



Ann-Kathrin Schleusener

Der Debt-Equity-Swap



PETER LANG

Einleitung

Die Kombination aus Finanz- und Wirtschaftskrise, restriktiver Kreditvergabepolitik von Banken und zu hoch verschuldeten Unternehmen hat 2009 die Zahl der Insolvenzen um mehr als 11% auf 33.762 Fälle steigen lassen. Die Summe der noch offenen Forderungen beträgt voraussichtlich 85 Mrd. Euro. Diese bislang höchste Summe ist auf die Insolvenzen einiger wirtschaftlich bedeutender Unternehmen zurückzuführen.¹ Beobachter rechnen im Jahr 2010 mit rund 40.000 Firmenpleiten; womöglich steht sogar ein Negativrekord ins Haus. Unter den in die Krise geratenen Unternehmen befinden sich viele, die aufgrund der tiefen Rezession zwar finanziell angeschlagen, aber sanierungsfähig sind. Wegen mangelnder Liquidität am Markt erhalten sie von Banken oder Investoren keine Kredite, um sich selber aus dieser Lage zu befreien. In solchen unternehmerischen Krisensituationen bietet sich die Durchführung eines Debt-Equity-Swap an. Hierbei werden Verbindlichkeiten in Eigenkapital umgewandelt.

Debt-Equity-Swaps sind im anglo-amerikanischen Rechtsraum ein gängiges Sanierungs- und Restrukturierungsmittel. In der deutschen Sanierungspraxis haben sie erst vor wenigen Jahren an Bedeutung gewonnen und werden vergleichsweise selten vollzogen. Zum einen wurden lange die rechtlichen Durchführungshindernisse und –risiken einer Sachkapitalerhöhung als zu hoch eingeschätzt.² Zum anderen bevorzugten viele die Schuldnersanierung gegenüber der übertragenden Sanierung, weil sie ohne den Transfer von Schuldnervermögen auskommt und somit vermeintlich weniger anfechtungsgefährdet ist.³ Zwischenzeitlich ist die Bereitschaft gestiegen, sich an ausländischen Vorbildern, insbesondere aus dem anglo-amerikanischen Rechtsraum, zu orientieren. Mehr und mehr Gläubiger(-Banken) denken darüber nach, ihre notleidenden Kredite in Beteiligungen umzuwandeln. Hat das in die Krise geratene Unternehmen Turnaround-Potenzial, ist ihnen mit einer erfolgreichen außergerichtlichen Sanierung oft mehr geholfen als mit einer Insolvenz. Auch Hedge- und Private-Equity-Fonds sowie internationalen Finanzinvestoren geht es mangels Wachstumsfinanzierungen im Private-Equity-Geschäft verstärkt um die nutzbringende Effektivierung im Kern leistungsfähiger Ressourcen. Zudem gibt es zum Zweck der Sanierung krisengeschüttelter Unternehmen nur wenige Alternativen. Refinan-

1 Statistisches Bundesamt, abrufbar unter <http://www.destatis.de/jetspeed/portal/cms/Sites/destatis/Internet/DE/Content/Statistiken/UnternehmenGewerbeInsolvenzen/Insolvenzen/Aktuell.psm1>.

2 *Ekkenga*, ZGR 2009, 581, 587; *Himmelsbach/Achsnick*, NZI 2006, 561 ff.; *Kestler/Striegel/Jesch*, NZI 2005, 417, 422.

3 *Ekkenga*, ZGR 2009, 581, 587.

zierungsoportunitäten sind im Markt kaum vorhanden. Auch deshalb hat sich die derzeitige Bundesregierung die Erleichterung von Restrukturierungen und Fortführungen sanierungsfähiger Unternehmen auf die Fahnen geschrieben. Mit gesetzlicher Einführung eines Debt-Equity-Swap in die Insolvenzordnung durch das Gesetz zur Erleichterung der Sanierung von Unternehmen (ESUG)⁴ ist im Frühjahr 2012 zu rechnen. Erklärtes Ziel des ESUG ist es, das Insolvenzplanverfahren auszubauen und die bisher gesetzlich nicht vorgesehene Möglichkeit einer Umwandlung von Forderungen in Anteilsrechte einzuführen. Die damit einhergehende Überwindung der Trennung von Insolvenz- und Gesellschaftsrecht soll Sanierungsmöglichkeiten von Unternehmen optimieren und das Insolvenzplanverfahren aufwerten.

Die vorliegende Arbeit soll den Debt-Equity-Swap mit all seinen rechtlichen Problemen und relevanten Gesichtspunkten darstellen.

Im ersten Teil werden zunächst der Markt für Debt-Equity-Swaps sowie seine Teilnehmer beschrieben und es werden beispielhaft Unternehmen genannt, bei denen eine solche Transaktion durchgeführt wurde. Anschließend werden die Motive der Investoren, der Altgesellschafter und des Schuldners bzw. der Zielgesellschaft für einen Debt-Equity-Swap herausgearbeitet.

Im zweiten Teil wird die gesellschaftsrechtliche Umsetzung untersucht. Die Möglichkeiten einer Kapitalerhöhung bzw. eines Kapitalschnitts, des Beteiligungserwerbs gegen Verzicht auf Kredite und der Umwandlung von Forderungen in Mezzanine-Kapital werden eingehend untersucht und voneinander abgegrenzt.

In den beiden folgenden Teilen wird geprüft, wie die Gläubiger und Altgesellschafter vor den für sie negativen Folgen des Debt-Equity-Swap geschützt werden können. Zum Schutz der Altgesellschafter wird ein Modell entwickelt, welches ihnen ermöglicht, auch nach der Hinausdrängung aus der Gesellschaft vermögensmäßig an deren Entwicklung zu partizipieren. Danach wird im fünften Teil auf die haftungsrechtlichen Aspekte, namentlich die faktische Geschäftsführerhaftung und die Differenzhaftung, eingegangen.

Im sechsten Abschnitt werden die kapitalmarktrechtlichen Gesichtspunkte herausgearbeitet. Die Abgabe des Pflichtangebots stellt hier den Schwerpunkt dar. Nachdem auf die kartellrechtlichen Aspekte eingegangen worden ist, werden im achten Teil die Bezüge zum Steuerrecht hergestellt. Die steuerlichen Folgen einer vereinfachten Kapitalherabsetzung und einer Kapitalerhöhung durch Sacheinlage werden untersucht. Zudem werden Optionen zur optimalen steuerlichen Gestaltung aufgezeigt. Darauf folgen im neunten Teil die themenrelevanten kreditvertraglichen Aspekte.

4 BT-Drucks. 17/5712.

Im zehnten Teil wird die rechtliche Ausgestaltung des Debt-Equity-Swap im anglo-amerikanischen Recht erläutert. Hierbei handelt es sich nicht um eine rechtsvergleichende Untersuchung. Vielmehr sollen die Aspekte, die die Durchführung einer solchen Transaktion in den USA und in England erleichtern, kurz hervorgehoben werden.

Der letzte Themenbereich betrifft die insolvenzrechtlichen Fragestellungen. Die Durchführung eines Debt-Equity-Swap außerhalb eines Insolvenzverfahrens wird von der Durchführung innerhalb eines Insolvenzverfahrens abgegrenzt. Die Vor- und Nachteile der Anwendbarkeit der insolvenzrechtlichen Vorschriften werden beleuchtet. Außerdem werden zur Stellung der Gläubiger- und Gesellschafterrechte im Insolvenzplanverfahren Reformvorschläge entwickelt. Abschließend werden die Ergebnisse zur geltenden Rechtslage zusammengefasst und es wird ein Ausblick auf die künftige Entwicklung des Debt-Equity-Swap gegeben.

Die folgenden Ausführungen beschränken sich auf den Fall, dass es sich bei der Schuldnergesellschaft um eine in Deutschland ansässige Kapitalgesellschaft handelt.