

**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 vielfmals 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 letzttrangige 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) Insolvenzhliche 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 Anteilserwerbs	288
(3) Zeitpunkt des Anteilserwerbs	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 Gesetzgebungsver-	
fahren	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 marktbereinigend. 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; *Hölzle*, 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.