

金融商事法ワーキングペーパー・シリーズ

2014-3

**Debt-Equity-Swap und Debt-Debt-Swap im  
deutschen Aktien-, Schuldverschreibungs- und Insolvenzrecht**

Professor Dr. Peter O. Mülbert  
Fachbereich Rechts- und Wirtschaftswissenschaften  
Johannes Gutenberg-Universität Mainz

December 2013

寄付講座「グローバル証券市場法」

東京大学大学院法学政治学研究科

2014-3

**Debt-Equity-Swap und Debt-Debt-Swap im  
deutschen Aktien-, Schuldverschreibungs- und Insolvenzrecht**

Professor Dr. Peter O. Mülbert  
Fachbereich Rechts- und Wirtschaftswissenschaften  
Johannes Gutenberg-Universität Mainz

December 2013

寄付講座「グローバル証券市場法」

東京大学大学院法学政治学研究科  
東京都文京区本郷 7-3-1

<http://www.securities.j.u-tokyo.ac.jp/>

# Debt-Equity-Swap und Debt-Debt-Swap im deutschen Aktien-, Schuldverschreibungs- und Insolvenzrecht

## Inhalt

- I. Einleitung
- II. Debt-Equity-Swap
  1. Ökonomisches Umfeld
  2. Aktienrechtliche Rahmenbedingungen
    - a) Sachkapitalerhöhung als Transaktionsrahmen
    - b) Kapitalerhöhungsbeschluss der Hauptversammlung
    - c) Das Bezugsrecht der Alt-Aktionäre und dessen Ausschluss
    - d) Bewertung der einzubringenden Forderung
    - e) Fazit
  3. Debt-Equity-Swap bei Anleiheforderungen
    - a) Gläubigerstruktur als potenzielles Sanierungshindernis
    - b) Organisation der Anleihegläubigerschaft nach SchVG 2009
      - aa) Kollektive Willensbildung und gemeinsame Vertretung der Anleihegläubigerschaft
      - bb) Verhältnis zu den aktienrechtlichen Vorgaben
    - c) Fazit
  4. Debt-Equity-Swap im Insolvenzplanverfahren
    - a) Insolvenzplanverfahren als prozeduraler Rahmen
    - b) Einbeziehung der Anteilseignerrechte in den Insolvenzplan – Bedeutung und Konsequenzen für Gläubiger und Aktionäre
      - aa) Auswirkungen auf die Willensbildung der Beteiligten
        - (1) Abstimmung über den Insolvenzplan statt Beschlussfassung der Hauptversammlung
        - (2) Zustimmung der einfachen Aktionärsmehrheit
        - (3) Das Obstruktionsverbot – Debt-Equity-Swap gegen Aktionärsmehrheit
        - (4) Kein Debt-Equity-Swap gegen den Willen der Gläubiger
      - bb) Bezugsrechtsausschluss im Insolvenzplan
        - (1) Ermöglichung eines „insolvenzrechtlichen Squeeze-Out“?
        - (2) Missbrauchspotentiale im Verhältnis Mehrheits-/Minderheitsgesellschafter
      - cc) Ausschluss der Differenzhaftung
    - c) Fazit
- III. Debt-Debt-Swap durch Anleiheumtausch
  1. Problemstellung
  2. Anleiheumtausch nach SchVG 2009
  3. Debt-Debt-Swap im Insolvenzplanverfahren
  4. Fazit

## I. Einleitung

In Unternehmenskrisen besteht regelmäßig Bedarf für effektive Restrukturierungsmaßnahmen, die eine substanzielle Entschuldung der Gesellschaft und eine Reduzierung der mit einer hohen Fremdverschuldung verbundenen Belastungen bewirken. Ein international bewährtes Instrument zur bilanziellen Sanierung ist der sogenannte Debt-Equity-Swap, also der „Tausch“ von Gläubigerforderungen gegen eine Beteiligung an der betroffenen Gesellschaft, um eine Umwandlung von Fremd- in Eigenkapital herbeizuführen. In Betracht kommen hierfür sowohl Kreditforderungen und Forderungen aus Lieferung oder Leistung als auch Anleiheforderungen, die vor allem bei börsennotierten Gesellschaften einen erheblichen Anteil der Fremdverschuldung bilden können. Für Anleiheforderungen kennt die Praxis daneben ein zweites Restrukturierungsmodell in Form von Anleihe-Umtauschprogrammen, bei denen begebene Schuldverschreibungen durch neue Papiere ersetzt werden, und zwar zu veränderten – die Schuldnerin weniger belastenden – Konditionen (Debt-Debt-Swap).

Mit derartigen Restrukturierungsmaßnahmen verbinden sich vielfältige Rechtsprobleme, insbesondere, aber nicht ausschließlich, gesellschafts- bzw. aktienrechtliche Fragestellungen. In Deutschland hat sich das rechtliche Umfeld für Unternehmenssanierungen, was die Restrukturierung von Fremdkapitalpositionen anbelangt, in jüngerer Zeit vor allem durch zwei Gesetzesnovellen fortentwickelt: zum einen durch die Neufassung des Schuldverschreibungsgesetzes (**SchVG** - Gesetz über Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen vom 31. Juli 2009 (BGBl. I S. 2515), hierzu RegE SchVG BT-Drucks. 16/12814) im Jahre 2009, zum anderen durch das Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen (**ESUG** - BGBl. I S. 2582,

hierzu RegE ESUG BT-Drucks. 17/5712) aus dem Jahr 2012 mit Änderungen im Insolvenzrecht.

Vor diesem Hintergrund sollen im Folgenden die rechtlichen Rahmenbedingungen für einen Debt-Equity-Swap unter dem Blickwinkel des deutschen Aktien-, Schuldverschreibungs- und Insolvenzrechts näher beleuchtet werden (II.), um abschließend knapp einige rechtliche Aspekte des Debt-Debt-Swap beim Anleiheumtausch anzusprechen (III.).

## **II. Debt-Equity-Swap**

### **1. Ökonomisches Umfeld**

Die einen Debt-Equity-Swap kennzeichnende Umwandlung von Fremdkapital in Eigenkapital ist eine Maßnahme zur rein bilanziellen Restrukturierung, die für sich genommen ohne Zuführung neuer Liquidität auskommt. Die Gläubiger tauschen ihre gegen die Gesellschaft bestehenden Forderungen im Rahmen einer Kapitalerhöhung gegen Gewährung von Gesellschaftsanteilen ein. Folge der hierdurch bewirkten „Buchsanierung“ ist die mit einer Erhöhung der Eigenkapitalquote einhergehende Beseitigung oder Verringerung einer eventuell bestehenden Überschuldung der Gesellschaft sowie die Senkung von Fremdkapitalkosten durch die Reduzierung der Tilgungs- und Zinslast.

Die am Debt-Equity-Swap teilnehmenden Gläubiger verlieren durch die Transaktion zwar ihre Forderungspositionen, erhalten dafür aber die Chance, im Falle der erfolgreichen Sanierung an einer positiven Entwicklung des Unternehmenswertes vollumfänglich zu partizipieren; der damit erzielbare Sanierungsgewinn kann den Wert der ursprünglichen Forderung nebst Zinsen sogar übersteigen. Eine solche Strategie wird sich aus Sicht der Gläubiger – und zwar insbesondere solcher, deren Forderungen nicht oder nur unzureichend besichert sind – dann anbieten, wenn sie den Fortführungswert der

Gesellschaft höher einschätzen als deren Zerschlagungswert. Dieses Gewinnpotential machen sich Finanzinvestoren zu Nutze, indem sie Forderungen gegen Krisenunternehmen (*distressed debt*) strategisch erwerben, und zwar mit deutlichen Abschlägen vom Nominalwert, um sich sodann im Wege eines Debt-Equity-Swap eine wesentliche Beteiligung am Unternehmen zu sichern („*Loan to Own*“).

## 2. Aktienrechtliche Rahmenbedingungen

Der Debt-Equity-Swap wirkt sich unmittelbar auf die Kapital- und Anteilseignerstruktur einer Gesellschaft aus und wirft daher primär gesellschaftsrechtliche Probleme auf, die im Aktienrecht besonders deutlich hervortreten. Die gesellschaftsrechtlichen Rahmenbedingungen einer Debt-Equity-Transaktion werden daher im Folgenden für das Aktienrecht beleuchtet, sind im aber vor allem im Recht der GmbH weitestgehend parallel gelagert.

### a) Sachkapitalerhöhung als Transaktionsrahmen

Rechtstechnisch erfolgt ein Debt-Equity-Swap durch eine Sachkapitalerhöhung, in deren Rahmen die Gläubiger ihre Forderungen gegen Zeichnung neuer Aktien als Sacheinlage in die Gesellschaft einbringen. Die Einlageleistung erfolgt dabei durch den Abschluss eines Erlassvertrags oder indem der Gläubiger seine Forderung an die Gesellschaft abtritt, wodurch die Forderung durch Konfusion erlischt.

In der Restrukturierungspraxis wird eine Kapitalerhöhung oftmals in Kombination mit einer vorgelagerten Kapitalherabsetzung durchgeführt, um dadurch einen effektiv sanierenden **Kapitalschnitt** zu bewirken. Dies ist insbesondere bei Bestehen einer Unterbilanz angezeigt, wenn also das Reinvermögen der Gesellschaft die Grundkapitalziffer nicht mehr deckt, denn in dieser Situation lässt sich die angestrebte Bilanzsanierung nur auf diesem Wege

zielgenau erreichen. Im Falle der Überschuldung ist hierfür oftmals sogar eine Kapitalherabsetzung auf „Null“ erforderlich.

#### **b) Kapitalerhöhungsbeschluss der Hauptversammlung**

Eine Sachkapitalerhöhung als Transaktionsrahmen eines Debt-Equity-Swap erfordert eine Änderung der statutarischen Grundkapitalziffer. Der entsprechende Kapitalerhöhungsbeschluss der Hauptversammlung muss neben der Höhe der Kapitaländerung unter anderem die als Sacheinlage einzubringende Forderung, die Person des Gläubigers sowie die Betragshöhe bzw. Anzahl der zu gewährenden Aktien konkret benennen. Die Beschlussfassung erfordert eine **qualifizierte Mehrheit**, die mindestens drei Viertel des bei der Beschlussfassung vertretenen Kapitals umfasst (§ 182 Abs. 1 S. 1 AktG).

Einer Aktionärsminorität, die ein Viertel des Kapitals hält, kommt damit ein nicht unerhebliches **Blockadepotential** zu. Unter Berufung auf die gesellschaftsrechtliche **Treuepflicht** erscheint zwar eine Zustimmungspflicht der (Minoritäts-)Aktionäre für den Fall denkbar, dass eine Insolvenz der Gesellschaft in Ermangelung realistischer Sanierungsalternativen allein durch die Durchführung des Debt-Equity-Swap abgewendet werden kann, also einer Situation, in der ein opponierendes Votum geradezu rechtsmissbräuchlich erschiene. Allerdings fehlt es den aktienrechtlichen Voraussetzungen für ein solches Mitwirkungsgebot bislang an hinreichender Konturenschärfe. Zudem besteht keine effektive Möglichkeit, diese Zustimmungspflicht mit der angesichts eines dringenden Restrukturierungsbedarfs erforderlichen Schnelligkeit gerichtlich zeitnah durchzusetzen. Insgesamt dürfte es sich bei der treuepflichtgestützten Zustimmungspflicht jedenfalls in Sanierungssituation um ein praktisch wenig wirksames Rechtsinstrument handeln.

Weitere **Transaktionsrisiken** für die Durchführung eines Debt-Equity-Swap resultieren aus den **Rechtsschutzmöglichkeiten** der Aktionäre. Die Erhebung einer Anfechtungsklage durch Aktionäre wegen formeller oder materieller Beschlussmängel bewirkt nämlich eine faktische Registersperre, weil der Registerrichter die konstitutive Eintragung des Kapitalerhöhungsbeschlusses in das Handelsregister aussetzen wird (§ 189 AktG). Zwar kann die Gesellschaft durch ein Vorgehen im Wege des so genannten gerichtlichen Freigabeverfahrens gemäß § 246a AktG versuchen, die Anfechtungsklage als faktisches Eintragungshindernis beiseite zu räumen. Jedoch dauert das Freigabeverfahren immerhin einige Monate und bei einem dringenden Restrukturierungsbedarf mithin immer noch zu lange.

### c) **Das Bezugsrecht der Alt-Aktionäre und dessen Ausschluss**

Alt-Aktionäre haben bei Durchführung einer Kapitalerhöhung grundsätzlich ein Recht auf quotale Zuteilung der neu geschaffenen Aktien (§ 186 Abs. 1 AktG), doch kann dieses Bezugsrecht mit dem Kapitalerhöhungsbeschluss gemäß § 186 Abs. 3 AktG ausgeschlossen werden. Für die Durchführung des Debt-Equity-Swap ist ein solcher Bezugsrechtsausschluss notwendig, um den Gläubigern im Gegenzug zur Einbringung ihrer Forderungen die jungen Aktien als Gegenleistung anbieten zu können.

Ein Bezugsrechtsausschluss erfordert neben der Einhaltung bestimmter formaler Erfordernisse und einer qualifizierten Beschlussmehrheit zudem eine sachliche Rechtfertigung nach Maßgabe der so genannten Kali und Salz-Kriterien, handelt es sich hierbei doch um einen nicht unerheblichen Eingriff in das Mitgliedschaftsrecht der Alt-Aktionäre. Eine **sachliche Rechtfertigung** in diesem Sinne verlangt, dass zur Verfolgung eines legitimen Zwecks ein Bezugsrechtsausschluss notwendig und die damit verbundene Beschneidung der Aktionärsrechte nicht unverhältnismäßig ist. Im Falle eines Debt-Equity-

Swap ist eine sachliche Rechtfertigung insbesondere dann bejahen, wenn allein die Gläubiger durch Einbringung ihrer Forderungen einen Sanierungsbeitrag zu leisten bereit sind, während die Alt-Aktionäre das zur Bedienung der Verbindlichkeiten erforderliche Kapital im Rahmen einer Barkapitalerhöhung nicht aufbringen wollen oder können.

In der Transaktionspraxis wird eine den Debt-Equity-Swap ermöglichende Sachkapitalerhöhung mit Bezugsrechtsausschluss oftmals mit einer Barkapitalerhöhung ohne Bezugsrechtsausschluss **kombiniert**. Dadurch lässt sich zum einen das Risiko einer Beschlussanfechtung reduzieren. Zum anderen erhöht dies die Wahrscheinlichkeit für eine Zustimmung der Aktionäre mit der erforderlichen Dreiviertel-Mehrheit (oben II.2.b.). Denn ein bloßer Kapitalschnitt mit vollständigem Bezugsrechtsausschluss würde dazu führen, dass die Alt-Aktionäre ihre Mitgliedschaft faktisch kompensationslos verlieren.

#### **d) Bewertung der einzubringenden Forderung**

Der Debt-Equity-Swap erfolgt – wie bereits unter II.2.a. ausgeführt – durch Einbringung der Forderung im Wege einer Sacheinlage. Der hierdurch bewirkte Wegfall der Verbindlichkeit betrifft bilanziell zwar ausschließlich die Passivseite, ist aktienrechtlich jedoch der Zuführung eines Vermögensgegenstandes in das Gesellschaftsvermögen gleichgestellt. Für die Ermittlung der Wertrelation zwischen gezeichnetem Kapital und einzubringender Sacheinlage verlangen die aktienrechtlichen Regeln über die effektive Aufbringung des geschuldeten Einlagekapitals – auch als Grundsatz der realen Kapitalaufbringung bezeichnet – eine Prüfung der Werthaltigkeit eines jeden Sacheinlagegegenstandes. Die einzubringenden Forderungen bedürfen folglich der Bewertung, wobei nach ganz herrschender Auffassung ihr **Zeitwert** maßgeblich ist, der mit ihrem Nennwert nicht identisch sein muss. Ein Abschlag vom Nennwert aufgrund mangelnder Vollwertigkeit einer Forderung wird vor allem dann geboten sein,

wenn die Gesellschaft überschuldet ist – wenn also das Nettoaktivvermögen kleiner ist als die Fremdverbindlichkeiten der Gesellschaft -, und dies dürfte bei einem geplanten Debt-Equity-Swap nicht selten der Fall sein.

Stellt sich nachträglich heraus – etwa in der Insolvenz nach einer fehlgeschlagenen Sanierung –, dass die Forderung im Zeitpunkt ihrer Einbringung überbewertet war, trifft den Inferenten eine verschuldensunabhängige **Differenzhaftung**. Ein Insolvenzverwalter kann also die Nachzahlung des Differenzbetrages zwischen dem angesetzten höheren und dem tatsächlichen niedrigeren Wert der Forderung verlangen. Die Folgen für die Neu-Aktionäre, also die ehemaligen Gläubiger, sind schwerwiegend: Aufgrund der gescheiterten Sanierung verlieren sie ihre Forderungswerte endgültig und müssen zudem noch einen Betrag an die Insolvenzmasse leisten.

#### **e) Fazit**

Die aktienrechtlichen Rahmenbedingungen einer Debt-Equity-Transaktion sind offenkundig komplex; einige weitere Detailfragen habe ich Ihnen bewusst erspart. Dass die erforderliche Sachkapitalerhöhung unter Ausschluss des Bezugsrechts der Alt-Aktionäre nicht unerhebliche Rechtsprobleme und Transaktionsrisiken mit sich bringt, dürfte aber deutlich geworden sein. Zum einen können die Aktionäre aufgrund des erforderlichen Bezugsrechtsausschlusses geneigt sein, ihre Zustimmung zu verweigern oder die Hauptversammlungsbeschlüsse – gegebenenfalls sogar missbräuchlich – anfechten. Zum anderen besteht für die swappenden Gläubiger aufgrund der Differenzhaftung im Falle einer Überbewertung der eingebrachten Forderungen ein erhebliches Risiko, das ihre Bereitschaft schmälern kann, sich an der Transaktion zu beteiligen.

### **3. Debt-Equity-Swap bei Anleiheforderungen**

Beim Debt-Equity-Swap unter Einbeziehung von Anleiheforderungen, also deren Umwandlung in Eigenkapital, ist die praktische und die rechtliche Ausgangslage noch schwieriger.

#### **a) Gläubigerstruktur als potenzielles Sanierungshindernis**

Beim Debt-Equity-Swap unter Einbeziehung von Anleiheforderungen bildet die Gläubigerstruktur vor allem im Falle börsennotierter Anleihen eine erste Herausforderung. Denn bei einer Vielzahl anonymer Gläubiger ist es der Gesellschaft praktisch kaum möglich, die einzelnen Gläubiger persönlich zu identifizieren. Für die Umsetzung eines Debt-Equity-Swap bedarf es jedoch gerade der Identifizierung aller Gläubiger, da sich die Transaktion ohne deren individuelle Mitwirkung oder gar gegen ihren Willen grundsätzlich nicht durchführen lässt.

Ferner kann die auch als „hold out“ bekannte Verhaltensrationale einzelner Gläubiger dazu führen, dass eine Debt-Equity-Transaktion scheitert. Ein aussichtsreiches Sanierungsverfahren des Anleiheschuldners im Wege einer Restrukturierung der Anleihen liegt zwar im Grundsatz im Interesse aller Gläubiger, dient eine solche Maßnahme doch letztlich dem wirtschaftlich bestmöglichen Erhalt ihrer Forderungswerte. Einzelne Anleihegläubiger könnten dennoch auch einem attraktiven Sanierungskonzept ihre Mitwirkung versagen, um mit ihren fortbestehenden Anleiheforderungen an den durch die swappenden Gläubiger geleisteten Sanierungsbeiträgen uneingeschränkt – und ohne eigenen Beitrag – zu partizipieren. Dieses Kalkül kann auch an sich mitwirkungswillige andere Anleihegläubiger von einer Mitwirkung abhalten. Auch spezifische Opportunismusrisiken auf Gläubigerseite können also der erfolgreichen Durchführung einer Debt-Equity-Transaktion entgegenstehen.

#### **b) Organisation der Anleihegläubigerschaft nach SchVG 2009**

Um diesen Problemen auf Seiten der Anleihegläubigerschaft zu begegnen, hat der deutsche Gesetzgeber das Schuldverschreibungsrecht im Jahre 2009 grundlegend überarbeitet. Ziel dieser Reform war es, die Erfolgchancen einer wirtschaftlich sinnvollen Anleiherestrukturierung durch eine effizientere Organisation der Anleihegläubigerschaft zu erhöhen, und zwar entgegen der früheren Rechtslage nicht nur bei unmittelbar bevorstehender Insolvenz, sondern generell beim Bestehen eines Restrukturierungsbedarfs. Zur Verwirklichung dieses Ziels erleichtert das neue SchVG die Bündelung der – prinzipiell homogenen – Interessen der Anleihegläubiger, um die Möglichkeiten einer kollektiven Willensbildung zu verbessern.

#### **aa) Kollektive Willensbildung und gemeinsame Vertretung der Anleihegläubigerschaft**

Insbesondere sieht § 5 SchVG nunmehr vor, dass die Anleihebedingungen auch durch **Mehrheitsbeschlüsse** der Anleihegläubiger geändert werden können, um eine Restrukturierung von Anleihen aus einer Gesamtemission zu ermöglichen. Das dahinter stehende Prinzip der **kollektiven Bindung** der Anleihegläubigerschaft beschränkt die individuelle Rechtsmacht einzelner Anleihegläubiger mit dem Ziel, die Durchsetzung ökonomisch sinnvoller Restrukturierungsmaßnahmen unter Wahrung gleicher Bedingungen für alle Anleihegläubiger zu ermöglichen (§ 4 SchVG). Ausdrücklich sieht das Gesetz in § 5 Abs. 3 Ziff. 5 Alt. 1 hierfür die Beschlussfassung über einen Debt-Equity-Swap als eine von mehreren denkbaren Restrukturierungsmaßnahmen vor.

Der erforderliche Mehrheitsbeschluss ist in einer **Gläubigerversammlung** zu fassen, die unter Wahrung einer Mindestfrist von 14 Tagen einzuberufen und im Übrigen dem Ablauf der Hauptversammlung einer Aktiengesellschaft nachgebildet ist (§§ 9 ff. SchVG). Als Alternative zu einer Präsenzversammlung besteht gemäß § 18 SchVG auch die Möglichkeit einer Abstimmung ohne

physische Anwesenheit der Gläubiger. Der Beschluss über die Durchführung eines Debt-Equity-Swap bedarf der Zustimmung von mindestens 75% der teilnehmenden Stimmrechte. Dieses Erfordernis einer **qualifizierten Mehrheit** erklärt sich daraus, dass diese Restrukturierungsmaßnahme den Wesensgehalt der Anleihen grundlegend umgestaltet (S. § 5 Abs. 4 S. 2 i.V.m. Abs. 3 Ziff. 5 SchVG). Einzelne Anleger können dem Beschluss wegen Verfahrens- und inhaltlicher Beschlussmängel widersprechen. Wird ihrem Widerspruch nicht abgeholfen, können sie eine Klage gerichtet auf Aufhebung des Gläubigerbeschlusses erheben (§20 SchVG).

Daneben erleichtert das SchVG die Bestellung eines **gemeinsamen Vertreters** der Gläubigerschaft (§ 7 SchVG). Dies erleichtert ein einheitliches Auftreten aller Gläubiger und verbessert die Rahmenbedingungen für effiziente Verhandlungen mit dem Anleiheschuldner.

Damit die beiden Rechtsinstitute zur Anwendung kommen können, müssen zwei grundlegende **Voraussetzungen** erfüllt sein:

- Die Anleihen müssen zum einen nach deutschem Recht begeben worden sind (§ 1 SchVG). Dabei ist es nunmehr unerheblich, ob der Anleiheschuldner seinen Sitz im In- oder Ausland hat. Nur Anleihen, die einem ausländischen Wertpapierstatut unterfallen, sind dem Anwendungsbereich des SchVG von vornherein entzogen.
- Zum anderen müssen die **Anleihebedingungen** eine Ermächtigung zu einer späteren Umstrukturierung der Anleihen von vornherein ausdrücklich vorsehen (§ 5 Abs. 1 SchVG). Das Erfordernis einer entsprechenden *Opt-In*-Klausel muss also bereits bei der Begebung der Anleihe Berücksichtigung finden.

## **bb) Verhältnis zu den aktienrechtlichen Vorgaben**

Was das Verhältnis zu den aktienrechtlichen Vorschriften anbelangt, gilt folgendes: Die Regeln des Schuldverschreibungsrechts betreffen allein die Organisation der Anleihegläubigerschaft. Sie ergänzen die aktienrechtlichen Anforderungen an die Durchführung eines Debt-Equity-Swap (hierzu bereits II.2.), ohne diese inhaltlich zu modifizieren. Die aktienrechtlich erforderliche Zustimmung der Alt-Aktionäre zu Kapitaländerungsmaßnahmen im Besonderen bleibt vom SchVG ganz unberührt.

#### **c) Fazit**

Das reformierte Schuldverschreibungsrecht trägt den Herausforderungen eines Debt-Equity-Swap unter Einbeziehung von Anleiheforderungen wirkungsvoll Rechnung. Die Möglichkeit einer mehrheitlichen Beschlussfassung, durch die alle Anleihegläubiger gebunden werden, und eine gemeinsamen Vertretung der Anleihegläubigerschaft erlauben eine effiziente Organisation und kollektive Interessenbündelung. Praktische Schwierigkeiten und dem Kollektivinteresse abträgliche Individualinteressen lassen sich dadurch sachgerecht überwinden.

#### **4. Debt-Equity-Swap im Insolvenzplanverfahren**

Für die Unternehmenssanierung in der Insolvenz stellt die Insolvenzordnung (InsO) in den §§ 217 ff. eigens das Insolvenzplanverfahren zur Verfügung. In der Praxis spielte dieses Verfahren bislang allerdings kaum eine Rolle. Die Reform des Insolvenzplanverfahrens durch das eingangs schon erwähnte **ESUG** aus dem Jahre 2012 könnte dies freilich ändern. Hierdurch wurde das Angebot insolvenzrechtlicher Restrukturierungsmöglichkeiten nämlich erheblich erweitert. Die Gesetzesnovelle zielte insbesondere darauf, eine in dieser Form bisher nicht bekannte **Verzahnung** des Insolvenzrechts mit dem Gesellschaftsrecht ins Werk zu setzen. Als Vorbild diente insoweit das Chapter-XI-Verfahren des U.S. Bankruptcy Code. Im Kern ging es um die Schaffung einer

rechtlichen Grundlage dafür, die Anteilsrechte an einer insolventen Gesellschaft künftig in das Insolvenzplanverfahren zum Zwecke einer Sanierung des Schuldners einbeziehen zu können (S. §§ 217 S. 2, 225a Abs. 1 InsO), um auf diese Weise wirtschaftlich sinnvolle Kapitalmaßnahmen wie einen Debt-Equity-Swap effektiver – und notfalls auch gegen den Willen der Alt-Gesellschafter – durchsetzen zu können.

#### **a) Insolvenzplanverfahren als prozeduraler Rahmen**

Ein Insolvenzplanverfahren setzt voraus, dass das Insolvenzgericht wegen Überschuldung oder (drohender) Zahlungsunfähigkeit der Gesellschaft gemäß §§ 16 ff. InsO ein formelles Insolvenzverfahren eröffnet. Der in diesem Verfahren vorzulegende Insolvenzplan kann ein vom gesetzlichen Regelinsolvenzverfahren abweichendes Abwicklungskonzept oder auch ein auf den Erhalt des Schuldners abzielendes **Sanierungskonzept** vorsehen, um so eine möglichst optimale gemeinschaftliche Befriedigung der Gläubiger zu erreichen (s. §§ 1, 217 InsO). Was die Aufstellung eines Insolvenzplans betrifft, kann der Gemeinschuldner einen solchen Plan mit dem Antrag auf Eröffnung des Insolvenzverfahrens einreichen – man spricht dann von einem prepackaged plan –, danach bleibt dies dem Insolvenzverwalter vorbehalten. Unabhängig vom Aufsteller bedarf ein Plan für sein Wirksamwerden der Genehmigung der Gläubiger – und je nachdem auch der Gesellschafter – sowie der Bestätigung durch das Insolvenzgericht.

#### **b) Einbeziehung der Anteilseignerrechte in den Insolvenzplan – Bedeutung und Konsequenzen für Gläubiger und Aktionäre**

Im Rahmen des Insolvenzplanverfahrens ist es nunmehr zulässig, auch Anteilseignerrechte einzubeziehen, und zwar mit unmittelbar (gesellschafts-) rechtsgestaltender Kraft. Die maßgebliche Neuregelung in § 225a Abs. 3 InsO

sieht vor, dass im Insolvenzplan jede Regelung getroffen werden kann, die gesellschaftsrechtlich zulässig ist. Die Umwandlung von Gläubigerforderungen in Anteils- oder Mitgliedsrechte am Schuldner, also ein Debt-Equity-Swap, wird als eine mögliche Gestaltungsvariante in § 225a Abs. 2 S. 1 InsO explizit hervorgehoben.

Dies lässt bereits erahnen, dass die vom ESUG eingeführte **Überlagerung** des Gesellschafts- durch das Insolvenzrecht in der Insolvenz einer Aktiengesellschaft tiefe Eingriffe in die Aktionärsrechte erlaubt. Die markantesten Auswirkungen dieses neuen Regelungsregimes möchte ich im Folgenden etwas ausführlicher vorstellen.

#### **aa) Auswirkungen auf die Willensbildung der Beteiligten**

Mit der Nennung des Debt-Equity-Swap als einem möglichen Sanierungsinstrument stellt das Gesetz klar, dass der Insolvenzplan alle hierzu notwendigen gesellschaftsrechtlichen Maßnahmen vorsehen kann, namentlich also eine Kapitalerhöhung in Verbindung mit der Leistung von Sacheinlagen (s. § 225a Abs. 2 S. 2 InsO). Nach allgemeinen aktienrechtlichen Grundsätzen bedürfen derartige Strukturmaßnahmen – wie unter II.2.b. ausgeführt – der Zustimmung der Hauptversammlung mit qualifizierter Mehrheit. Die Neuregelung durch das ESUG setzt an diesem Punkt an.

#### **(1) Abstimmung über den Insolvenzplan statt Beschlussfassung der Hauptversammlung**

Im Rahmen des Insolvenzplanverfahrens werden die aktienrechtlichen Regeln für die Beschlussfassung über die zur Durchführung eines Debt-Equity-Swap erforderlichen Kapitalmaßnahmen grundlegend verändert. Das kommt in § 254a Abs. 2 InsO deutlich zum Ausdruck. Werden in einem gerichtlich bestätigten Insolvenzplan die Aktionärsrechte einbezogen, so heißt es dort,

gelten alle im Plan vorgesehenen Aktionärsbeschlüsse als in der vorgeschriebenen Form abgegeben. Der gerichtlich bestätigte Insolvenzplan tritt also förmlich an die Stelle der aktienrechtlich vorgesehenen Hauptversammlungsbeschlüsse und macht diese entbehrlich. Das führt zur Frage, unter welchen Voraussetzungen ein Insolvenzplan bei Einbeziehung der Aktionärspositionen gerichtlich bestätigt werden kann.

## **(2) Zustimmung der einfachen Aktionärsmehrheit**

Bei Einbeziehung der Aktionärspositionen **verlagert** sich deren Willensbildung – unter Beschneidung der aktienrechtlichen Hauptversammlungszuständigkeiten – in das Insolvenz(plan)verfahren, indem die Aktionäre dort als eigenständige Beteiligengruppe neben den verschiedenen Gläubigergruppen in einem **Abstimmungstermin** über den vorgelegten Insolvenzplan votieren (§§ 222, 235, 243 InsO). Die Abstimmung erfolgt dabei gesondert innerhalb der einzelnen Beteiligengruppen, und zwar gemäß § 244 InsO nach dem **einfachen Mehrheitsprinzip**. Die Zustimmung der Aktionärsgruppe zum Insolvenzplan erfordert also die einfache Mehrheit der – nach Höhe der Kapitalbeteiligung zu bemessenden – Stimmen der Aktionäre, wobei etwaige gesellschaftsrechtliche Stimmrechtsbeschränkungen außer Betracht bleiben (§§ 238a, 244 Abs. 3 InsO). Hierdurch werden die aktienrechtlich zur Fassung eines Kapitalmaßnahmebeschlusses erforderlichen Mehrheits- und Stimmverhältnisse weitgehend außer Kraft gesetzt. Insbesondere ist es einer Aktionärsminderheit grundsätzlich nicht (mehr) möglich, einen im Insolvenzplan vorgesehenen Debt-Equity-Swap zu blockieren.

## **(3) Das Obstruktionsverbot – Debt-Equity-Swap gegen Aktionärsmehrheit**

Stimmt die Aktionärsmehrheit dem vorgelegten Insolvenzplan nicht zu, wird die fehlende Zustimmung gegebenenfalls durch das so genannte

Obstruktionsverbot überwunden. Dieses Rechtsinstitut ermöglicht es, einen wirtschaftlich sinnvollen Insolvenzplan trotz Verweigerung der Zustimmung einer Abstimmungsgruppe durchzusetzen. Zugrunde liegt das gesetzgeberische Motiv, missbräuchlichen Blockadestrategien einzelner Abstimmungsgruppen effektiv zu begegnen.

Für die Überwindung des ablehnenden Votums einer Abstimmungsgruppe durch das Obstruktionsverbot müssen im Wesentlichen drei **Voraussetzungen** erfüllt sein: Erstens muss die Mehrheit der abstimmenden Beteiligungsgruppen dem Insolvenzplan zugestimmt haben. Zweitens dürfen die Angehörigen der opponierenden Gruppe durch den Insolvenzplan voraussichtlich nicht schlechter stehen, als sie ohne einen Plan – also bei Durchführung eines Regelinsolvenzverfahrens – stünden. Drittens müssen die Angehörigen der opponierenden Gruppe an dem wirtschaftlichen Wert, der den Beteiligten aufgrund des Insolvenzplans zufließen soll, angemessen beteiligt werden (§ 245 Abs. 1 InsO). Sind diese Anforderungen erfüllt, gilt die **Zustimmung** der opponierenden Abstimmungsgruppe als erteilt, sie wird also gesetzlich **fingiert**.

Bei einem Insolvenzplan, der die Durchführung eines Debt-Equity-Swap vorsieht, kann daher die Gläubigermehrheit den Plan letztlich auch gegen den Willen der Aktionärsmehrheit durchsetzen. Der Plan muss lediglich gewährleisten, dass die Aktionäre im Vergleich zur Abwicklung im Regelinsolvenzverfahren nicht schlechter gestellt und untereinander gleich behandelt werden (§ 245 Abs. 3, 251 Abs. 1 Nr. 2 InsO). Diese Anforderungen werden regelmäßig erfüllt sein, denn in der Insolvenz der Gesellschaft werden die Aktien zumeist ohnehin ganz wertlos sein. Sollten Aktionäre ausnahmsweise einmal schlechter gestellt werden, muss der Insolvenzplan gemäß § 251 Abs. 3 InsO eine angemessene Entschädigung vorsehen.

Die Aktionäre können, um die erforderliche gerichtliche Bestätigung eines Insolvenzplans zu verhindern, beim zuständigen Insolvenzgericht beantragen, dem Plan die Bestätigung zu versagen. Im Falle der Ablehnung ihres Antrags können sie gemäß § 253 InsO Beschwerde beim Landgericht einlegen. Diese den Aktionären zukommenden **Rechtsschutzmöglichkeiten** im Insolvenzplanverfahren treten letztlich an die Stelle der vergleichsweise starken Rechtsbehelfe des aktienrechtlichen Beschlussmängelrechts. Dies dürfte dazu führen, dass die bei aktienrechtlichen Beschlussanfechtungsklagen zu beobachtenden Transaktionsverzögerungen (siehe oben II.2.b.) nicht oder jedenfalls nur in geringerem Umfang auftreten.

All dies entspricht dem erklärten Anliegen des Gesetzgebers, die in der Restrukturierungspraxis gemeinhin als übermäßiges **Sanierungshindernis** angesehenen aktienrechtlichen Blockademöglichkeiten auszuschalten. Hierdurch wollte er nicht zuletzt Wettbewerbsnachteile Deutschlands im internationalen Vergleich beseitigen.

#### **(4) Kein Debt-Equity-Swap gegen den Willen der Gläubiger**

Ein Debt-Equity-Swap in der Insolvenz gegen den Willen der Gläubiger ist weiterhin nicht möglich. Die Umwandlung von Forderungen in Aktien bedarf auch im Insolvenzplanverfahren der Zustimmung jedes betroffenen Gläubigers und kann nicht gegen seinen Willen erfolgen (§ 225a Abs. 2 S. 2 InsO). Eine Mehrheitsherrschaft **unter** den Gläubigern sieht das Insolvenzrecht also nicht vor.

Unberührt hiervon bleibt die Möglichkeit einer kollektiven Bindung der Anleihegläubigerschaft durch einen Mehrheitsbeschluss nach den Vorschriften des **SchVG** (hierzu II.3.b.). In diesem Fall ist dem Insolvenzplan statt den

individuellen Zustimmungserklärungen jedes betroffenen Anleihegläubigers lediglich der dokumentierte Mehrheitsbeschluss nach dem SchVG beizufügen.

## **bb) Bezugsrechtsausschluss im Insolvenzplan**

Neben der für einen Debt-Equity-Swap erforderlichen Sachkapitalerhöhung lässt sich im Insolvenzplan gemäß § 225a Abs. 2 S. 3 InsO auch ein – zumindest partieller – Ausschluss des Bezugsrechts der Alt-Aktionäre vorsehen, damit den zum Austausch bereiten Gläubigern junge Aktien zur Zeichnung angeboten werden können (schon II.2.c.).

Vorgängig wird zur Sanierung der Gesellschaft allerdings regelmäßig eine Kapitalherabsetzung auf „Null“ erforderlich sein. Denn die Anteile der Alt-Aktionäre werden in der Insolvenz der Gesellschaft bei der gebotenen Zugrundelegung von Liquidationswerten regelmäßig ganz wertlos sein.

Hieran knüpft sich die Frage, ob ein (nahezu) vollständiger Ausschluss des Bezugsrechts auch im Zusammenhang mit einem Kapitalschnitt zulässig ist. Die Kombination dieser beiden Maßnahmen hätte nämlich zur Folge, dass die Alt-Aktionäre kompensationslos aus der Gesellschaft ausscheiden müssen.

### **(1) Ermöglichung eines „insolvenzrechtlichen Squeeze-Out“?**

Die Zulässigkeit eines vollständigen Bezugsrechtsausschlusses in Kombination mit einem Kapitalschnitt erscheint auf den ersten Blick eher zweifelhaft, würde doch den Alt-Aktionären jede Partizipation an den Fortführungswerten des Unternehmens verwehrt. Dies gilt um so mehr, als die Gläubiger einen Kapitalschnitt in Verbindung mit einem Debt-Equity-Swap nunmehr auch gegen den Willen der Alt-Gesellschafter durchsetzen können (II.4.a.aa.). Das Insolvenzplanverfahren würde damit zu einem effektiven Instrument für die

Gläubiger, eine unfreundliche Übernahme durchzuführen, gegebenenfalls sogar noch verbunden mit einem vollständigen *Squeeze out*.

Ein solches Szenario hat sich im Falle der **Pfleiderer AG**, einer börsennotierten Gesellschaft aus der Holzverarbeitungsbranche, nach Inkrafttreten der ESUG-Reformen bereits realisiert. Das im Insolvenzplan vorgesehene Sanierungskonzept des Neu-Investors lief darauf hinaus, die Alt-Aktionäre nahezu vollständig und im Ergebnis wohl auch entschädigungslos zu verdrängen. Das zuständige Insolvenzgericht bestätigte dieses Vorgehen gegen den Widerspruch einiger Aktionäre unter Hinweis darauf, die Rechtsposition der Alt-Aktionäre sei in der Insolvenz auf einen eventuellen Restvermögenswert reduziert; ein Verstoß gegen den verfassungsrechtlich gebotenen Eigentumsschutz sei daher nicht anzunehmen (AG Düsseldorf v. 18.10.2012 – 501 IN 84/12; hierzu *Decher/Voland* ZIP 2013, 103)..

Kritische Stimmen im **Schrifttum** halten ein solches Herausdrängen der Alt-Aktionäre aus ihrer Rechtsposition und damit einen vollständigen Bezugsrechtsausschluss im Insolvenzplan für prinzipiell unzulässig. Die nicht vermögenswerte Komponente der Mitgliedschaft als eine dem verfassungsrechtlichen Eigentumsschutz aus Art. 14 GG unterstehende Rechtsposition gebiete es, den Alt-Aktionären zumindest die Chance einzuräumen, durch einen eigenen Sanierungsbeitrag am angestrebten Sanierungserfolg teilhaben zu können.

Diese Bedenken erscheinen im Ergebnis jedoch wenig überzeugend. Die Bereitschaft von Gläubigern, den mit dem Debt-Equity-Swap bezweckten Sanierungsbeitrag zu leisten, dürfte regelmäßig davon abhängen, dass sie eine signifikante oder gar beherrschende Aktionärsstellung erlangen können. Kommt es für die Sanierung mangels realistischer Alternativkonzepte gerade auf die Mitwirkung dieser Gläubiger an, wäre nach allgemeinen

aktienrechtlichen Grundsätzen sogar ein vollständiger Ausschluss des Bezugsrechts sachlich gerechtfertigt (siehe II.2.c.). Diese Maßstäbe dürften ohne weiteres auch für das Insolvenzplanverfahren gelten, zumal das gesetzgeberische Konzept des ESUG gerade darauf angelegt ist, die Position der Gläubiger nachhaltig zu stärken.

Verfassungsrechtlich begegnet diese Wertentscheidung keinen Bedenken, da sich die mitgliedschaftliche Rechtsstellung der Aktionäre in der Insolvenz auf eine – wenn auch meist nur theoretische, da nachrangige – Teilhabe am Liquidationserlös konzentriert. Dies wird schon daran deutlich, dass sich der Gewinnerzielungszweck einer Gesellschaft mit der Eröffnung des Insolvenzverfahrens kraft Gesetzes zum Liquidationszweck wandelt (siehe § 262 Abs. 1 Nr. 3 AktG).

Im Übrigen ist es den Alt-Aktionären auch noch in der Insolvenz möglich, die umgehende Beendigung eines eröffneten Liquidationsverfahrens herbeizuführen, indem sie ein eigenes, die Beseitigung des Insolvenzgrundes bewirkendes Sanierungskonzept vorlegen. Damit entfielen zugleich die insolvenzrechtlich begründete starke Stellung der Gläubiger.

## **(2) Missbrauchspotentiale im Verhältnis Mehrheits- / Minderheitsgesellschafter**

Größeren Anlass für Bedenken gibt die Möglichkeit, das Insolvenzplanverfahren bei Konflikten zwischen Mehrheits- und Minderheitsgesellschaftern zu instrumentalisieren. Einem Mehrheitsgesellschafter bieten die vom ESUG geschaffenen Sanierungsinstrumente nämlich die Chance, seine Position zu Lasten der Gesellschafterminderheit weitergehend zu stärken, als ihm dies gesellschaftsrechtlich möglich wäre. Dies gilt insbesondere, wenn er zugleich ein gewichtiger Gläubiger seiner Gesellschaft ist.

Ein derartiges Szenario ist derzeit beim traditionsreichen Verlag **Suhrkamp** zu beobachten. Dieser ist rechtlich als GmbH & Co. KG organisiert und wird seit einigen Jahren durch den Konflikt zwischen der Mehrheitsgesellschafterin und Geschäftsführerin des Verlages einerseits und einem Minderheitsgesellschafter andererseits belastet. Im Frühjahr 2013 wurde das Insolvenzverfahren über den Verlag wegen drohender Zahlungsunfähigkeit eröffnet. Das Pikante daran: Die Mehrheitsgesellschafterin soll einen Liquiditätsengpass und damit den Insolvenzgrund der drohenden Zahlungsunfähigkeit im Sinne des § 18 InsO bewusst herbeigeführt haben, indem sie einen Rangrücktritt mit eigenen Gewinnansprüchen ablehnte, um im Insolvenzplanverfahren eine Umwandlung der Gesellschaft in eine AG herbeizuführen und den unliebsamen Minderheitsgesellschafter hierdurch zu entmachten.

In diesem Szenario wird die Kehrseite der ESUG-Lösung deutlich, zur Stärkung der Gläubigerstellung in der Insolvenz die Entscheidung über gesellschaftsrechtliche Strukturmaßnahmen wie eine bezugsrechtsfreie Kapitalerhöhung vollständig in das Insolvenzplanverfahren zu verlagern. Diese Ausschaltung des Gesellschaftsrechts trifft vor allem Minderheitsgesellschafter.

Mehrheitsgesellschaftern ist es hingegen vor allem in zwei Konstellationen möglich, durch ihren Einfluss auf die Geschäftsführung indirekt auch auf die gestaltenden Festlegungen des Insolvenzplans Einfluss zu nehmen. Die eine Konstellation ist der bereits erwähnte Fall eines sogenannten „**prepacked plan**“, wenn also die Gesellschaft zugleich mit dem Antrag auf Eröffnung des Insolvenzverfahrens auch einen Insolvenzplan beim Insolvenzgericht einreicht. Die andere Konstellation ist der Fall der **Eigenverwaltung** der Schuldnerin im insolvenzrechtlichen „Schutzschirmverfahren“ gemäß den §§ 270 ff. InsO. Bei diesem Verfahren bleiben die Verwaltungsbefugnisse weitgehend in den Händen der Gesellschaftsorgane statt einem Insolvenzverwalter zuzufallen, so

dass der Mehrheitsgesellschafter auch noch bei Aufstellung eines Insolvenzplans nach Verfahrenseröffnung hierauf Einfluss nehmen kann.

In beiden Konstellationen haben Minderheitsgesellschafter von den Gläubigern keine Unterstützung zu erwarten. Diese werden sich jedenfalls im Regelfall – und sofern sie selbst keine eigenen Übernahmeabsichten verfolgen - erfolgsversprechenden Sanierungskonzepten des Mehrheitsgesellschafters nicht verweigern, mag dies auch zu Lasten der Minderheit gehen.

Daher obliegt es insbesondere den Insolvenzgerichten, etwaigen Strategien eines Mehrheitsgesellschafters zum Nachteil der Minderheit im Insolvenzplanverfahren entgegen zu treten. Hierfür haben die Gerichte darauf zu achten, dass die Festsetzungen des Insolvenzplans mit den gesellschaftsrechtlichen Grundprinzipien, und hierbei vor allem der **Treuepflicht** der Gesellschafter untereinander, vereinbar sind. Mag auch das ESUG die gesellschaftsrechtlichen Beschlussmechanismen und die hiermit verbundenen Minderheitsrechte durch das Regime des Insolvenzplanverfahrens ersetzt haben, darf ein Insolvenzplan nach wie vor nur solche Maßnahmen vorsehen, die gesellschaftsrechtlich materiell zulässig sind (§ 225a Abs. 3 InsO). Für offenkundig treuwidriges Verhalten unter Gesellschaftern ist daher auch im Insolvenzplanverfahren kein Raum. Auch die Insolvenzgerichte sind bei der Bestätigung des Insolvenzplans hieran gebunden; ihnen kommt insoweit kein Ermessen zu.

### **cc) Ausschluss der Differenzhaftung**

Was schließlich das Risiko der umtauschwilligen Gläubiger betrifft, bei einer nachträglich aufgedeckten Überbewertung der eingebrachten Forderungen aufgrund aktienrechtlicher Kapitalaufbringungsgrundsätze einer Differenzhaftung zu unterliegen, hat das ESUG die gesellschaftsrechtlichen

Rahmenbedingungen eines Debt-Equity-Swap ebenfalls modifiziert. Um den Gläubigern insoweit Kalkulationssicherheit zu verschaffen, hat sich der Gesetzgeber in § 254 Abs. 4 InsO für einen gänzlichen Ausschluss der Differenzhaftung beim Debt-Equity-Swap im Insolvenzplanverfahren entschieden. Die Gläubiger trifft also keine Haftung, wenn sich etwa im Falle einer gescheiterten Sanierung ex post herausstellt, dass die eingebrachten Forderungen zu hoch bewertet wurden. Dieser Haftungsausschluss soll ihre Bereitschaft erhöhen, sich an einem Debt-Equity-Swap zum Zwecke der Restrukturierung der Insolvenzschuldnerin zu beteiligen.

Aus gesellschaftsrechtlicher Perspektive bedeutet dies freilich die **Durchbrechung** eines Fundamentalprinzips des deutschen Kapitalaufbringungsrechts, nämlich des Bardeckungsgebotes bei der Leistung von Sacheinlagen. Das Gesetz nimmt es zum Schutze sanierungswilliger Investoren gleichwohl in Kauf, dass der ausgewiesenen Grundkapitalziffer bei fehlender Werthaltigkeit der eingebrachten Forderungen nicht in vollem Umfang reale Vermögenswerte gegenüberstehen.

Es obliegt den Insolvenzgerichten und den Registergerichten, eine methodengerechte Bewertung der eingebrachten Forderungen zu Zerschlagungswerten sicherzustellen und zu verhindern, dass unter dem latenten Druck der Gläubiger zu großzügige Bewertungsmaßstäbe angelegt werden. Die Gerichte haben die sachgerechte Anwendung methodengerechter Bewertungsmaßstäbe zu prüfen. Bei einer Überbewertung hat das Insolvenzgericht dem Insolvenzplan die Bestätigung zu versagen; das Registergericht hat den Antrag auf Eintragung der Kapitalerhöhung im Handelsregister zurückzuweisen.

### c) **Fazit**

Das Insolvenzrecht als Rechtsrahmen für Unternehmensrestrukturierungen hat durch das ESUG eine erhebliche Aufwertung erfahren. Die neue Möglichkeit, auch die Rechtspositionen von Anteilseignern verbindlich in das Insolvenzplanverfahren einzubeziehen, bedeutet einen Paradigmenwechsel gegenüber der früheren Rechtslage. Die weitreichenden Durchbrechungen des aktienrechtlichen Regelungsrahmens ermöglichen es, dass sich Transaktionen wie ein Debt-Equity-Swap nunmehr auch gegen den Willen der Alt-Aktionäre vollziehen lassen. Gleichwohl sind die vom ESUG eingeführten Erleichterungen für Unternehmensrestrukturierungen grundsätzlich zu begrüßen. Bedenklich erscheint allerdings vor allem die Möglichkeit, dass Mehrheitsgesellschafter die insolvenzrechtlichen Gestaltungspotentiale nutzen, um Minderheitsaktionäre unter Umgehung gesellschaftsrechtlicher Minderheitenschutzrechte auszuschalten. Dem ist mit einer Auslegung und Handhabung der insolvenzrechtlichen Regelungen zu begegnen, die die materiellen Standards des gesellschaftsrechtlichen Minderheitenschutzes wahren.

### **III. Debt-Debt-Swap durch Anleiheumtausch**

Abschließend möchte ich noch kurz den Debt-Debt-Swap ansprechen. Von Interesse sind insoweit vor allem Anleihe-Umtauschprogramme. Hierauf möchte ich mich im Folgenden denn auch konzentrieren.

Als Ausgangspunkt lässt sich zunächst festhalten, dass die Ausgabe und damit auch die Restrukturierung von Anleihepapieren aus gesellschaftsrechtlicher Sicht gegenüber dem Debt-Equity-Swap weitaus weniger Rechtsprobleme aufwerfen. Insbesondere stehen hierbei jedenfalls im Grundsatz keine Zuständigkeiten der Hauptversammlung im Raume. Die rechtlichen und praktischen Probleme liegen primär – und insoweit ganz parallel zu den Schwierigkeiten bei Debt-Equity-Transaktionen unter Einbeziehung von Anleiheforderungen (hierzu II.3.a.) – auf Seiten der Anleihegläubigerschaft.

## 1. Problemstellung

Ein Anleiheumtausch, also die Ersetzung einer begebenen Anleihe durch eine neue Anleihe zu für die Schuldnerin günstigeren Konditionen wird für gewöhnlich durch ein öffentliches **Umtauschangebot** initiiert, das die typischerweise weitgehend anonyme Anleihegläubigerschaft annehmen, aber eben auch ablehnen kann. Die daraus resultierende Problemstellung ist bekannt: Die Bereitschaft, das Tauschangebot anzunehmen, wird häufig daran gekoppelt sein, dass sich nicht nur einzelne, sondern zumindest ein Großteil der Anleihegläubiger an dem Umtauschprogramm beteiligen. Andernfalls droht die individuelle Übervorteilung einzelner Anleihegläubiger, woran letztlich ein gesamtes Sanierungskonzept zu scheitern vermag (siehe bereits II.3.a.).

Ein weiteres spezifisch kapitalmarktliches Problem liegt darin, dass ein nur teilweise vollzogener Anleiheumtausch die Liquidität und damit die **Verkehrsfähigkeit** der ursprünglich begebenen Wertpapiere beeinträchtigen kann und, dass auch die emittierten Wertpapiere eine geringe Liquidität aufweisen. Es besteht also ein erhebliches Interesse daran, die Restrukturierung einer Gesamtemission einheitlich durchzuführen.

## 2. Anleiheumtausch nach SchVG 2009

Für einen Anleiheumtausch liegt es vor diesem Hintergrund nahe, auf das - bereits unter II.3.b. dargestellte - rechtliche Instrumentarium des SchuldVG 2009 zurückzugreifen, namentlich die Möglichkeit einer kollektiven Bindung der Gläubigerschaft durch Mehrheitsbeschluss. Folgerichtig sieht das SchVG in § 5 Abs. 3 Ziff. 5 Alt. 2 den Umtausch von Schuldverschreibungen in andere Wertpapiere als möglichen Gegenstand eines Mehrheitsbeschlusses ausdrücklich vor. Dieser bedarf - ebenso wie der Beschluss eines Debt-Equity-Swap gemäß § 5 Abs. 3 Ziff. 5 Alt. 1 SchVG - zu seiner Wirksamkeit aufgrund der

wesensändernden Umgestaltung der Anleihebedingungen einer qualifizierten Mehrheit von mindestens 75% der Stimmrechte. Auch im Übrigen gelten die unter II.3.b. im Zusammenhang mit dem Debt-Equity-Swap von Anleiheforderungen gemachten Ausführungen zur Kollektivorganisation und gemeinsamen Vertretung der Gläubigerschaft nach dem reformierten SchVG entsprechend.

### **3. Debt-Debt-Swap im Insolvenzplanverfahren**

In der Insolvenz lässt sich ein Anleiheumtausch im gestaltenden und damit für die Gläubiger rechtsverbindlichen Teil eines Insolvenzplanes festlegen. Dabei ist zu beachten, dass für alle Gläubiger derselben Anleihe die gleichen Umtauschbedingungen gelten müssen (§ 19 Abs. 4 SchVG). Die Abstimmung über den Insolvenzplan richtet sich nach den insolvenzrechtlichen Regeln. Das hat insbesondere zur Folge, dass für die Abstimmung das einfache Mehrheitsprinzip gilt (siehe II.4.b.) und das Erfordernis der qualifizierten Dreiviertel-Mehrheit für den Gläubigerbeschluss nach dem SchVG verdrängt wird.

### **4. Fazit**

Resümierend ist festzustellen, dass die Regelungen zum neuen Schuldverschreibungsrecht und zum Insolvenzplanverfahren die Möglichkeiten, einen kollektiven Anleiheumtausch als Restrukturierungsmaßnahme durchzuführen, ebenfalls erheblich erweitert haben. Ein öffentliches Umtauschangebot, das auf die individuelle Zustimmung eines jeden Anleihegläubigers angewiesen ist, wird dadurch entbehrlich. Der hiermit verbundene Eingriff in die Gläubigerpositionen ist gerechtfertigt, liegt doch ein sachgerechtes Sanierungskonzept letztlich im gemeinsamen Interesse der Anleihegläubiger an der finanziellen Stabilisierung des Schuldners.