

Schriftenreihe für Gesellschafts-, Steuer- und Insolvenzrecht ■ Band 3

Hrsg.: Dr. J. N. Bittermann ■ Dr. S. Brinkmann ■ Dr. J. Lau

Johannes Lau

**Der Debt-Equity-Swap als Übernahmement
im eigenverwalteten Insolvenzplanverfahren**

OPTIMUS

Der Debt-Equity-Swap als Übernahmearument im eigenverwalteten Insolvenzplanverfahren

Dissertation

zur Erlangung des Doktorgrades

**des Fachbereichs Rechtswissenschaften
der Universität Osnabrück**

vorgelegt von

Johannes Lau

aus

Thuine

Osnabrück, 2016

Bibliografische Information der Deutschen Bibliothek

Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.ddb.de> abrufbar.

Lau, Johannes:

Der Debt-Equity-Swap als Übernahmeinstrument im eigenverwalteten Insolvenzplanverfahren
ISBN 978-3-86376-191-2

Berichterstatter: Herr Prof. Dr. Lars Leuschner

Mitberichterstatter: Herr Prof. Dr. Ulrich Foerste

Tag der mündlichen Prüfung: 31. August 2016

Schriftenreihe für Gesellschafts-, Steuer- und Insolvenzrecht ▪ Band 3

Hrsg.: Dr. J. N. Bittermann ▪ Dr. S. Brinkmann ▪ Dr. J. Lau

Alle Rechte vorbehalten

1. Auflage 2016

© Optimus Verlag, Göttingen

URL: www.optimus-verlag.de

Printed in Germany

Papier ist FSC zertifiziert (holzfrei, chlorfrei und säurefrei,
sowie alterungsbeständig nach ANSI 3948 und ISO 9706)

Das Werk, einschließlich aller seiner Teile, ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes in Deutschland ist ohne Zustimmung des Verlages unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Meinen Eltern

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Sommersemester 2016 von der Juristischen Fakultät der Universität Osnabrück als Dissertation angenommen.

Die mündliche Prüfung fand am 31. August 2016 statt.

Mein Dank gilt meinem Doktorvater, Herrn Prof. Dr. Lars Leuschner, der mir mit wertvollem Rat und konstruktiven Anregungen zur Seite stand.

Herrn Prof. Dr. Ulrich Foerste möchte ich besonders für die Erstellung seines Zweitgutachtens danken.

Mein Dank richtet sich auch an die Hanns-Seidel-Stiftung, die dieses Promotionsvorhaben über den gesamten Zeitraum hinweg mit einem Stipendium aus Mitteln des Bundesministeriums für Bildung und Forschung (BMBF) gefördert hat.

Weiterer herzlicher Dank gilt meinem Patenonkel für dessen ebenfalls durchgängige Unterstützung.

In besonderem Maße bedanke ich mich bei meinen Eltern, die mir diese Ausbildung ermöglicht und mich auf meinem bisherigen Lebensweg vorbehaltlos unterstützt und gefördert haben.

Düsseldorf, September 2016

Johannes Lau

Inhaltsübersicht

Inhaltsverzeichnis	III
§ 1 Einleitung.....	1
I. Einführung	1
II. Gang der Arbeit.....	3
§ 2 Grundlagen des Debt-Equity-Swaps	7
I. Einführung und Begriffsbestimmung	7
II. Wirtschaftlicher Hintergrund	12
III. Abgrenzung des Debt-Equity-Swap zur übertragenden Sanierung	18
IV. Gesellschaftsrechtliche Umsetzung	21
V. Verhältnis zum Insolvenzverfahren	25
VI. Zwischenergebnis.....	31
§ 3 Der Debt-Equity-Swap in der Insolvenz	33
I. Regelinsolvenzverfahren.....	33
II. Das reformierte Insolvenzplanverfahren.....	34
III. Praktische Nutzbarmachung der Eigenverwaltung.....	37
IV. Praktische Nutzbarmachung des Debt-Equity-Swaps	43
V. Zwischenergebnis.....	46
§ 4 Erste Erfahrungen unter dem neuen Recht	49
I. ESUG-Studien/Stimmen zum Reformerfolg	49
II. Erste praktische Anwendungsfälle.....	52
III. Lehren aus den ersten Verfahren	60

§ 5 Gesellschafterstellung und Bewertungsfragen im Planverfahren	63
I. Einführung in die Problemstellungen	63
II. Vereinbarkeit mit höherrangigem Recht.....	64
III. Voraussetzungen und Reichweite des Bezugsrechtsausschlusses	72
IV. Forderungsbewertung im Rahmen der Sacheinlage	79
§ 6 Der Debt-Equity-Swap als Übernahmeargument.....	93
I. Grundlagen der sanierenden Übernahme.....	93
II. Strategische Nutzung der reformierten Eigenverwaltung.....	104
III. Strategische Insolvenzplanerstellung.....	112
IV. Eingriff in eine schuldnereitig initiierte Eigensanierung	118
V. Kritik am Status quo	131
§ 7 Fazit	143
Literaturverzeichnis	147

Inhaltsverzeichnis

§ 1 Einleitung	1
I. Einführung	1
II. Gang der Arbeit.....	3
§ 2 Grundlagen des Debt-Equity-Swaps	7
I. Einführung und Begriffsbestimmung	7
1. Funktionsweise	7
2. Historische Entwicklung.....	9
3. Varianten/Erscheinungsformen	10
II. Wirtschaftlicher Hintergrund	12
1. Krisenbegriff.....	13
2. Handlungsmöglichkeiten	15
a) Terminologie der Unternehmenssanierung	15
b) Liquidation des Unternehmens („Zerschlagung“).....	16
c) Fortführung des Unternehmens(-trägers).....	16
III. Abgrenzung des Debt-Equity-Swap zur übertragenden Sanierung.....	18
1. Vorteile der übertragenden Sanierung.....	19
2. Nachteile der übertragenden Sanierung.....	19
IV. Gesellschaftsrechtliche Umsetzung	21
1. Kapitalherabsetzung.....	21
2. Kapitalerhöhung gegen Sacheinlagen.....	22
3. Barkapitalerhöhung auf gesetzlichen Mindestbetrag	23
4. Bezugsrechtsausschluss	23
5. Sanierungsblockadepotential der Altgesellschafter.....	24
V. Verhältnis zum Insolvenzverfahren	25

1. Freie/außergerichtliche Sanierung	25
2. Sanierung im Insolvenzverfahren	27
a) Situation vor der Insolvenzrechtsreform	27
b) Reform des Insolvenzrechts und Reformziele	29
VI. Zwischenergebnis.....	31
§ 3 Der Debt-Equity-Swap in der Insolvenz	33
I. Regelinsolvenzverfahren.....	33
II. Das reformierte Insolvenzplanverfahren.....	34
1. Rechtsnatur des Insolvenzplans	34
2. Gegenstand des Insolvenzplans	35
3. Verfahrensablauf.....	36
III. Praktische Nutzbarmachung der Eigenverwaltung.....	37
1. Vorläufige Eigenverwaltung (§ 270a InsO)	38
2. Verfahren zur Vorbereitung einer Sanierung (§ 270b InsO).....	39
3. Stellung des Gläubigerausschusses.....	40
4. Stellung des Sachwalters	41
5. Beraterbeteiligung und Sanierungsgeschäftsführer	42
IV. Praktische Nutzbarmachung des Debt-Equity-Swaps	43
1. Einbeziehung der Anteilsrechte in den Insolvenzplan	43
2. Ausweitung des Obstruktionsverbots	44
3. Eingeschränkte Rechtsschutzmöglichkeiten.....	45
4. Zusätzliche Umsetzungserleichterungen	46
V. Zwischenergebnis.....	46
§ 4 Erste Erfahrungen unter dem neuen Recht	49
I. ESUG-Studien/Stimmen zum Reformersfolg	49
II. Erste praktische Anwendungsfälle.....	52
1. Pfeleiderer AG	52
2. Suhrkamp Verlag GmbH & Co. KG.....	55
3. SIAG Schaaf Industrie AG	56

4. centrotherm photovoltaics AG.....	57
5. IVG Immobilien AG.....	58
6. Prokon Regenerative Energien GmbH	59
III. Lehren aus den ersten Verfahren	60
§ 5 Geschafterstellung und Bewertungsfragen im Planverfahren.....	63
I. Einführung in die Problemstellungen	63
II. Vereinbarkeit mit höherrangigem Recht.....	64
1. Verfassungsrechtliche Vorgaben	64
2. Europarechtliche Vorgaben	66
3. Entschädigung der Anteilsinhaber.....	67
a) Anteilsbewertung nach Liquidationswerten.....	67
b) Berücksichtigung von Fortführungswerten	68
c) Börsenwert als Berechnungsgrundlage	69
d) Stellungnahme	70
4. Zwischenergebnis	71
III. Voraussetzungen und Reichweite des Bezugsrechtsausschlusses.....	72
1. Gesellschaftsrechtliche Begründung eines Bezugsrechts.....	72
a) § 225a Abs. 3 InsO als Rechtsgrundverweis.....	72
b) Zumindest Beteiligungsrecht an Barkapitalerhöhung	73
2. Insolvenzrechtliche Überlagerung des Gesellschaftsrechts.....	74
3. Stellungnahme	76
4. Zwischenergebnis	79
IV. Forderungsbewertung im Rahmen der Sacheinlage	79
1. Tatsächlicher wirtschaftlicher Wert.....	80
a) Fortführungswerte als Berechnungsgrundlage.....	81
b) Liquidationswerte als Berechnungsgrundlage	82
2. Debt-Equity-Swap zum Nennwert.....	82
a) Bilanzielle Betrachtungsweise	84
b) Praktische Argumente für eine Nennwerteinbringung.....	86

3. Stellungnahme	86
4. Zwischenergebnis	91
§ 6 Der Debt-Equity-Swap als Übernahmeargument.....	93
I. Grundlagen der sanierenden Übernahme.....	93
1. Einführung	93
2. Motive/Interessenlage der Beteiligten	94
3. Übernahmeargument.....	96
4. Distressed Debt Investing.....	97
5. Einflussnahme durch Forderungserwerb	100
a) Forderungsarten und Besicherungsstufen	100
b) Financial Covenants	101
c) Gläubigerkooperation.....	102
6. Zwischenergebnis	103
II. Strategische Nutzung der reformierten Eigenverwaltung.....	104
1. Platzierung eigener Berater.....	105
a) Chief Restructuring Officer als Eigenverwalter.....	106
b) Einflussnahme auf das Management.....	107
2. Gläubigerausschussmitbestimmungsrecht.....	107
a) Steuerung der Ausschussgröße.....	108
b) Stellungnahme	109
3. Auswahl und Kontrolle des Sachwalters	110
4. Stellung des Insolvenzgerichts	111
5. Zwischenergebnis	111
III. Strategische Insolvenzplanerstellung.....	112
1. Planvorlageberechtigung	112
2. Gruppeneinteilungsrecht.....	113
a) Strategische Gruppenstärke.....	115
b) Nutzung der Zustimmungsfiktionen.....	116
c) Erhöhung der Zustimmungsqute durch Zukauf	116

d) Missbrauchsgrenze und gerichtliche Kontrolle.....	117
3. Zwischenergebnis	118
IV. Eingriff in eine schuldnerseitig initiierte Eigenanierung	118
1. Geänderte Motive der schuldnerseitig Beteiligten	118
2. Einflussnahme vor Antragstellung	121
a) Mittelbare Einflussnahme auf die Insolvenzantragstellung	122
b) Erleichterter Zugang zur Eigenverwaltung über § 270b InsO	124
3. Einflussnahme nach Eigenantrag und Verfahrenseröffnung	125
a) Einflussnahme auf bestellten Gläubigerausschuss	125
b) Vorlage konkurrierender Insolvenzpläne	126
c) Einflussnahme auf einen Schuldnerplan	127
4. Abwehrstrategien	128
5. Zwischenergebnis	130
V. Kritik am Status quo	131
1. Missbrauch des Schutzschirmverfahrens.....	131
2. Reichweite des Beratereinflusses	133
3. Kritik am Vorbild des Chapter 11	133
4. Forderung eines außerinsolvenzlichen Sanierungsverfahrens.....	134
5. Reform des Sanierungssteuerrechts.....	134
6. Stellungnahme	136
§ 7 Fazit	143
Literaturverzeichnis	147