

# Inhaltsverzeichnis

|   |    |
|---|----|
| Abkürzungsverzeichnis   | 21 |
| Einleitung  | 27 |
| A. Einführung   | 27 |
| B. Zielsetzung  | 29 |
| C. Konkretisierung des Untersuchungsgegenstandes                    | 30 |
| D. Vorgehen   | 32 |
| Erster Teil: Das Sanierungsinsolvenzrecht                           | 33 |
| A. Gegenstand der Sanierung   | 35 |
| I. Unterscheidung zwischen dem Unternehmen und seinem Rechtsträger  | 35 |
| II. Rechtliche und betriebswirtschaftliche Vorgaben                 | 36 |
| B. Sanierungstechnik – Reorganisation versus übertragende Sanierung | 38 |
| I. Die übertragende Sanierung                                       | 39 |
| II. Die Reorganisation  | 41 |
| C. Die Sanierungsinstrumente des Insolvenzrechts                    | 41 |
| I. Das Regelinsolvenzverfahren                                      | 42 |
| 1. Bedeutung des Regelinsolvenzverfahrens im Sanierungskontext      | 42 |
| 2. Ablauf des Verfahrens  | 45 |
| II. Das Insolvenzplanverfahren                                      | 47 |
| 1. Bedeutung des Insolvenzplanverfahrens im Sanierungskontext       | 47 |
| 2. Reformierung durch das ESUG                                      | 49 |
| 3. Ablauf des Insolvenzplanverfahrens                               | 51 |
| III. Die Eigenverwaltung  | 54 |
| 1. Bedeutung der Eigenverwaltung im Sanierungskontext               | 54 |
| 2. Reformierung durch das ESUG                                      | 55 |
| IV. Das Schutzschirmverfahren                                       | 56 |
| 1. Bedeutung des Schutzschirmverfahrens                             | 56 |
| 2. Voraussetzungen des Verfahrens                                   | 58 |
|   | 13 |

|   |   |    |
|---|---|----|
| D.  | Die Rahmenbedingungen für Sanierungen im Insolvenzverfahren                   | 59 |
| I.  | Schutz des betriebsnotwendigen Vermögens                                      | 60 |
| II.   | Beitrag zur Fortführungs- und Sanierungsfinanzierung                          | 61 |
| 1.  | Das Insolvenzgeld   | 62 |
| 2.  | Die „Sonderrechte“ der §§ 103 ff. InsO und Insolvenzanfechtung                | 62 |
| 3.  | Masseverbindlichkeiten  | 63 |
| 4.  | Kreditrahmenkredite   | 65 |
| E.  | Zusammenfassung und Fazit   | 66 |
| Zweiter Teil: Das Kapitalmarktrecht im Insolvenzverfahren |   | 68 |
| A.  | Die Börsenzulassung in der Insolvenz  | 68 |
| I.  | Erledigung der Börsenzulassung  | 69 |
| 1.  | Als Folge einer auflösenden Bedingung   | 71 |
| 2.  | Auf andere Weise  | 72 |
| II.   | Widerruf der Börsenzulassung  | 73 |
| 1.  | Widerruf nach § 49 Abs. 2 Satz 1 Nr. 3 Landes-VwVfG                           | 74 |
| a)  | Insolvenzgründe als Widerrufsgrund  | 75 |
| b)  | Geringe Mindestkapitalsierung als Widerrufsgrund                              | 76 |
| c)  | Geringer Streubesitzanteil als Widerrufsgrund                                 | 78 |
| d)  | Zusammenfassung   | 79 |
| 2.  | Widerruf nach § 39 Abs. 1 Var. 2 BörsG  | 80 |
| a)  | Einstellung der Notierung im regulierten Markt                                | 81 |
| b)  | Der ordnungsgemäße Börsenhandel   | 82 |
| aa)   | Illiquidität der Wertpapiere  | 83 |
| (1)   | Liquidität als ein den ordnungsgemäßen Börsenhandel beeinträchtigender Faktor | 84 |
| (2)   | Ungenügende Marktliquidität   | 87 |
| bb)   | Ungenügender Streubesitz  | 88 |
| cc)   | Wertlosigkeit der Wertpapiere   | 90 |
| 3.  | Widerruf nach § 39 Abs. 1 Var. 3 BörsG  | 93 |
| III.  | Zusammenfassung   | 94 |
| B.  | Die kapitalmarktrechtlichen Pflichten in der Insolvenz                        | 95 |
| I.  | Ad hoc-Publizität   | 96 |
| 1.  | Fortgeltung in der Insolvenz  | 97 |
| 2.  | Veröffentlichungspflichtige Umstände in der Insolvenz                         | 99 |
| a)  | Kursbeeinflussungspotential in der Insolvenz                                  | 99 |

|  |     |
|--|-----|
| aa) Relevanz negativer Informationen                           | 100 |
| bb) Einfluss auf die Anlageentscheidung                        | 102 |
| (1) Anlageentscheidung von Aktionären                          | 103 |
| (2) Anlageentscheidung von<br>Anleihegläubigern                | 104 |
| 3. Befreiung von der ad hoc-Publizität                         | 105 |
| a) Selbstbefreiung im Insolvenzverfahren                       | 106 |
| b) „Berechtigte Interessen“ in der Insolvenz                   | 108 |
| 4. Zusammenfassung und Fazit                                   | 108 |
| II. Transaktionspublizität                                     | 109 |
| 1. Fortgeltung in der Insolvenz                                | 110 |
| 2. Erfasste Personen in der Insolvenz                          | 112 |
| a) Die Gesellschaftsorgane                                     | 112 |
| b) Der Insolvenzverwalter                                      | 113 |
| c) Die Gläubigerversammlung                                    | 114 |
| d) Der Sachwalter  | 115 |
| 3. Zusammenfassung und Fazit                                   | 116 |
| III. Beteiligungspublizität                                    | 117 |
| 1. Fortgeltung in der Insolvenz                                | 118 |
| 2. Zusammenfassung und Fazit                                   | 119 |
| IV. Kapitalmarktrechtliche Regelpublizität                     | 120 |
| 1. Fortgeltung in der Insolvenz                                | 121 |
| 2. Jährliche Berichterstattung                                 | 123 |
| a) Handelsrechtliche Rechnungslegung in der<br>Insolvenz       | 124 |
| aa) Grundsätzliche Fortgeltung in der Insolvenz                | 124 |
| bb) Befreiung von der Offenlegungspflicht                      | 126 |
| b) Zusammenfassung und Fazit                                   | 128 |
| 3. Unterjährige Berichterstattung                              | 129 |
| 4. Das Geschäftsjahr in der Insolvenz                          | 130 |
| a) Die Regelung des § 155 Abs. 2 Satz 1 InsO                   | 130 |
| b) Entstehung von Rumpfgeschäftsjahren                         | 132 |
| 5. Die Regelpublizität bei Rumpfgeschäftsjahren                | 133 |
| a) Jährliche Berichterstattung                                 | 134 |
| b) Unterjährige Berichterstattung                              | 135 |
| aa) Auffassungen in der Literatur                              | 135 |
| bb) Eigener Ansatz   | 136 |
| 6. Zusammenfassung und Fazit                                   | 138 |
| C. Das kapitalmarktrechtliche Kompetenzgefüge in der Insolvenz | 139 |
| I. Fremdverwaltung   | 140 |
| 1. Der Aussagegehalt von § 11 WpHG und § 43 BörsG              | 142 |
| 2. Zuständigkeitsabgrenzung im Insolvenzverfahren              | 145 |

|  |   |     |
|--|---|-----|
| a)   | Finanzberichterstattungspflichten                                       | 148 |
| b)   | Ad hoc-Publizität   | 149 |
| c)   | Beteiligungs- und Transaktionspublizität                                | 149 |
| II.  | Eigenverwaltung   | 150 |
| III.   | Zusammenfassung und Fazit   | 152 |
| D.   | Ergebnisse des zweiten Teils  | 155 |
|  |   |     |
| Dritter Teil: Übertragende Sanierung und Reorganisation unter dem Blickwinkel des Kapitalmarktrechts |   | 159 |
| A.   | Übertragende Sanierung  | 159 |
| I.   | Der Vorgang   | 160 |
| 1.   | Ablauf eines Unternehmenskaufs im Insolvenzverfahren                    | 160 |
| 2.   | Kein Erwerb der Börsenzulassung   | 162 |
| 3.   | Sonderfall: Mantelkauf im Anschluss an die Übertragung des Unternehmens | 163 |
| II.  | Einfluss auf die Börsenzulassung  | 165 |
| 1.   | Widerruf gemäß § 39 Abs. 1 Var. 2 BörsG                                 | 166 |
| 2.   | Zusammenfassung und Fazit   | 169 |
| III.   | Teleologische Reduktion der kapitalmarktrechtlichen Pflichten           | 170 |
| 1.   | Standpunkt des Bundesverwaltungsgerichts                                | 170 |
| 2.   | Standpunkte in der Literatur  | 171 |
| 3.   | Stellungnahme   | 173 |
| 4.   | Zusammenfassung und Fazit   | 175 |
| IV.  | Relevante kapitalmarktrechtliche Pflichten                              | 176 |
| 1.   | Bei dem aufnehmenden Rechtsträger                                       | 176 |
| 2.   | Bei dem übertragenden Rechtsträger                                      | 178 |
| V.   | Zusammenfassung und Fazit   | 181 |
| B.   | Reorganisation  | 183 |
| I.   | Leistungswirtschaftliche Sanierungsmaßnahmen                            | 185 |
| 1.   | Leistungswirtschaftliches Sanierungskonzept                             | 186 |
| 2.   | Relevanz des Kapitalmarktrechts   | 188 |
| II.  | Finanzwirtschaftliche Sanierungsmaßnahmen                               | 191 |
| 1.   | Beseitigung der Insolvenzgründe   | 191 |
| 2.   | Maßnahmen zur finanzwirtschaftlichen Sanierung                          | 193 |
| a)   | Forderungsverzichte und -stundungen                                     | 193 |
| b)   | Eigenkapitalmaßnahmen   | 194 |
| c)   | Fremdkapitalmaßnahmen   | 195 |
| d)   | Debt equity-swaps   | 196 |
| e)   | Zusammenfassung   | 197 |

|   |     |
|---|-----|
| 3. Relevanz des Kapitalmarktrechts                                  | 197 |
| a) Forderungsverzichte und -stundungen                              | 198 |
| b) Kapitalherabsetzung auf Null                                     | 199 |
| aa) Erledigung der Börsenzulassung                                  | 200 |
| bb) Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten                     | 202 |
| c) Anteilige Kapitalherabsetzung                                    | 203 |
| aa) Erledigung der Börsenzulassung                                  | 203 |
| bb) Widerruf der Börsenzulassung                                    | 204 |
| (1) Illiquidität des Börsenhandels in Folge der Kapitalherabsetzung | 204 |
| (2) Berücksichtigung der nachfolgenden Kapitalerhöhung              | 207 |
| cc) Pflicht zur Neu-/Wiederzulassung des herabgesetzten Kapitals    | 209 |
| dd) Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten                     | 211 |
| ee) Übernahmerechtliches Pflichtangebot                             | 212 |
| d) Kapitalerhöhung  | 213 |
| aa) Gebot der Vollzulassung   | 213 |
| (1) Emittent zugelassener Aktien                                    | 214 |
| (2) Aktien derselben Gattung  | 215 |
| (3) Ausgabe der Aktien  | 217 |
| (a) Ausgabe von Aktien  | 218 |
| (b) Das Merkmal „öffentlich“  | 221 |
| (4) Antragserfordernis der Zulassung                                | 222 |
| (5) Zwischenergebnis  | 223 |
| bb) Ausnahmen vom Gebot der Vollzulassung                           | 223 |
| (1) Aufrechterhaltung einer beherrschenden Stellung                 | 224 |
| (2) Vorübergehendes Handelsverbot                                   | 227 |
| (3) Reichweite der Ausnahmetatbestände                              | 228 |
| cc) Zusammenfassung und Fazit                                       | 231 |
| dd) Zulassungsprospekt  | 234 |
| ee) Verkaufsprospekt  | 234 |
| (1) Bezugsrechtskapitalerhöhungen                                   | 236 |
| (2) Kapitalerhöhungen mit Bezugsrechtsausschluss                    | 239 |
| (3) Zusammenfassung und Fazit                                       | 242 |
| ff) Übernahmerechtliches Pflichtangebot                             | 243 |
| (1) Anwendungsbereich des WpÜG                                      | 244 |
| (2) Kontrollerwerb in Folge einer Sanierungskapitalerhöhung         | 245 |

|   |         |
|---|---------|
| (3) Kontrollerwerb im Vorfeld einer Sanierungskapitalerhöhung     | 246     |
| (a) Der Zurechnungstatbestand des § 30 Abs. 2 Satz 1 WpÜG         | 247     |
| (b) Rechtslage vor dem ESUG                                       | 248     |
| (c) Rechtslage nach dem ESUG                                      | 250     |
| (4) Einzelfallausnahme  | 256     |
| (a) Anwendungsbereich   | 256     |
| (b) Eingreifen der Einzelfallausnahme                             | 257     |
| gg) Befreiung vom Pflichtangebot                                  | 259     |
| (1) Sanierungsbedürftigkeit                                       | 262     |
| (2) Weitere Befreiungsvoraussetzungen                             | 264     |
| (3) Sanierungskonzept und Sanierungsbeitrag                       | 266     |
| (4) Ermessen der BaFin  | 270     |
| (5) Zusammenfassung und Fazit                                     | 272     |
| hh) Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten                   | 274     |
| f) Debt equity-swap   | 275     |
| aa) „Echter“ debt equity-swap                                     | 275     |
| (1) Gebot der Vollzulassung                                       | 276     |
| (2) Verkaufsprospekt  | 276     |
| (3) Übernahmerechtliches Pflichtangebot                           | 281     |
| (4) Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten                   | 284     |
| bb) „Unechter“ debt equity-swap                                   | 285     |
| C. Ergebnisse des dritten Teils                                   | 288     |
| <br>Vierter Teil: Reformüberlegungen                              | <br>294 |
| A. Rechtslage de lege lata  | 294     |
| B. Rechtslage de lege ferenda                                     | 296     |
| I. Suspendierung kapitalmarktrechtlicher Pflichten                | 296     |
| 1. Anlass- und transaktionsbezogene Publizität                    | 298     |
| 2. Regelpublizität  | 300     |
| 3. Fazit  | 302     |
| 4. »Ruhenlassen« der Börsennotierung                              | 303     |
| II. Einheitliche Wahrnehmung der Kapitalmarktpflichten            | 304     |
| III. Befreiung vom Pflichtangebot                                 | 308     |
| 1. Sinn und Zweck des Pflichtangebots                             | 309     |
| 2. Fortbestehendes Schutzbedürfnis der Aktionäre in der Insolvenz | 310     |
| a) Erster Fall: Kein Überschuss bei der Schlussverteilung         | 311     |

|   |         |
|---|---------|
| b) Zweiter Fall: Überschuss bei Schlussverteilung | 311     |
| 3. Ergebnis                                       | 312     |
| C. Ergebnisse des vierten Teils                   | 314     |
| <br>Zusammenfassung                               | <br>317 |
| <br>Literaturverzeichnis                          | <br>319 |