

Inhaltsverzeichnis

Rn. Seite

Vorwort	V
Einleitung	1 1
A. Einführung	1 1
B. Untersuchungsgegenstand	7 3
Kapitel 1: Distressed Debt Investing – der Markt, die Akteure, die Strategien	12 5
A. Der Markt für Distressed Debt	13 5
I. Begriffsbildung	14 5
1. Distressed Debt	14 5
2. Non-Performing-Loan	16 6
3. Sub-Performing-Loan	18 7
II. Sekundärmarkt für Distressed Debt	19 8
1. Marktsituation und Entwicklung	19 8
2. Motive für den Verkauf	25 12
3. Motivation der Käufer	28 14
III. Distressed Debt Investoren	32 15
1. Finanzinvestoren	33 15
a) Private Equity Fonds	34 16
b) Hedge Fonds	40 19
2. Strategische Investoren	44 22
B. Investitionsstrategien	47 23
I. Loan-to-Own	48 23
II. Arbitrage/Claims-Flipping	54 26
1. Allgemein	54 26
2. Kurzfristig oder langfristig?	58 27
3. Aktiv oder passiv?	60 29
III. Workout	63 30
IV. Debt-Buy-Back	65 30
C. Zielobjekte für Loan-to-Own-Transaktionen	68 31
I. Auswahl der Zielgesellschaft	69 32
1. Fremdkapitalstruktur	70 32
2. Größe der Zielgesellschaft	72 33
3. Operative Performance	75 34

VII

	Rn.	Seite
4. Insolvenzfestigkeit der Assets	76	35
5. Im Fokus: LBO-Gesellschaften	77	35
II. Auswahl der Forderungen	79	36
Kapitel 2: Die Umsetzung der Loan-to-Own-Strategie	88	41
A. Forderungserwerb	90	41
I. Erwerb einer beherrschenden Stellung	91	41
1. Blockierung anderweitiger Sanierungen	92	42
2. Durchsetzung des eigenen Restrukturierungsplans	93	42
II. Ablauf des Erwerbs	95	43
B. Eintausch der Forderungen in Eigenkapital: Der Debt to Equity Swap	96	43
I. Typologie	99	44
1. Der echte Debt to Equity Swap	100	44
2. Der unechte Debt to Equity Swap	107	47
3. Parteien des Swaps	109	48
II. Insolvenzplanverfahren	111	49
1. Überblick und praktische Bedeutung	111	49
2. Einflussnahme durch die Loan-to-Own Investoren	113	49
a) Einfluss auf den vorläufigen Gläubigerausschuss im Vorfeld der Übernahme	115	50
aa) Überwachungs- und Informationsrechte	116	50
bb) Mitwirkungsrechte	119	52
cc) Auswahl des vorläufigen Sachwalters bzw. Insolvenzverwalters	121	53
(1) Beschluss des vorläufigen Gläubigerausschusses	122	54
(2) Schuldnerorschlag im Schutzschirmverfahren	125	55
(3) Nachträglicher Austausch der gerichtlich eingesetzten Person	126	56
b) Einfluss auf die Ausarbeitung des Insolvenzplans	129	57
c) <i>Cram Down</i> der Altgesellschafter	133	59
III. Der neue präventive Restrukturierungsrahmen des StaRUG	139	62
1. Allgemeines	141	63
a) Zielvorstellung des Gesetzgebers im Kontext der Restrukturierungsrichtlinie	141	63
b) Eingangsvoraussetzungen	143	65
c) Mehrheitsverfahren	144	66
d) Publizität und gerichtliche Kontrolle	148	69

	Rn.	Seite
2. Anwendungsbereich des präventiven Restrukturierungsrahmens	151	71
a) Schuldner	152	71
b) Beteiligte Investoren auf Gläubigerseite	155	73
aa) Syndizierte Kredite	156	73
bb) Schuldverschreibungen	157	74
cc) Schuldscheindarlehen	159	75
(1) Eignung für Distressed Debt Investoren	160	76
(2) Schicksal der Altmissionen	162	77
c) Einbeziehung der Gesellschafter	166	79
d) Flexibilität	168	80
e) Gruppenbildung	172	83
3. Inhaltliche Gestaltungsfreiheit	174	84
4. Durchsetzung der Übernahme: Annahme des Plans und <i>cram down</i> dissentierender Beteiligter	178	86
a) Zustimmung der Mehrheit der Gruppen	181	87
b) Schlechterstellungsverbot, § 26 Abs. 1 Nr. 1 StaRUG	183	88
c) Angemessene Beteiligung am Planwert	187	89
aa) Für <i>cram down</i> einer Gläubigergruppe	188	90
(1) Besserstellungsverbot, § 27 Abs. 1 Nr. 1 StaRUG	188	90
(2) Verteilungsregel: modifizierte Absolute Priority Rule	189	90
(a) Gegenleistungsprivileg	190	91
(aa) Wertzuweisung an Altgesellschafter ...	193	92
(bb) Ausnutzen von Informationsasymmetrien	196	94
(b) Modifikation der Absolute Priority Rule ...	198	95
(aa) § 28 Abs. 2 Nr. 1 StaRUG	199	95
(bb) § 28 Abs. 2 Nr. 2 StaRUG	202	97
(3) Keine Besserstellung gleichrangiger Gläubiger, § 27 Abs. 1 Nr. 3 StaRUG	203	97
bb) <i>Cram down</i> der Gesellschafter	207	99
d) Abweichungsmöglichkeiten	210	100
aa) Wertzuweisung am Plan vorbei	211	101
bb) Safe Harbor-Regelung für Finanzierungen	213	102
cc) Geschenke durch den Plan	222	106
5. Faktischer Kontrollenerwerb durch Erwerb von Distressed Debts	226	108
a) Einleitung	228	108

	Rn.	Seite
b) Blockadeposition	231	109
aa) Restrukturierung syndizierter Kredite	233	110
(1) Änderung wesentlicher Kreditbedingungen	234	110
(2) Änderung nicht wesentlicher Kredit- bedingungen	236	110
bb) Restrukturierung von Anleihen	240	112
cc) Restrukturierung von Schuldscheindarlehen	242	112
dd) Sanierende Eigenkapitalerhöhung	243	113
ee) Zwischenfazit	245	113
c) Kündigung und Fälligestellung von Krediten	248	114
aa) Kündigungsgründe bei Darlehen	249	114
(1) Verstoß gegen Financial Covenants	251	115
(2) Verstoß gegen andere Covenants	258	118
bb) Kündigungsgründe bei Anleihen	260	119
(1) Kündigung wegen Verstoß gegen Covenants	261	119
(2) Gesetzliche Kündigungsrechte	263	120
(a) Keine Kündigung bei Gefährdung des Rückzahlungsanspruchs	266	122
(b) Weitere Kündigungsgründe	268	123
(3) Einschränkung der Kündigung	272	124
cc) Kündigungsgründe bei Schuldscheindarlehen	277	125
dd) Erklärung und Umfang der Kündigung	278	126
(1) Bei Darlehensfinanzierung	279	126
(2) Bei Anleihen	281	126
(3) Bei Schuldscheindarlehen	284	128
ee) Zusammenfassung: Kündigungsmöglichkeit vermittelt Druckpotential	286	128
d) Interessengleichschaltung mit der Geschäftsleitung	289	129
aa) Rechtliche Ausgangslage	290	129
bb) Incentivierung des Managements durch Erhalt der eigenen Position	291	130
cc) Incentivierung durch Partizipation am <i>equity</i> <i>upside</i>	296	132
dd) Incentivierung durch Haftungsvermeidung	297	133
e) Ergebnis: Machtwechsel in der finanziellen Krise der Gesellschaft	299	134
6. Nutzung der Machtposition zur Durchführung des Debt to Equity Swap	301	135
a) Einflussnahme auf die Geschäftsleitung	302	136
b) Widerstand von Seiten der Gesellschafter vermeiden	308	138
aa) Bei einer GmbH als Zielgesellschaft	310	139

	Rn.	Seite
bb) Bei einer Aktiengesellschaft als Zielgesellschaft ...	316	142
cc) Insbesondere: kein Zustimmungserfordernis nach § 111b AktG bei börsennotierten Aktien- gesellschaften	317	143
7. Zusammenfassung	322	145
IV. Scheme of Arrangement	323	146
V. Debt to Equity Swap nach dem SchVG	324	147
1. Anwendungsbereich und Beschlussfassung	325	147
2. Durchführung des Debt to Equity Swaps	328	148
3. Praktische Relevanz	330	149
C. Share Pledge Enforcement	331	150
D. Debt Asset Swap	340	154
E. Zusammenfassung	344	156
Kapitel 3: Veröffentlichungspflichten de lege lata	347	159
A. Notwendigkeit für Transparenz im Vorfeld einer schulden- basierten Übernahme aus Sicht des Kapitalmarktrechts	349	159
I. Erkennbarkeit des Machtgefüges innerhalb der Gesellschaft ...	349	159
II. Aufdeckung sich andeutender Machtwechsel – Anschleichen ...	353	162
III. Erhöhung der Informationseffizienz des Marktes	357	164
1. Informationseffizienz nach der Efficient Capital Markets Hypothesis	359	165
2. Änderung der Beteiligungsstruktur der Gesellschaft	362	168
3. Hidden Ownership	365	169
4. Übernahme der Gesellschaft – Person des Erwerbers	366	170
IV. Verringerung des Insiderhandels	367	171
V. Stärkung des Anlegervertrauens in den Markt	371	173
VI. Sichtbarkeit des Freefloats	373	175
B. Kapitalmarktrechtliche Beteiligungstransparenz	375	175
I. Einführung	375	175
II. Meldepflichten beim echten Debt to Equity Swap	378	177
1. Nach § 33 Abs. 1 WpHG	379	177
a) Bezugsobjekt des Erwerbs	381	177
b) Stimmrechte an einem Emittenten	384	178
aa) Echter Debt Equity Swap <i>mit</i> Kapitalschnitt auf null	386	178
bb) Echter Debt Equity Swap <i>ohne</i> Kapitalschnitt auf null	388	178
cc) Keine Auswirkung durch etwaiges Insolvenz- verfahren	389	179

	Rn.	Seite
c) Schwellenberührung durch „Erwerb“	390	179
2. Zurechnung von Stimmrechten nach § 34 WpHG	393	180
a) Überblick über die Zurechnungstatbestände des § 34 WpHG	394	180
b) Zurechnung gem. § 34 Abs. 1 WpHG beim echten Debt to Equity Swap	400	183
c) Acting in Concert gem. § 34 Abs. 2 WpHG	406	184
aa) Abstimmung außerhalb der Hauptversammlung, § 34 Abs. 2 S. 2 Alt. 2 WpHG	407	184
(1) Art der Abstimmung	411	185
(a) Gegenseitige Kommunikation	413	187
(b) Freiwilligkeit erforderlich?	415	188
(2) Gegenstand der Abstimmung	418	190
(a) Abgestimmter Erwerb von Aktien	422	191
(b) Übernahme und Restrukturierung	427	193
bb) Abstimmung bezüglich Stimmrechtsausübung, § 34 Abs. 2 S. 2 Alt. 1 WpHG	430	194
(1) Ausübung von Stimmrechten	430	194
(2) Abstimmung	434	195
(3) Gegenstand der Abstimmung	437	197
cc) Einzelfallausnahme	438	198
(1) Materielles oder formelles Begriffs- verständnis?	440	198
(2) Auslegung des Einzelfallkriterium nach formeller Ansicht	443	200
(3) Übernahme per Debt to Equity Swap als Einzelfall?	448	202
3. Meldepflicht für Instrumente gem. § 38 Abs. 1 WpHG	451	203
4. Zwischenfazit: Veröffentlichungspflichten beim echten Debt to Equity Swap	454	203
III. Meldepflichten bei unechtem Debt to Equity Swap, Debt Asset Swap und Share Pledge Enforcement	456	204
1. Meldepflichten nach §§ 33, 34 WpHG	458	205
2. Meldepflichten gem. § 38 Abs. 1 WpHG	461	205
a) Allgemeines	462	206
b) Instrumente	464	206
c) Erwerbsrecht, § 38 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpHG	466	207
d) Forderungen als Instrumente mit vergleichbarer wirtschaftlicher Wirkung i. S. d. § 38 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG?	469	208
aa) Telos: Verhinderung eines „Anschleichens“	471	209
bb) Mit Aktien vergleichbare wirtschaftliche Wirkung?	472	210

	Rn.	Seite
cc) Erwerbsmöglichkeit unmittelbar im Instrument		
angelegt	478	213
dd) „Wirtschaftliche Logik“ des Anteilserwerbs	482	214
ee) Share Pledge Enforcement – Besonderheit		
bei Pfandrechten?	487	216
e) Möglichkeit der analogen Anwendung	491	219
3. Fazit	497	221
IV. Bewertung der Transparenzregeln	499	222
1. Aufdecken der bestehenden Macht- und Einfluss-		
strukturen	500	222
2. Offenlegung bevorstehender Stimmrechtstransaktionen	506	224
3. Informationseffizienz	510	226
4. Freefloat	515	227
C. Kapitalmarktrechtliche Ad-hoc-Publizität	517	228
I. Sachlicher und persönlicher Anwendungsbereich		
des Art. 17 MAR	519	229
II. Gegenstand der Veröffentlichungspflicht: Insider-		
informationen	521	229
1. Präzise Information	522	230
a) Allgemein	522	230
b) Präzise Informationen bei Loan-to-Own-Situationen	526	231
aa) Objektive Umstände	527	232
bb) Subjektive Umstände	529	232
2. Nicht öffentlich bekannt	534	234
3. Bezug zum Emittenten oder einem Finanzinstrument	538	235
4. Kursrelevanz	539	235
a) Der verständige Anleger	541	236
b) Geeignetheit zur erheblichen Kursbeeinflussung	545	237
c) Kursrelevanz bei schuldenbasierten Übernahmen	549	239
aa) Der Erwerb einer beherrschenden Stellung		
im Fremdkapital	551	240
(1) Bei Fremdkapitalpositionen, die nicht börsen-		
notiert sind	552	241
(2) Fremdkapital als Finanzinstrument gem. Art 3		
Abs. 1 Nr. 1 MAR	559	245
bb) Veränderung der Leitungsstruktur schon vor der		
Übernahme	563	246
cc) Einleitung eines Restrukturierungsverfahrens	570	249
dd) Durchführung von Debt to Equity Swap und		
anderen Sanierungsmaßnahmen	574	250
ee) Loan-to-Own-Übernahmen als gestreckte Sach-		
verhalte	577	252

	Rn.	Seite
5. Zusammenfassung	582	254
III. Veröffentlichungspflicht bei unmittelbarer Betroffenheit,		
Art. 17 Abs. 1 MAR	583	254
IV. Bewertung der Publizitätswirkung des Art. 17 MAR	587	256
1. Informationsallokation: Wer weiß was?	588	256
2. Möglichkeit der Selbstbefreiung gem. Art. 17 Abs. 4		
MAR	593	258
a) Berechtigtes Interesse des Emittenten	594	258
b) Keine Irreführung des Marktes	600	261
c) Geheimhaltung der Insiderinformation	602	262
d) Fazit Selbstbefreiung	603	263
3. Folge: Informationsasymmetrie	605	263
D. Schlussbetrachtung: Informationelles Vakuum?	607	264
I. Offenlegungspflicht für Geschäfte mit nahestehenden		
Personen	608	264
II. Publizitätspflichten nach KAGB	611	266
III. Aktienrechtliche Meldepflichten	615	268
IV. Offenlegung durch die Investoren	617	269
V. Sonstige Informationsquellen	619	269
VI. Zwischenergebnis	622	271
Kapitel 4: Transparenzbedürfnis aus gesellschaftsrechtlicher		
Sicht	623	273
A. Erhöhte Eingriffsqualität des StaRUG	625	273
B. Ausschaltung der privatautonomen Investitionsfreiheit	628	274
I. Handlungsoptionen für den Schuldner	629	275
II. Corporate Governance – Einfluss der Gesellschafter	632	276
III. Frühzeitige Kenntnis als Voraussetzung	634	277
C. Ex ante-Kontrolle der Geschäftsleitung	637	278
D. Informationsasymmetrie im ex post-Rechtsschutz	640	279
E. Fazit	644	281
Kapitel 5: Veröffentlichungspflichten de lege ferenda	646	283
A. Bisherige Vorschläge de lege ferenda	648	283
I. Vorschlag von <i>Lipson</i>	648	283
II. Vorschlag von <i>Harner</i>	650	284
III. Der Vorschlag von <i>Florstedt</i>	652	284
IV. Reformvorschlag von <i>Brinkmann</i>	654	285
V. Der Vorschlag <i>Palenkers</i>	656	286

	Rn.	Seite
B. Eigener Regelungsvorschlag	658	287
I. Kreis der erfasste Zielgesellschaften: Wie weit reicht das Regulierungsbedürfnis?	661	288
1. Offenlegungsinteresse für private und börsennotierte Unternehmen	662	288
2. Schutz durch die Legislative notwendig?	664	289
II. Offenzulegende Positionen	668	292
1. Art der offenzulegenden Forderungen: Finanzverbindlich- keiten	669	292
2. Offenlegung auch für originären Erwerb	673	295
3. Schwellenwerte	677	296
4. Schwellenberechnung	681	297
5. Zurechnungstatbestände	685	298
III. Begrenzung des persönlichen Anwendungsbereichs	688	299
1. Konzeption von Palenker: Eingrenzung auf Investment- fonds	689	299
2. Eigener Vorschlag: Eingrenzung auf aktivistische Investoren	690	300
a) Begründung	691	301
aa) Funktionale Begründung der Transparenz- pflichten	691	301
bb) Transaktionskosten	692	302
cc) Anreize zur Informationssuche	697	303
dd) Kein Offenlegungsinteresse von Seiten des Emittenten	698	304
b) Umsetzung	699	304
aa) Differenzierung auf Tatbestandsebene untauglich	700	304
bb) Selektion auf Rechtsfolgenebene: Meldung als Obliegenheit	702	305
IV. Offenlegung unabhängig von einer finanziellen Krise des Targets	705	307
1. Vor- und Nachteile einer Beschränkung auf die finan- zielle Krise der Zielgesellschaft	706	307
2. Vorschlag eines krisenunabhängigen Transparenzregimes ...	711	309
a) Kein Information Overload	713	309
b) Keine zusätzliche Belastung für Investoren	714	310
V. Sanktionierung eines Verstoßes	715	310
1. Einzige Sanktion: Stimmrechtsverlust	717	311
2. Kein weitergehender Rechtsverlust	720	312
3. Keine aufsichtsrechtlichen Sanktionen	724	313

Inhaltsverzeichnis

	Rn.	Seite
VI. Weitere Detailfragen	725	313
1. Offenlegung der Handelsstrategie?	726	314
2. Keine Offenlegung des Kaufpreises	730	315
3. Zu guter Letzt: europaweite Reform	733	316
Fazit	734	317
Literaturverzeichnis		321
Stichwortverzeichnis		369