



JURISTISCHE FAKULTÄT



UNIVERSITÄT  
HEIDELBERG  
ZUKUNFT  
SEIT 1386

Zusammenfassung der Dissertation mit dem Titel

**„Debt-Equity Swap im Insolvenzplan:  
Ansatz der Inferentenforderung mit dem „freigesetzten  
Sanierungswert““**

Dissertation vorgelegt von Marc Fritze

Erstgutachter: Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Peter Hommelhoff

Zweitgutachter: Prof. Dr. Andreas Piekenbrock

Institut für deutsches und europäisches Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht

Gegenstand der Dissertation ist die Bestimmung des Ansatzes der Inferentenforderung bei Debt-Equity Swaps in Insolvenzplanverfahren.

Ein Insolvenzplanverfahren dient der Sanierung des schuldnerischen Unternehmens bei Erhalt des Rechtsträgers. Im Unterschied zum Regelinsolvenzverfahren wird die Schuldnergesellschaft nicht zwingend liquidiert und ihr Vermögen nicht an die Gläubiger verteilt. Deshalb haben die Gesellschaftsanteile (Geschäftsanteile, Aktien) bzw. Mitgliedschaftsrechte an der Schuldnerin nach Durchführung einer Plansanierung und der anschließenden Aufhebung des Insolvenzverfahrens (wieder) einen Wert. Die Schuldnergesellschaft muß notwendigerweise mit hinreichendem Eigenkapital ausgestattet werden, damit sie wieder wirtschaften und eine Folgeinsolvenz vermieden werden kann. Daher setzt die bestmögliche Gläubigerbefriedigung im Insolvenzplanverfahren einen Zugriff auf die Gesellschaftsanteile und zugleich die Stärkung der Eigenkapitalquote voraus. Beides kann durch einen Debt-Equity Swap erreicht werden, indem Gläubiger ganz oder teilweise auf ihre Forderungen verzichten und dafür Anteilseigner der sanierten Schuldnergesellschaft werden. Die Gläubiger übernehmen im Zuge einer Sachkapitalerhöhung gegen Einlage ihrer Forderungen neu geschaffenes Gesellschaftskapital.

Der Wechsel von Gläubigern in die Eigentümerposition wirkt sich dabei sowohl für die Gläubigerbefriedigung als auch für die Gesellschaftsfinanzierung besonders effektiv aus, weil weder die Gesellschaft durch einen Abfluß von Mitteln belastet wird noch der eintretende Gläubiger, der durch die Insolvenz ohnehin schon einen Ausfall erleidet, neue Mittel investieren muß. Ökonomisch ist dies dann vorteilhaft, wenn der Fortführungswert der sanierten Gesellschaft den (alternativen) Liquidationserlös übersteigt und zumindest einige Gläubiger bereit sind, in der Hoffnung auf höhere Rückflüsse aus zukünftigen Erträgen, auf die sofortige Auszahlung einer Quote zu verzichten. Damit Sanierungen durch Insolvenzpläne attraktiver werden und Gläubiger durch die Übernahme von Eigenkapital an den zukünftigen Wertsteigerungen der geretteten Unternehmen partizipieren können, wurde durch das Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen (ESUG) die Möglichkeit geschaffen, Debt-Equity Swaps, d.h. Sachkapitalerhöhungen durch Einlage von Insolvenzforderungen, in Insolvenzpläne zu integrieren.

Ungeklärt ist allerdings bislang, in welcher Höhe die Inferentenforderung als Sacheinlage angesetzt und in junges Kapital gewandelt werden kann. Immerhin handelt es sich nicht um vollwertige Forderungen, sondern um Insolvenzforderungen, auf die alternativ nur eine Quote gezahlt würde. Zu dieser Problematik gibt es weder eine klare Gesetzesregelung noch leitende Rechtsprechung und auch keine geübte Praxis. Ebenso fehlt es an einer eindeutigen oder argumentativ vollständig überzeugenden Auffassung im Schrifttum, die Richtschnur für die Umsetzung der Kapitalerhöhung sein könnte. Im Gegenteil: In der Literatur wird eine Vielzahl höchst unterschiedlicher und widerstreitender Auffassungen vertreten. Dabei wird nicht nur über die Bewertung der Inferentenforderung, sondern auch über die Konsequenzen im Falle eines überhöhten Ansatzes gestritten. Die Spanne der vorgeschlagenen anzusetzenden Beträge reicht von einem Bruchteil und im Einzelfall sogar Null bis zum vollen Nennbetrag. Einige Autoren wollen den Liquidationswert in einem hypothetischen Regelinsolvenzverfahren ansetzen, d.h. den quotalen Erlös bei einer Abwicklung der Gesellschaft mit oder ohne übertragende Sanierung des Betriebs. Andere halten den zumeist höheren Fortführungswert für maßgeblich, der sich als quotale Deckung der Forderung bei Erhalt und Sanierung der Gesellschaft durch den gegenständlichen Insolvenzplan ausdrückt. Wieder andere stellen auf die den übrigen Insolvenzgläubigern im konkreten Planverfahren gezahlte Quote ab bzw.

wollen den Ansatz den Verhandlungen zwischen den am Planverfahren Beteiligten überlassen. Auch wird vorgeschlagen, den Verkehrswert der Forderung anzusetzen oder den Ansatz am Wert des durch die Einlage erlangten Gesellschaftsanteils auszurichten. Vertreten wird auch, die Forderung in der Höhe anzusetzen, in der zuvor neutralisierte Aktiva durch die Einlage freigesetzt werden. Vor dem Hintergrund dass die Einlagegesellschaft selbst die Schuldnerin der Inferentenforderung ist, wird schließlich vorgeschlagen, den Nennwert der Forderung gelten zu lassen. Die genannten Auffassungen führen bei demselben Sachverhalt zu verschiedenen Ergebnissen, die wiederum unterschiedliche Beteiligte bevor- oder benachteiligen können.

Somit ist völlig unklar, in welcher Höhe die Inferentenforderung im Insolvenzplan angesetzt werden soll, angesetzt werden kann oder sogar angesetzt werden muß. Diese Unklarheit kann eine erfolgreiche Umsetzung von Debt-Equity Swaps gefährden. Denn sofern der Ansatz der Inferentenforderung nicht beliebig ist, könnte der Vollzug eines zu hoch angesetzten Swaps und damit die Sanierung insgesamt scheitern, wenn entweder der Plan deshalb nicht bestätigt, die Kapitalerhöhung vom Registergericht nicht eingetragen oder für einen der Beteiligten ein (potentielles) Haftungsproblem absehbar wird.

Schon das Risiko, dass der Debt-Equity Swap wegen eines falschen Ansatzes der Forderungseinlage nicht umgesetzt werden kann, vermag deshalb dazu zu führen, dass Kapitalerhöhungen gegen Einlage von Insolvenzforderungen insgesamt vermieden werden, womit die Absicht des Gesetzgebers, die Unternehmenssanierung durch die Einführung von Debt-Equity Swaps in Insolvenzplänen zu fördern, ins Leere liefe. Bei Streitigkeiten zwischen den Verfahrensbeteiligten muß justitiabel sein, ob die Wandlung der Inferentenforderung in Anteile die Beschwerdeführer oder andere Beteiligte benachteiligt. Für den Planarchitekten und die Planunterworfenen ist es essentiell, die Sanierungswirkung der geplanten Kapitalmaßnahmen abschätzen zu können, um die Aufhebung des Insolvenzverfahrens zu erreichen und eine Folgeinsolvenz zu vermeiden. Das Insolvenzgericht muß in die Lage versetzt werden, seine Entscheidung über die Planbestätigung auf Grundlage des Gesetzes und einer gesicherter Datenbasis zu treffen, und das Registergericht muß entscheiden, ob es die Kapitalerhöhung einträgt.

Die Fragestellung nach dem Ansatz der Inferentenforderung ist daher in zweifacher Hinsicht relevant: erstens für die gesellschafts- und insolvenzverfahrensrechtlich korrekte Umsetzung von Debt-Equity Swaps und zweitens, um Insolvenzplanverfahren als Option zur Unternehmenssanierung weiter zu etablieren und dadurch ein effektives und für Gläubiger attraktives Insolvenzregime anbieten zu können, das im Sinne des Reformgesetzgebers den „Wirtschaftsstandort Deutschland“ stärkt. Die Frage, ob und wie die Forderung als Kapitaleinlage angesetzt werden kann bzw. angesetzt werden muß, ist daher zentral und wird zu Recht als die „Kardinalfrage“ des Debt-Equity Swaps bezeichnet.

Dass der Reformgesetzgeber das Insolvenzplanverfahren als ganz wesentliches Instrument zur verbesserten Sanierung von Unternehmen sieht, vergleichbare Reorganisationsverfahren auch in anderen europäischen Ländern eingeführt wurden und die Europäische Kommission einen Richtlinienentwurf für Restrukturierungsrahmen zur Schuldenregulierung im Vorfeld einer Insolvenz vorgelegt hat, zeigt, dass Reorganisationspläne zur konzertierten Rettung von Unternehmen mitsamt Rechtsträger in unserem Wirtschaftsumfeld im Mittelpunkt des Interesses stehen und als moderne und vorzugswürdige Alternative zum Regelinsolvenzverfahren angesehen werden. Da zugleich nur der Wechsel von Gläubigern in die

Eigentümerposition den in den Anteilen verkörperten wirtschaftlichen Wert in vollem Umfang für sie erschließt, kann der Debt-Equity Swap nicht hoch genug geschätzt werden. Effektive Reorganisationspläne können ohne Swaps nicht den Zielen bestmöglicher Gläubigerbefriedigung und vollumfassender Haftungsverwirklichung dienen, die ihrerseits Grundprinzipien des Gesellschafts- und Insolvenzrechts und Voraussetzung für ein solides Kreditwesen, nachhaltige Unternehmensfinanzierung und damit einen wettbewerbsfähigen Wirtschaftsstandort sind.

Ziel der Dissertation ist festzustellen, in welcher Höhe bzw. bis zu welcher Höhe Gläubigerforderungen bei Debt-Equity Swaps zu Sanierungszwecken in Insolvenzplanverfahren als Einlage angesetzt und in neues Kapital umgewandelt werden können. Die Arbeit untersucht die Bedingungen für den sanierenden Debt-Equity Swap und die Besonderheiten der Kombination mit dem Insolvenzplanverfahren. Daraus wird eine allgemeingültige Methodik zur rechtssicheren Bestimmung des korrekten Ansatzes der Einlageforderung bei Sachkapitalerhöhungen in Insolvenzplanverfahren entwickelt, die der Dogmatik des Insolvenz- und Gesellschaftsrechts entspricht und zugleich praktisch anwendbar und ökonomisch überzeugend ist.

Als Grundlage hierfür werden zunächst die Charakteristika der Unternehmenskrise, der Insolvenzsituation und die Sanierungsmöglichkeiten mit ihren wirtschaftlichen und rechtlichen Besonderheiten skizziert. Der Schwerpunkt des Grundlagenteils liegt auf dem Insolvenzplan und der Umsetzung des in einen Plan integrierten, d.h. eines im Kontext der übrigen im Plan vorgesehenen Sanierungsmaßnahmen gemäß den allgemeinen Regeln der Kapitalerhöhung durchzuführenden Debt-Equity Swaps. Dabei werden die Unterschiede der Einlage von voll werthaltigen und nicht voll werthaltigen Forderungen herausgearbeitet.

Der eigenen Lösung vorangestellt, ist eine eingehende Darstellung, Analyse und kritische Diskussion der im Schrifttum zur Frage des Ansatzes der Inferentenforderung beim Debt-Equity Swap vertretenen Meinungen. Die verschiedenen Auffassungen werden in Hauptgruppen wie folgt zusammengefaßt: Ansatzes der Inferentenforderung in Höhe der Liquidationsquote, Ansatz mit der Fortführungsquote, Ansatz des jeweils höheren Betrags von Liquidations- oder Fortführungsquote (Alternativansatz), Ansatz mit der für die übrigen Gläubiger vorgesehenen Quote bzw. Ansatz gemäß Festsetzung im Plan (Quoten-/Verhandlungsansatz), Berechnung nach den Grundsätzen der Neutralisierungsthese, Orientierung des Ansatzes an dem Wert des durch den Swap zu erlangenden Geschäftsanteils, kein Ansatz mangels fehlender gesetzlicher Fiktion, Ansatz mit dem Nennwert der Forderung und schließlich Ansatz mit dem „objektiven“ („wahren“) Wert. Die Meinungen und Argumente werden dargelegt, auf ihre Implikationen und Tragfähigkeit hin untersucht sowie in Hinblick auf Schlüssigkeit, Prämissen und Konsequenzen beurteilt, was die Analyse einschließt, wie sie sich mit den dogmatischen Grundlagen und Prinzipien des Gesellschafts- und Insolvenzrechts vertragen. Bisher hat sich keine der in der Literatur vorgeschlagenen Auffassungen durchgesetzt, da sich teilweise Konflikte beispielsweise mit den Grundsätzen der realen Kapitalaufbringung ergeben oder praktisch-ökonomische Aspekte der Anwendbarkeit entgegenstehen. Folglich bedarf es einer praktikablen, widerspruchsfreien und mit den gesellschafts- und insolvenzrechtlichen Rechtsgrundsätzen im Einklang stehenden Methode zur Berechnung des Ansatzes der Inferentenforderung.

Die vorliegende Lösung für den Ansatz der Inferentenforderung bei Debt-Equity Swaps im Insolvenzplanverfahren wird auf der Grundlage einer Fundamentalanalyse des Begriffs von

Gesellschaftskapital und der Sacheinlage bei Kapitalerhöhungen entwickelt. Sie berücksichtigt die spezielle Konstellationen, dass die Einlagegesellschaft zugleich die Schuldnerin der einzulegenden Forderung und dass die Kapitalmaßnahme in den Insolvenzplan integriert ist, weswegen sich der Wert der Forderung als Einlage und der Wert der Gesellschaft wie auch Plan und Swap gegenseitig bedingen.

Anders als bei einer (Bar-)Einlage in das Aktivvermögen kann bei einem Debt-Equity Swap die Mehrung des Gesellschaftskapitals und damit der Wert der Forderungseinlage nur durch die Feststellung ermittelt werden, in welcher Höhe vorhandenes Gesellschaftsvermögen durch den Schuldnerlaß freigesetzt, d.h. „entstrickt“ bzw. „enthaftet“ wird. Weil kein außerhalb der Gesellschaft liegendes Vermögen „hinzuaddiert“ wird und weil es nicht zu einer Auszahlung an den Inferenten als Gläubiger kommt, mithin der Einlagegegenstand nie außerhalb der Gesellschaft existiert, kann der Wert des Forderungsverzichts nicht durch einen isolierten Drittvergleich des Einlagegegenstands i.S.d. Marktwerts der Forderung, einer Liquiditätsbetrachtung i.S.d. Bonität oder einer (fiktiven) Quotenzahlung ermittelt werden. Vielmehr kommt es entscheidend auf die Vermögensumschichtung innerhalb der Gesellschaft an. Dementsprechend steht im Zentrum der Betrachtung die Frage, inwieweit eine feststellbare Veränderung des Gesellschaftsvermögens durch die Einlage des Inferenten bewirkt wurde.

Durch die Verknüpfung von Insolvenzplan und Kapitalmaßnahmen werden sowohl die Vermögens- als auch die Kapital- und Gesellschafterverhältnisse denklologisch gleichzeitig neu geregelt. Sie dürfen daher nicht getrennt voneinander betrachtet werden, denn die Einlage und damit auch die Wertbestimmung der Inferentenforderung setzen einen wirksamen Insolvenzplan voraus. Gäbe es keinen beschlossenen und rechtswirksamen Plan, käme es nicht zu einer Einlage und der Notwendigkeit ihrer Bewertung. Indem aber zum Zeitpunkt der Einlage ein rechtskräftiger Insolvenzplan vorliegt, der mit absoluter Wirkung für und gegen jeden wirkt, muß sein Regelungsinhalt auch bei der Vermögensbetrachtung beachtet werden. Deshalb sind sowohl der Wert des vorhandenen Gesellschaftsvermögens als auch der Wert der abzusetzenden Verbindlichkeiten, mithin der Wert des Eigenkapitals einerseits und die zu berücksichtigende Höhe der Inferentenforderung andererseits auf der Grundlage des Insolvenzplans zu bestimmen.

Die Einlageforderung ist bis zur Höhe ihrer Feststellung zur Insolvenztabelle werthaltig, soweit das freie Gesellschaftsvermögen im Sinne des Barwerts des Eigenkapitals der durch und gemäß Insolvenzplan sanierten Gesellschaft diesen Betrag erreicht. Dementsprechend kann der Ansatz der Inferentenforderung bis zur Höhe des durch den Swap freigesetzten Sanierungswerts erfolgen und die Einlage kann bis zu dieser Höhe auf junges Nominalkapital angerechnet werden. In Abgrenzung zu anderen, im Schrifttum vertretenen Auffassungen und den dort verwendeten Thesenbezeichnungen, wird der Lösungsvorschlag dieser Arbeit als Ansatz der Inferentenforderung in der Höhe des „*freigesetzten Sanierungswerts*“ bezeichnet.

Dabei weist der Begriff „Sanierungswert“ auf das durch die Insolvenzplansanierung geschaffene freie Vermögen hin, was den Debt-Equity Swap als finanzwirtschaftliche Sanierungsmaßnahme einschließt. Das „Freisetzen“ drückt die notwendige Kausalität aus, dass von dem vorhandenen Vermögen nur derjenige Teil als durch die Einlage erbracht angesehen werden kann, der dem Inferenten verhaftet war und ohne den Swap auch verhaftet geblieben wäre. Deshalb ist der Ansatz der Inferentenforderung durch die Höhe des (überhaupt enthaftbaren) Eigenkapitals einerseits und durch die Feststellung der Forderung des Inferenten zur Insolvenztabelle andererseits doppelt limitiert.

Zur Berechnung des Eigenkapitalwerts eignet sich insbesondere die sog. Equity-Methode, mit der der Nettowert der sanierten Gesellschaft bestimmt werden kann. Der Wert des Eigenkapitals nach der Einlage entspricht dem diskontierten Rückfluß von Mitteln an die Gesellschafter und damit dem Barwert des künftigen freien Cash-Flows. Die für die Berechnung erforderlichen Daten sind den in den darstellenden und gestaltenden Teilen des Insolvenzplans getroffenen Feststellungen und den beigefügten Finanzplanungen unmittelbar zu entnehmen. Sie müssen mit den dort getroffenen Aussagen und Annahmen übereinstimmen. Dies hat den Vorteil, dass eine konsistente Bewertung des Vermögens erfolgt und zwar sowohl bei der Berechnung der Ergebnisse für die Gläubiger im Insolvenzplanverfahren einschließlich der vorzunehmenden Vergleichsrechnungen zwischen den Gläubigergruppen im Vergleich zum Regelinsolvenzverfahren aber eben auch für den Debt-Equity Swap und die Kapitalmaßnahme. Es kann daher keine Differenzen hinsichtlich der Datengrundlage und des Zahlenwerks im Planverfahren, bei den plangenehmigen Entscheidungen des Insolvenzgerichts und bei den Entscheidungen des Registergerichts im Zuge der Kapitalmaßnahmen geben, was sowohl für die Beteiligten vorteilhaft ist, als auch bei der Beurteilung in Rechtsmittelverfahren relevant sein kann. Der so ermittelte Barwert des Eigenkapitals nach der Plansanierung berücksichtigt den Erlaß der Einlageforderung durch den Inferenten, die im Plan ausgesprochenen oder zwangsweise geregelten Verzichte der übrigen Beteiligten und den Geschäftsbetrieb gemäß Insolvenzplan gleichermaßen.

Alleinstellungsmerkmal des Ansatzes der Inferentenforderung in Höhe des freigesetzten Sanierungswerts ist, dass der Wert der Forderungseinlage nicht nur *objektiv*, d.h. anhand allgemeiner Wertmaßstäbe mit Referenz außerhalb des Kreises der am Swap Beteiligten, mithin zirkelschlussfrei festgestellt wird sondern auch mit Bezug auf den konkreten, aktuellen Vermögensstatus der plansanierten Einlagegesellschaft. Dementsprechend gibt es keine Diskrepanz zu den festgestellten Vermögenswerten, die Grundlage für die Gestaltung der Plansanierung sind. Deshalb ist es nicht nur legitim, sondern zwingend, die Feststellung des Werts der Forderungseinlage auf der Grundlage des geplanten Sanierungsergebnisses vorzunehmen. Dies ist geboten, weil es sich nicht um eine zufällige oder beiläufige Korrelation handelt, sondern der Plan eine notwendige Bedingung für den Debt-Equity Swap ist.

Vor dem Hintergrund, dass der Ansatz der Inferentenforderung in Höhe des *freigesetzten Sanierungswerts* methodisch sicherstellt, dass nach der Einlage neues positives Nettogesellschaftsvermögen und damit auch ausweisbares Eigenkapital mindestens in der angesetzten Höhe zur Verfügung steht, drängt sich die Frage auf, ob es dann überhaupt eines Differenzhaftungsausschlusses bedarf bzw. ob der § 254 Abs. 4 InsO nicht sogar gegen die *Sanierungswert-Lösung* spricht, weil er (vermeintlich) überflüssig wäre. Hier zeigt die Untersuchung, dass sich der extra neu eingeführte gesetzliche Haftungsausschluß und die *Sanierungswert-Lösung* in idealer Weise ergänzen. Denn bei einem Debt-Equity Swap im Rahmen eines Insolvenzplans hat der Inferent den Einlagegegenstand nicht unter seiner alleinigen Kontrolle. Vielmehr hängen der Wert der Einlage und damit auch das Risiko einer Differenz zwischen Einlagewert und Kapitalübernahme davon ab, ob die Gesellschaft erfolgreich saniert wird und inwieweit sich unvermeidliche Prognoserisiken bei der Bewertung gerade auch vor dem Hintergrund einer „Turnaround“-Situation realisieren. Der Differenzhaftungsausschluß verhindert, dass das der Sanierungssituation typischerweise innewohnende, spezifische Prognoserisiko, welches sich bei jeder, d.h. auch bei der hier vorgestellten, Berechnungsmethode verwirklichen kann, einseitig auf den Inferenten verlagert wird.

Die Untersuchung berücksichtigt zudem Konstellationen, dass mehrere Insolvenzgläubiger parallel Debt-Equity Swaps vornehmen wollen, dass (auch) Ansprüche anderer Rangklassen (z.B. vorrangige Masseschuldansprüche, nachrangige Gesellschafterdarlehen) eingelegt werden und dass zugleich Drittinvestoren in die Gesellschaft eintreten.