorschrift“ (§ 8c KStG) entstehen können, werden ebenfalls anhand der aktuellen Rechtslage und Rechtsprechung erörtert. Weitere von der Arbeit berücksichtigte steuerliche Aspekte sind die gegebenenfalls anfallenden Grunderwerbssteuern für ein dem Unternehmen (oder den ihr nachrangigen Tochtergesellschaften) gehörende inländische Grundstücke, Anschaffungskosten und Abzugsbeschränkungen des § 8b Abs. 3 S. 4 KStG sowie die Gefahr der Umsatzsteuer durch einen Forderungsverkauf.

Im Hinblick auf die durch einen *debt equity swap* ausgelösten kapitalmarktrechen Auswirkungen bei börsennotierten Gesellschaften geht die Arbeit zunächst vertieft auf die für Gläubiger bestehende Verpflichtung zur Abgabe eines Angebotes an die übrigen Aktionäre bei Überschreitung der Kontrollschwelle von 30% ein. Von besonderer Relevanz ist dabei in Sanierungssituationen das Sanierungsprivileg nach § 37 WpÜG i.V.m. § 9 S. 1 Nr. 3 WpÜG-AngVO, um diese zusätzliche signifikante finanzielle Belastung für Gläubiger zu vermeiden. Ebenfalls entscheidend ist die Zurechnungsnorm des § 30 WpÜG, wodurch der Zeitpunkt, zu dem Gläubiger zur Abgabe eines Pflichtangebotes verpflichtet sind, erheblich vorverlagert werden kann. Seine generalklauselartige Formulierung, die begrenzte verfügbare Rechtsprechung und die fehlenden Hinweise der BaFin führen dazu, dass die Bewertung mit großer Rechtsunsicherheit für die Gläubiger verbunden ist. Hier geht die Arbeit auf verschiedene Szenarien vor Durchführung eines *debt equity swap* ein und analysiert, ab wann eine Zurechnung und damit ein Pflichtangebot zu erfolgen hat. Analysiert werden dabei der koordinierte Aktienerwerb mehrerer Gläubiger als auch Szenarien, wo der Gläubiger zwar aufgrund seiner besonderen Stellung über ein erhebliches Druckpotential gegenüber Vorstand, Aufsichtsrat und/oder dem Mehrheitsaktionär verfügt, selbst aber weder unmittelbar noch mittelbar über eigene Stimmrechte verfügt.

Im Interesse der Restrukturierungsstrategie kann es unter Umständen notwendig sein, den geplanten *debt equity swap* erst möglichst spät zu veröffentlichen. Hierzu widmet die Arbeit einen gesonderten Abschnitt und analysiert, ab wann eine *ad hoc* Mitteilungspflicht besteht bzw. welche Befreiungstatbestände gegebenenfalls anwendbar sind. In diesem Zusammenhang geht die Arbeit darüber hinaus auf andere Meldepflichten, etwa Stimmrechtsmitteilungspflichten und finanzaufsichtsrechtliche Meldepflichten, ein und analysiert ob und wann diese zu erfolgen haben.

Bei börsennotierten Gesellschaften ist zudem entscheidend ob ein Wertpapierprospekt zu erstellen ist. Die Arbeit stellt dabei nicht nur die in Frage kommenden Ausnahmetatbestände anhand der vor kurzem erlassenen Prospektverordnung und dessen nationaler Umsetzung dar, sondern führt unter Beachtung der zuletzt ergangenen höchstrichterlichen Rechtsprechung („Frosta“-Entscheidung) und aktuellen Gesetzeslage (§ 39 Abs. 2 bis 6 BörsG) auch aus, warum bei einem Kapitalschnitt auf Null die vorhandene Börsenzulassung erlischt (sog. „*cold delisting*“) und deshalb kein Wertpapierprospekt mehr zu erstellen ist. Ebenso behandelt werden die Konsequenzen des Börsenrückzugs und dem damit möglicherweise bestehenden Pflichtangebot.

Kapitel 3

Im dritten Kapitel analysiert und bewertet die Arbeit die unmittelbaren – durch § 225a Abs. 2 S. 1 InsO – und mittelbaren – durch flankierende Neuregelungen im Insolvenzplanverfahren – Änderungen des ESUG auf *debt equity swaps*.

Zentrale Vorschrift des ESUG für *debt equity swaps* ist § 225a InsO, wonach sich der Gesetzgeber nach 12 Jahren von einer strikten Trennung zwischen Insolvenz- und Gesellschaftsrecht verabschiedet hat und seitdem eine Umwandlung von Forderungen in Anteils- oder Mitgliedschaftsrechte auch gegen den Willen der Anteilsinhaber zulässt. Hierzu werden die Anteilsinhaber als eigene Gruppe im Insolvenzplanverfahren einbezogen. Nach § 225a Abs. 3 InsO kann nunmehr jede Regelung im Insolvenzplan getroffen werden, die gesellschaftsrechtlich zulässig ist, wodurch den Beteiligten umfassende Gestaltungsspielräume geboten werden. Hierzu gehören die notwendigen gesellschaftsrechtlichen Beschlüsse, wobei das Bezugsrecht der Anteilsinhaber nach den Rechtfertigungsgründen, die auch außerhalb des Insolvenzverfahrens gelten, ausgeschlossen werden kann.

Spiegelbildlich zur vor Änderung der InsO durch das ESUG bestehenden Zustimmungspflicht der Anteilsinhaber können auch opponierende Gläubiger zu einem Sanierungshindernis werden. Die Arbeit analysiert dabei zunächst das Obstruktionspotential der Gläubiger im Rahmen des Insolvenzplanverfahrens nach § 230 Abs. 2 InsO, bevor neue Lösungsansätze dargestellt werden. Hierbei geht die Arbeit insbesondere auf die geltende Regelung des § 5 Abs. 3 Nr. 5 SchVG und dessen zugrundeliegende gesetzgeberische Intention ein, wonach Schuldverschreibungen von Gläubigern auch gegen deren Willen durch qualifizierte Gläubigermehrheit umgewandelt werden können.

Eine weitere für die Praxis erhebliche Änderung hat die InsO durch den Ausschluss der Differenzhaftung erfahren. In diesem Zusammenhang und anhand der mit dem ESUG im Zusammenhang stehenden Änderungen erörtert die Arbeit, dass die Bewertung des objektiven Werts (Vollwertigkeitsgebot) der Forderungen anhand des Fortführungswertes anstatt des Zerschlagungswertes zu erfolgen hat. Konsequenter geht die Arbeit anschließend auf die Frage ein, wie eine ausgewogene Balance zwischen einem adäquaten Schutz späterer Neugläubiger und der Vermeidung einer späteren Nachschusspflicht der ehemaligen Gläubiger aufgrund einer Unterkapitalisierung der Gesellschaft durch überbewertete Sacheinlagen erreicht werden kann.

Ein weiterer Abschnitt widmet sich dem Zusammenspiel weiterer Gesetzesänderungen mit dem *debt equity swap*. Hierbei wird zunächst der psychologische Anreiz zur rechtzeitigen Insolvenzantragstellung durch die Neugestaltung der Eigenverwaltung und Schaffung des Schutzschirmverfahrens eingegangen. Der Verfasser sieht diese gesetzgeberische Intention allerdings nur bedingt erfüllt, da die Neuregelungen noch zahlreiche und weitreichende Umsetzungsfragen bergen. Zudem wird der Anreiz zur rechtzeitigen Insolvenzantragsstellung aufgrund einer nicht vollumfänglichen Stärkung der Autonomie des Managements und der regelmäßig öffentlich bekannt zu gebenden Anordnung des Schutzschirmverfahrens und der damit verbundenen Stigmatisierung erheblich geschmälert. Hierzu zeigt die Arbeit neue Lösungsvorschläge auf, um Anteilsinhabern die Angst vor dem Kontrollverlust ihres Unternehmens zu nehmen.

Neben der Stärkung der Position des Schuldners wurde auch die Gläubigerposition im vorläufigen Insolvenzverfahren durch Stärkung des (vorläufigen) Gläubigerausschusses gestärkt, die ebenfalls in der Arbeit bewertet wird.

Eine weitere wichtige flankierende Änderung ist der Abbau von Verzögerungen durch Rechtsmittel. Durch die Begrenzung des Zeitraums für Widersprüche und die Möglichkeit der Bildung von Rückstellungen einerseits, und Höhung der Zulässigkeitsvoraussetzungen sowie eine am aktienrechtlichen Freigabeverfahren orientierte Interessenabwägung durch das Gericht für Beschwerden andererseits, kann die Anzahl zeit- und kostenintensiver Prozesse reduziert

werden. Neben diesen erfreulichen Änderungen werden in der Arbeit vom Gesetzgeber unbeantwortet gelassene Rechtsfragen geklärt und weitere Vorschläge unterbreitet, wie das Verfahren noch effektiver ausgestaltet werden könnte. Die Arbeit analysiert zudem das Verhältnis insolvenzrechtlicher Rechtsbehelfe zu aktienrechtlichen Rechtsbehelfen.

Der Verfasser analysiert daneben weitere für das Insolvenzplanverfahren maßgebliche Schritte, etwa welche Gläubiger in einer Gruppe zusammengefasst werden müssen, wieso die Neuregelungen zur Bildung einer Gruppe für Anteilsinhaber mit geringen Beteiligungen nicht praxistauglich ist, und von welchen Verbesserungen das Verfahren insgesamt profitieren würde. Daneben werden den *debt equity swap* flankierende Neuregelungen, etwa die Unwirksamkeit von *change of control*-Klauseln, behandelt.

Neben den materiellen Änderungen werden in der Arbeit auch die zu beachtenden Besonderheiten im Rahmen der Umsetzung unter Berücksichtigung der höchstrichterlichen Rechtsprechung aufgezeigt. Konkret im Zusammenhang mit der Umsetzung eines *debt equity swap* stehende Problempunkte werden ausführlich erläutert und Lösungsansätze aufgezeigt.

Abgerundet wird das Kapitel durch eine Analyse der aus den Gesetzesänderungen resultierenden haftungsrechtlichen Risiken sowie deren Verfassungs- und Europarechtskonformität.

Kapitel 4

Das vierte Kapitel beschäftigt sich mit einem Vergleich zwischen dem Insolvenzplanverfahren und dem Reorganisationsverfahren nach Chapter 11 des U.S.-amerikanischen Insolvenzrechts, wobei der Vergleich auf die einen *debt equity swap* unmittelbar und mittelbar betreffenden Regelungen beschränkt ist.

Der erste Teil des Kapitels erläutert dabei zunächst den Ablauf des Chapter 11-Verfahrens und die Umsetzung eines *debt equity swap* nach dem U.S.-amerikanischen Recht. Im zweiten Teil werden sodann die zentralen Vorschriften zur Durchführung eines *debt equity swaps* sowie unterstützende Instrumente nach beiden Rechtsordnungen miteinander verglichen. Neben ähnlichen Regelungsansätzen, etwa die Einbindung von Anteilsinhabern in das Verfahren, werden insbesondere die Unterschiede beider Rechtsordnungen dargestellt, wie z.B. das unter dem U.S.-amerikanischen System gewährte exklusive Planvorlagerecht des Schuldners und die Wirkung des Moratoriums, und ihre praktischen Auswirkungen analysiert. In diesem Zusammenhang stellt der Verfasser auch Lösungsansätze dar, die dabei helfen, einen *debt equity swap* im Insolvenzplanverfahren effizienter und sicherer zu gestalten.

Kapitel 5

Im fünften Kapitel werden die wesentlichen Ergebnisse der Arbeit festgehalten.

Alles in allem bietet die Arbeit nicht nur einen sehr guten Überblick über *debt equity swaps* aufgrund der Änderungen der insolvenzrechtlichen Vorschriften durch das ESUG, sondern bewertet diese auch im übergeordneten Rahmen und dem Ziel aufgrund von volkswirtschaftlich wichtigen Gütern und Werten den Gedanken der Sanierung und Restrukturierung in den Vordergrund zu rücken. Unterschiedliche und zum gegenläufige Interessen der an einer solchen Transaktion Beteiligten werden ebenso berücksichtigt wie Lösungsansätze auf bestehende rechtliche Unsicherheiten. „[Die] Arbeit befruchtet [damit] den wissenschaftlichen Diskurs über notwendige und sinnvolle Instrumente zur Erreichung der Resolvenz sanierungs- und restrukturierungsfähiger Unternehmen und leistet der Praxis wie der Rechtspolitik wertvolle Hilfestellungen für weitere Reformen auf dem Weg zum genannten Ziel.“¹

¹ Zitiert aus dem Erstgutachten des die Arbeit betreuenden Professors Werner F. Ebke.