



Universität Hamburg

Seminar für Handels-, Schifffahrts-
und Wirtschaftsrecht

Geschäftsführender Direktor
Prof. Dr. Heribert Hirte, LL.M.(Berkeley)

Seminar

Unternehmensinsolvenzrecht

Prof. Dr. Heribert Hirte, LL.M. (Berkeley)

Sommersemester 2011

Der Debt-Equity-Swap in der Insolvenz

von
Martin Fornoff

Inhaltsverzeichnis

A.	Einleitung	1
B.	Allgemeines.....	3
I.	Begriffliche Einordnung.....	3
1.	„Distressed Debt“	3
2.	„Equity Swap“	4
II.	Motivationen der beteiligten Interessengruppen	4
1.	Das Unternehmen - Der Debt-Equity-Swap als Sanierungsinstrument	4
2.	Gläubiger	5
a.	Banken - Der Debt-Equity-Swap zur Risikominimierung im Forderungsmanagement	5
b.	Investoren – Der Debt-Equity-Swap als Investitionsinstrument.....	6
C.	Durchführung des Debt-Equity-Swap	6
I.	Investmentprozess	7
II.	Transaktionsprozess	8
1.	Rechtliche Vorgehensweise	8
a.	Kapitalschnitt	8
aa.	Nominelle Kapitalherabsetzung, §§ 229 ff. AktG; §§ 58a ff. GmbHG.....	8
bb.	Kapitalerhöhung, § 182 ff. AktG.....	10
(1)	Kapitalerhöhungsbeschluss.....	10
(2)	Bezugsrechtsausschluss.....	10
cc.	Einbringung der Forderung	11
2.	Der Debt-Equity-Swap de lege lata – Probleme und Risiken	11
a.	Sanierungsblockade bei Eingriff in Rechte der Anteilshaber	11
b.	Bewertung der einzubringenden Forderung.....	12
aa.	Gesetzliche Grundlagen, §§ 19 V, 30 GmbHG/§§ 27 IV, 57 AktG.....	13
bb.	Schutz der nicht an dem Debt-Equity-Swap beteiligten Gläubiger.....	14
cc.	Schutz zukünftiger Gläubiger	15
dd.	Gesellschafterschutz	16
ee.	Stellungnahme	17
c.	Eigenkapitalersatz – Sanierungsprivileg, § 39 IV 2 InsO	17
d.	Steuerliche Behandlung von Sanierungsgewinnen und Verlustvorträgen	18
aa.	Verlustvorträge - Sanierungsklausel, § 8c Ia KStG.....	18
(1)	Verstoß gegen europäisches Beihilferecht.....	19
(2)	Folgen der Aussetzung der Sanierungsklausel für den DES	19
bb.	Besteuerung des Sanierungsgewinn	20
cc.	Stellungnahme	21
3.	Der Debt-Equity-Swap de lege ferenda – Problem- und Risikobewältigung	21
a.	Beseitigung der Blockademöglichkeit?.....	21
aa.	Verfahren der Einbeziehung in den Insolvenzplan.....	22
(1)	Beschlussfassung, Abstimmung im Insolvenzplan.....	22
(2)	Obstruktionsverbot.....	23
bb.	Gesellschaftsrechtliche Formerfordernisse im Insolvenzplan.....	24
cc.	Rechtsschutz	26
dd.	Stellungnahme	27

b.	Beseitigung der Bewertungsschwierigkeiten?	27
c.	Konkretisierung des Zeitpunkts der „nachhaltigen Sanierung“?	30
d.	Entschärfung von belastenden Steuervorschriften?	30
D.	Zusammenfassung	31
E.	Fazit	32
F.	Anhang: Abbildungen	34

Literatur

Born, Alexander

Aktuelle Steuerfragen im Zusammenhang mit Debt-Equity-Swap-Transaktionen,
in: Betriebsberater 2009, 1730, 1735

(zit.: Born, in: BB 2009, 1730, S.)

Cahn, Andreas
Simon, Stefan
Theiselmann, Rüdiger

Debt Equity Swap zum Nennwert! –
Erwiderung auf Prof. Dr. Priester, DB 2010
S.1445,
in: Der Betrieb 2010, 1629, 1632

(zit.: Cahn/ Simon/ Theiselmann, in: DB
2010, 1629, S.)

Daimer, Andreas

Distressed Debt Investments: Debt-Equity-
Swaps am deutschen Markt,
1.Auflage, Hamburg 2009

(zit.: Daimer, Debt-Equity-Swaps am
deutschen Markt, S.)

Eilers, Stephan

Der Debt-Equity-Swap – Eine
Sanierungsmaßnahme für unternehmerische
Krisensituationen,
in: Zeitschrift für Gesellschafts- und
Wirtschaftsrecht 2009, 3, 3

(zit.: Eilers, in: GWR 2009, S.3)

Graf von Kanitz, Friedrich

Bilanzkunde für Juristen,
1.Auflage, München 2006

(zit.: Graf von Kanitz, Bilanzkunde für
Juristen, Rn.)

Hermanns, Michael
Buth, Andrea

Restrukturierung, Sanierung, Insolvenz –
Handbuch,
3. Auflage, München 2009

(zit.: Buth/Hermanns, Restrukturierung,
Sanierung, Insolvenz, Rn.)

Herzig, Norbert

Ertragssteuerliche Begleitmaßnahmen zur
Modernisierung des Insolvenzrechts,
in: Die Wirtschaftsprüfung Sonderheft 2011,
27, 30

(zit.: Herzig, in: WPg Sonderheft 2011, 27,
S.)

- Himmelsbach**, Rainer
Achsnick, Jan
Investments in Krisenunternehmen im Wege
sanierungsprivilegierter debt-equity-swaps,
in: Neue Zeitschrift für Sanierung und
Insolvenz 2006, 561, 565

(zit.: Himmelsbach/Achsnick, in: NZI 2006,
561, S.)
- Hirte**, Heribert
Kapitalgesellschaftsrecht,
5. Auflage, Köln 2006

(zit. Hirte, Kapitalgesellschaftsrecht, Rn.)
- Hirte**, Heribert
Bezugsrechtsausschluß und Konzernbildung,
1.Auflage, Köln 1986

(zit.: Hirte, Bezugsrechtsausschluß und
Konzernbildung, S.)
- Hirte**, Heribert
Knof, Béla
Das „neue“ Sanierungsprivileg nach § 39
Abs. 4 Satz 2 InsO,
in: Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht
2009, 1961, 1971

(zit.: Hirte/Knof, in: WM 2009, 1961, S.)
- Hirte**, Heribert
Knof, Béla
Mock, Sebastian
Das Gesetz zur weiteren Erleichterung der
Sanierung von Unternehmen (Teil 1),
in: Der Betrieb 2011, 632, 643

(zit.: Hirte/Knof/Mock, in: DB 2011, 632, S.)
- Hüffer**, Uwe
Beck'scher Kurzkomentar zum
Aktiengesetz,
9. Auflage, München 2010

(zit. Hüffer, Aktiengesetz, §, Rn.)
- Kestler**, Matthias
Striegel, Andreas
Jesch, Thomas
Distressed Debt Investments –
Insolvenzrechtliche Instrumentarien der
Unternehmenssanierung über Fremdkapital,
in: Neue Zeitschrift für Sanierung und
Insolvenz 2005, 417, 436

(zit.: Kestler/Striegel/Jesch, in: NZI 2005,
417, S.)
- Leutheusser-Schnarrenberger**, Sabine
Interview: Die Reform des Insolvenzrechts in
Deutschland – Status quo und Ausblick,
in: Die Wirtschaftsprüfung Sonderheft 2011,
52, 54

(zit.: Leutheusser-Schnarrenberger, in: WPg
Sonderheft 2011, 52, S.)

- Meyer, Heinrich**
Degener, Jan-Moritz
- Debt-Equity-Swap nach dem RegE-ESUG,
in: Betriebsberater 2011, 846, 851
- (zit.: Meyer/Degener, in: BB 2011, 846, S.)
- Nerlich, Jörg**
Kreplin, Georg
- Münchener Anwaltshandbuch Sanierung und
Insolvenz,
1.Auflage, München 2006
- (zit. Bearbeiter, in: Münchener
Anwaltshandbuch Sanierung und Insolvenz,
Rn.)
- Priester, Hans-Joachim**
- Debt Equity Swap zum Nennwert? ,
in: Der Betrieb 2010, 1445, 1450
- (zit.: Priester, in: DB 2010, 1445, S.)
- Richter, Nicholas**
- Möglichkeiten und Grenzen des Distressed
Debt Investing in Deutschland am Beispiel
von Unternehmensverbindlichkeiten,
Schriften zum europäischen Management,
Diss. Universität Rostock 2006,
1.Auflage, Wiesbaden 2006
- (zit.: Richter, Möglichkeiten und Grenzen des
Distressed Debt Investing in Deutschland, S.)
- Saenger, Ingo**
- Gesellschaftsrecht,
1.Auflage, München 2010
- (zit.: Saeger, Gesellschaftsrecht, Rn.)
- Schulz, Dietmar**
- Restrukturierungspraxis: Sanierung und
Liquiditätsbeschaffung,
1.Auflage, Stuttgart 2010
- (zit.: Schulz, Sanierung und
Liquiditätsbeschaffung, S.)
- Simon, Stefan**
- Der Debt-Equity-Swap nach dem Gesetz zur
weiteren Erleichterung der Sanierung von
Unternehmen,
in: Corporate Finance Law 2010, 448, 459
- (zit.: Simon, in: CFL 2010, 448, S.)
- Toth-Feher, Geza**
Schick, Olaf
- Distressed Opportunities – Rechtliche
Probleme beim Erwerb notleidender
Forderungen von Banken,
in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2004, 491,
497
- (zit.: Toth-Feher/Schicke, in: ZIP 2004, 491,
S.)

Zimmer, Thomas

Abschaffung der Sanierungsklausel (§ 8c
Abs. 1a KStG) und Debt-Equity-Swap nach
ESUG,
in: Zeitschrift für das gesamte Insolvenzrecht
2011, 950, 953

(zit.: Zimmer, in: ZInsO 2011, 950, S.)

A. Einleitung

Nach dem wirtschaftlichen Einbruch der letzten Jahre scheint es deutschen Unternehmen wieder besser zu gehen. So lässt sich im ersten Halbjahr 2011 ein Rückgang der Unternehmensinsolvenzen um 11,1% verzeichnen¹. Entsprechend beurteilt der Mittelstand die aktuelle Geschäftslage als weitestgehend gut und prognostiziert für die nächsten Monate eine positive Gesamtgeschäftsentwicklung².

Dennoch haben die zahlreichen Unternehmensinsolvenzen der letzten Jahre gezeigt, dass die von der Insolvenzordnung (InsO) bereitgestellten Instrumentarien zur Sanierung von Unternehmen ihr Ziel verfehlen. Charakteristisch für die fehlende Sanierungsfunktion der InsO ist dabei insbesondere die geringe Akzeptanz des Insolvenzplanverfahrens. Dieses ist dem Liquidationsverfahren jedoch entsprechend dem Ziel der InsO, der gemeinschaftlichen Befriedigung aller Gläubiger (§ 1 I InsO), grundsätzlich gleichgestellt³. Ein Insolvenzplanverfahren gem. §§ 217 ff. InsO verfolgt dabei gegenüber der Verwertung aller Vermögensgegenstände im Rahmen eines Liquidationsverfahrens den Zweck, Gläubigern des schuldnerischen Unternehmens ein Instrument an die Hand zu geben, die Insolvenz autonom und flexibel abzuwickeln⁴.

Die fehlende Praxisrelevanz der Betriebsfortführung im Rahmen eines Insolvenzplanverfahrens resultiert hauptsächlich aus der fehlenden Verzahnung von gesellschafts- und insolvenzrechtlichen Regelungssystematiken. Es besteht eine derart strikte Trennung, dass jegliche Sanierungsmaßnahmen, die nach den gesellschaftsrechtlichen Regelungen der Mitwirkung der Anteilsinhaber bedürfen, auch in Krisensituationen nur nach den entsprechenden gesellschaftsrechtlichen Regeln erfolgen können. Dieses Defizit wird insbesondere dann offensichtlich, wenn zum Zwecke

¹ Vgl. Creditreform „Insolvenzen Neugründungen Löschungen 2011“ S.1, abrufbar unter: http://www.creditreform.de/Deutsch/Creditreform/Presse/ungen_Loeschungen_DE/2011_-_1._Halbjahr/2011-06-27_Insolvenzen_Neugruendungen_Loeschungen.pdf (abgefragt am 05.07.11)

² Vgl. Ernst & Young „Mittelstandsbarometer 2011“ S.5 f., abrufbar unter: [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Mittelstandsbarometer_Deutschland_-_Maerz_2011/\\$FILE/Mittelstandsbarometer%20Maerz%202011.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Mittelstandsbarometer_Deutschland_-_Maerz_2011/$FILE/Mittelstandsbarometer%20Maerz%202011.pdf) (abgefragt am 07.06.11).

³ Nerlich, in: Münchener Anwaltshandbuch Sanierung und Insolvenz, Rn.81.

der Sanierung Forderungen gegen das Unternehmen in Eigenkapital umgetauscht werden sollen, der Umtausch aber aufgrund der für die Kapitalmaßnahmen erforderlichen Zustimmung der Gesellschafter scheitert. Das führt nicht nur dazu, dass insolvente Unternehmen trotz potentieller Fortführungsmöglichkeiten häufig liquidiert werden, sondern auch zu einem Wettbewerbsnachteil des deutschen Insolvenzrechts insbesondere zum „Chapter 11“- Verfahren nach US-Amerikanischen Vorbild und dem „Scheme of Arrangement“ nach britischem Recht⁵. Ein geringerer Handlungsbedarf aufgrund der allgemein positiven Wirtschaftsentwicklung besteht mithin nicht.

Die Bundesregierung hat nun einen Entwurf für ein Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen (ESUG) mit dem Ziel vorgelegt, vorhandene Blockaden des geltenden Insolvenzrechts zu beseitigen und die Möglichkeiten im Insolvenzplan zu erweitern⁶. Der Gesetzesentwurf sieht vor, dass der Insolvenzplan jede gesellschaftsrechtliche Maßnahme beinhalten kann, um das nicht gerechtfertigte Blockadepotential der Gesellschafter abzubauen⁷. Kernstück ist dabei die Einführung eines „Debt-Equity-Swap“ in das deutsche Recht. Hinsichtlich der massiven Kritik an den fehlenden Sanierungsmöglichkeiten im Insolvenzplanverfahren könnte sich der „Debt-Equity-Swap“ als „Galionsfigur“ der „neuen“ InsO beweisen.

Vor diesem Hintergrund soll der Zweck und die Funktionsweise des Debt-Equity-Swaps näher betrachtet (B., II. ;C., II., 1.) und im Hinblick auf die Probleme des geltenden Rechts (C., II., 2.) und die durch das ESUG bevorstehende Umgestaltungen (C., II., 3.) untersucht werden.

⁴ Nerlich, in: Münchener Anwaltshandbuch Sanierung und Insolvenz, Rn.82.

⁵ Vgl. dazu auch Fockenbrock, Dieter: Pleitefälle wandern nach London aus, in: Handelsblatt v. 27.06.2011, abrufbar unter: <http://www.handelsblatt.com/unternehmen/handel-dienstleister/pleitefaelle-wandern-nach-london-aus/4326762.html> (abgefragt am 05.07.2011)

⁶ Einleitung RegE-ESUG, S.1.

⁷ Leutheusser-Schnarrenberger, in: WPg Sonderheft 2011, 52, 52.

B. Allgemeines

§ 255a II RegE-ESUG sieht vor:

„Im gestaltenden Teil des Plans kann vorgesehen werden, dass Forderungen von Gläubigern in Anteils- oder Mitgliedschaftsrechte am Schuldner umgewandelt werden.“

Ein solches Rechtsinstitut ist in der bisherigen InsO nicht vorhanden und wird „*Debt-Equity-Swap*“ oder „*Debt-to-Equity-Swap*“ genannt. Im Folgenden soll die Bedeutung dieses Begriffs und die Motivation der an der Transaktion beteiligten Gruppen erläutert werden.

I. Begriffliche Einordnung

„*Debt-Equity-Swap*“ kann begrifflich als Verknüpfung von „*Distressed Debt*“ und „*Equity*“ beschrieben werden.

1. „Distressed Debt“

Unter „*Debt*“ sind „Schulden“ oder „Verbindlichkeiten“ in Form von Staatsschulden, Schulden aus Darlehen und Hypothekenschulden sowie Unternehmensschulden zu verstehen⁸.

„*Distress*“ wird dabei mit „Notlage“, „in Bedrängnis“ oder „Elend“ übersetzt. Der Begriff kommt ursprünglich aus den USA und wird dort im Zusammenhang mit dem „*Chapter 11*“-Verfahren des Konkursgesetzes (*US Bankruptcy Code*) genutzt⁹. Maßgeblich ist hier eine Betrachtung im Sinne eines „*Financial Distress*“¹⁰. „*Financial Distress*“ liegt dann vor, wenn die Wahrscheinlichkeit besteht, dass das Unternehmen nicht fähig ist, seine fälligen Verbindlichkeiten zu erfüllen oder eine Unternehmenskrise schon so weit fortgeschritten ist, dass der Schuldner seinen vertraglichen Verpflichtungen nicht mehr nachkommt bzw. kommen kann und der Gläubiger dadurch die Möglichkeit hat, den Vertrag einseitig zu beenden (sog. „*Default*“)¹¹. Der Begriff „*Distressed Debt*“ umfasst sowohl den tatsächlichen als auch nur den möglichen Zahlungsausfall des Schuldners¹².

⁸ Richter, Möglichkeiten/Grenzen Distressed Debt Investing in Deutschland, S.9.

⁹ Daimer, Debt-Equity-Swaps am deutschen Markt, S.3.

¹⁰ Richter, Möglichkeiten/Grenzen Distressed Debt Investing in Deutschland, S.10.

¹¹ Richter, Möglichkeiten/Grenzen Distressed Debt Investing in Deutschland, S.11.

¹² Richter, Möglichkeiten/Grenzen Distressed Debt Investing in Deutschland, S.12.

Zur Bestimmung der Forderung als „*Distressed Debt*“ sind dabei vornehmlich die Bilanzkennzahlen oder die Bewertung (sog. „*Rating*“) ¹³ der Forderungen heranzuziehen ¹⁴.

2. „Equity Swap“

Unter „*Equity*“ begreift man die Beteiligung oder die eigenkapitalähnliche Beteiligung an einem Unternehmen ¹⁵. Der „*Debt-Equity-Swap*“ bezeichnet also den Wechsel („*Swap*“) von notleidenden Verbindlichkeiten in Eigenkapital an einem Unternehmen. Mangels entsprechendem deutschsprachigem Begriff, soll der englischsprachige Begriff auch in den folgenden Ausführungen genutzt werden.

II. *Motivationen der beteiligten Interessengruppen*

An einem Debt-Equity-Swap sind dabei regelmäßig mehrere Parteien beteiligt. Auf der einen Seite steht das schuldnerische bzw. insolvente Unternehmen, auf der anderen Seite der Gläubiger bzw. Investoren. Dabei sind die Interessen der unterschiedlichen Gruppen mannigfaltig.

1. Das Unternehmen - Der Debt-Equity-Swap als Sanierungsinstrument

Das jeweilige an der Transaktion beteiligte Unternehmen ist entweder überschuldet, zahlungsunfähig oder beides ¹⁶. Um die Betriebsfortführung durch den Insolvenzplan zu gewährleisten, ist der gesteigerte Kapitalbedarf zu befriedigen ¹⁷. Übliche Kapitalgeber wie Hausbanken des Schuldnerunternehmens wollen dabei meist kein Kapital mehr zuführen, während Gesellschafter größtenteils schlicht nicht mehr in der Lage sind, aus ihrem privaten Vermögen Liquidität zufließen zu lassen ¹⁸. Zudem ist die bloße Senkung der Schulden durch Zuführung von Eigenkapital alleine noch nicht ausreichend ¹⁹; hinzu tritt der Bedarf an einer Reduktion der Verbindlich-

¹³ Zu den wichtigsten Ratingagenturen zählen Standard & Poor's (S&P) sowie Moody's. Es gibt dabei keine allgemeingültige Einordnung einer Forderung als „*Distressed Debt*“. Teilweise wird eine solche Einstufung schon ab einem Rating von BB+, zum Teil erst dann, wenn die Forderung mit C oder D geratet ist, angenommen.

¹⁴ Daimer, Debt-Equity-Swaps am deutschen Markt, S. 3.

¹⁵ Kestler/Striegel/Jesch, in: NZI 2005, 417, 420.

¹⁶ Kestler/Striegel/Jesch, in: NZI 2005, 417, 422.

¹⁷ Vgl. Schulz, Sanierung und Liquiditätsbeschaffung, S.186.

¹⁸ Himmelsbach/Achsnick, in: NZI 2006, 561, 561.

¹⁹ Schulz, Sanierung und Liquiditätsbeschaffung, S.187.

keiten im Gesamten²⁰. Das Unternehmen ist also nicht in der Lage, die notwendigen finanzwirtschaftlichen Sanierungsbeiträge selbst zu erbringen. In einer solchen Situation kann der Debt-Equity-Swap das geeignete Restrukturierungsinstrument sein. Durch ihn können verschiedene positive Einwirkungen auf das Unternehmen erzielt werden: Wichtigster Effekt ist die Beseitigung der (zumindest bilanziellen) Überschuldung²¹ durch die Kombination aus einer möglichen Erhöhung der Eigenkapitalquote bei gleichlaufender Verringerung der Verbindlichkeiten²². Hinzu kommt, dass auch die Zinsbelastung der Gesellschaft durch den Abbau der Verbindlichkeiten verringert wird²³. Zudem führt das „frei werden“ von zuvor besicherten Aktiva zum einen zu der Möglichkeit, neue Sicherheiten zu bestellen, zum anderen zu einem besseren Rating, wodurch wiederum neue Kreditverträge eingegangen werden können²⁴.

2. Gläubiger

Eine Sanierung ist aber nur durch die Mitwirkung der Gläubiger des insolventen Unternehmens möglich. Dabei ist zwischen den Gläubigern „aus erster Hand“ und solchen, die aus Investitionsgründen Forderungen gegen das Unternehmen erwerben, zu unterscheiden.

a. Banken - Der Debt-Equity-Swap zur Risikominimierung im Forderungsmanagement

Gläubiger „aus erster Hand“ sehen sich einem erheblichen eigenen finanziellen Risiko gegenüber. So ist stets mit einem kompletten Zahlungsausfall des insolventen Unternehmens zu rechnen. Dabei handelt es sich meist um Banken, deren Forderungen aus Unternehmenskrediten resultieren. Diese Banken sind nur indirekt an einem Debt-Equity-Swap interessiert. Da mit dem Erwerb eines Anteils zwar Mitgliedschaftsrechte, wie Gewinnbezugsrechte, aber auch Mitgliedschaftspflichten bis hin zur Übernahme von Leitungs- bzw. Restrukturierungs- und Sanierungsaufgaben auf die Bank übergehen, ist die Anteilsinhaberschaft meist nicht attraktiv. Die Motivation ist vielmehr der Verkauf der Forderung an einen

²⁰ Schulz, Sanierung und Liquiditätsbeschaffung, S.187.

²¹ Buth/Hermanns, Restrukturierung, Sanierung, Insolvenz, Rn.53.

²² Schulz, Sanierung und Liquiditätsbeschaffung, S.187.

²³ Daimer, Debt-Equity-Swaps am deutschen Markt, S.39.

zahlungswilligen Investor, um die aus der Insolvenz resultierenden Kreditrisiken weiter zu geben²⁵. Neben Banken treten als Gläubiger bzw. Verkäufer einer „*Distressed Debt*“ häufig auch Versicherungen und Pensionskassen auf²⁶.

b. Investoren – Der Debt-Equity-Swap als Investitionsinstrument

Investoren, die „*Distressed Debts*“ erwerben, werden als „*Vulture Investoren*“ bezeichnet. Zu ihnen zählen hauptsächlich Investmentbanken, Hedge-Fonds und Finanzinvestoren. Dabei ist es - anders als bei Gläubigerbanken auf Verkäuferseite - erklärtes Ziel dieser Investoren, durch Beteiligungen Leitungsmacht über das Unternehmen zu übernehmen und durch Management-Entscheidungen eine aktive Einflussnahme auf die Geschäftsentwicklung auszuüben. Häufig wird solchen Investoren nachgesagt, dass sie eine Geschäftspolitik der Liquidierung, nicht der Betriebsfortführung und demgemäß ihre eigenen finanziellen Interessen ohne Rücksicht verfolgen²⁷. Diese Einschätzung ist in ihrer Härte aber nicht zutreffend. Zweifelsohne sind Management-Entscheidungen solcher Investoren häufig einschneidend; ihr Ziel ist aber nicht, ein Unternehmen auszubeuten, sondern vielmehr, durch geeignete Sanierungs- und Restrukturierungsmaßnahmen das Fortbestehen des Geschäftsbetriebes zu sichern, um den Wert des Unternehmens für eine spätere Veräußerung (sog. „*Exit*“) zu steigern und damit eine Rendite zu erzielen²⁸. Zudem sind „*Disstressed-Debt*“- Investoren durch ihre Spezialisierung für eine Sanierung wesentlich geeigneter als die jeweilige Hausbank²⁹.

C. Durchführung des Debt-Equity-Swap

Bei der Durchführung eines Debt-Equity-Swap ist zwischen dem Investmentprozess auf Seiten des Investors bzw. zwischen Investorensuche auf Unternehmensseite und dem darauf folgenden Transaktionsprozess im

²⁴ Daimer, Debt-Equity-Swaps am deutschen Markt, S.39.

²⁵ Daimer, Debt-Equity-Swaps am deutschen Markt., S.5.

²⁶ Daimer, Debt-Equity-Swaps am deutschen Markt, S.6.

²⁷ Vgl. dazu auch Maier, *Anglea*: Heuschrecken mit neuem Beuteschema, in: Financial Times Deutschland v. 21.04.2011, abrufbar unter: <http://www.ftd.de/karriere-management/management/ungeliebte-investoren-heuschrecken-mit-neuem-beuteschema/60042369.html> (abgefragt am 05.07.2011)

²⁸ Vgl. Daimer, Debt-Equity-Swaps am deutschen Markt, S.6.

²⁹ Vgl. Ebd.

engeren Sinne zu unterscheiden. Hier soll der Investmentprozess nur kurz vorgestellt und sich im Wesentlichen auf die tatsächlichen rechtlichen Voraussetzungen der Debt-Equity-Swap-Transaktion beschränkt werden.

I. Investmentprozess

An erster Stelle des Investmentprozesses durch den Investor befindet sich die Marktbeobachtung, die aktiv als auch passiv erfolgen kann³⁰. Entweder sucht der Interessent nach attraktiven Unternehmen in der Krise bzw. Insolvenz („*Targets*“), oder potentielle Verkäufer machen von selbst ein Verkaufsangebot³¹. Deutlich wird hier, dass das zu sanierende Unternehmen wohl in den wenigsten Fällen selbst einen Debt-Equity-Swap anstreben wird, sondern einen solchen regelmäßig durch Dritte (Banken, Sanierungs- und Restrukturierungsberater) angeboten bekommt.

Ist eine potentielle Investitionsmöglichkeit gefunden, so erfolgt eine „*Due Diligence*“³². Der Begriff „*Due Dilligence*“ stammt aus dem U.S.-Amerikanischen Kapitalmarktrecht und beschreibt eine sorgfältige Prüfung des Zielunternehmens, ähnlich dem Sorgfaltsmaßstab des § 276 BGB³³. Sie hat den Zweck, Informationen über das potentielle Unternehmen zu sammeln, Chancen sowie Risiken in juristischer und betriebswirtschaftlicher Hinsicht zu untersuchen, zu bewerten und schließlich mit dem gewonnen Informationsportfolio eine Entscheidung des Investors zu erleichtern³⁴. Dabei muss ein Investor, der einen Debt-Equity-Swap anstrebt, auf die Struktur der zu erwerbenden Forderungen achten³⁵. So müssen diese – nach einer möglichen Abwertung – Ausreichen, um bei einem Umtausch in Unternehmensanteile gleichsam die Leitungsmacht zu erwerben. Anderenfalls wäre die Umsetzung von restrukturierungs- und sanierungsbedingten Management-Entscheidungen mit großen Schwierigkeiten verbunden.

Nach der „*Due Diligence*“ erfolgen Vertrags- und Preisverhandlungen hinsichtlich des Erwerbs der Forderung³⁶. Bei einem Debt-Equity-Swap sind

³⁰ Daimer, Debt-Equity-Swaps am deutschen Markt, S.11.

³¹ Ebd.

³² Ebd.

³³ Vgl. Richter, Möglichkeiten/Grenzen Distressed Debt Investing in Deutschland, S.47.

³⁴ Ebd.

³⁵ Vgl. Richter, Möglichkeiten/Grenzen Distressed Debt Investing in Deutschland, S.44.

³⁶ Daimer, Debt-Equity-Swaps am deutschen Markt, S.13.

dabei für die Umwandlung der Forderung in Eigenkapital unterschiedliche rechtliche Umstände zu berücksichtigen (II.). Hat der Investor Unternehmensanteile durch Umtausch von Forderungen erworben, so wird er Sanierungsmaßnahmen durchführen, um anschließend durch den Unternehmensverkauf eine Rendite zu erzielen³⁷.

II. Transaktionsprozess

Unter dem Transaktionsprozess im engeren Sinne ist hier der rechtlich-technische Vorgang zum Tausch von Fremd- in Eigenkapital zu verstehen. Im Folgenden soll der Transaktionsablauf zunächst unabhängig von Reibungspunkten mit dem geltenden Recht dargestellt werden (1.). Danach soll die Kompatibilität bzw. Inkompatibilität des Debt-Equity-Swap mit der InsO (2.) und im Hinblick auf die durch den RegE-ESUG geplanten Änderungen (3.) untersucht werden, wobei auch auf die Chancen und Risiken des Regierungsentwurfs eingegangen werden soll.

1. Rechtliche Vorgehensweise

Hat ein Investor Forderungen zum Zwecke der Umwandlung in Eigenkapital erworben, so erfolgt die Umsetzung der Transaktion durch einen Kapitalschnitt³⁸. Dabei ist ein Kapitalschnitt meist schon aus Gründen der bilanziellen Anpassung der Passivseite an die Verluste und damit der Beseitigung der rechnerischen Überschuldung im Wege einer Herabsetzung des Stammkapitals (auf null) notwendig³⁹.

a. Kapitalschnitt

Der Kapitalschnitt erfolgt durch die nominelle Kapitalherabsetzung mit anschließender effektiver Kapitalerhöhung.

aa. Nominelle Kapitalherabsetzung, §§ 229 ff. AktG; §§ 58a ff. GmbHG

Die Kapitalherabsetzung bedarf dabei eines Beschlusses in der Haupt- bzw. Gesellschafterversammlung mit satzungsändernder Mehrheit, §§ 222 AktG, 58 GmbHG. Entweder erfolgt die Herabsetzung durch Zusammenlegung

³⁷ Daimer, Debt-Equity-Swaps am deutschen Markt, S.14.

³⁸ Achsnick/Himmelsbach, in: NZI 2006, 561, 562; Eine Kapitalherabsetzung ist nicht zwingend notwendig, aber aufgrund der Neuordnung der Verhältnisse von Forderung und Eigenkapital meist angemessen.

³⁹ Ebd.

oder durch Herabsetzung des Nennwerts einzelner Geschäftsanteile bzw. Aktien, vgl. § 222 AktG⁴⁰.

Bei der nominellen Kapitalherabsetzung handelt es sich im Gegensatz zu einer effektiven Kapitalherabsetzung um eine vereinfachte Variante. Bei letzterer bedarf es aufgrund der Rückführung des Gesellschaftsvermögens an die Gesellschafter eines erhöhten Gläubigerschutzes, der durch eine ganze Reihe an Schutzmechanismen gewährleistet wird (Gläubigeraufruf, Befriedigungsanspruch, Sperrjahr)⁴¹.

Wenn das Grund- bzw. Stammkapital aber durch Verluste teilweise oder ganz aufgebraucht ist, ist ein solcher Gläubigerschutz nicht notwendig. Entsprechend regelt § 229 AktG, dass eine Herabsetzung des Grundkapitals, die dazu dienen soll, Wertminderungen auszugleichen, sonstige Verluste zu decken oder Beträge in die Kapitalrücklage einzustellen, in vereinfachter Form vorgenommen werden kann (Abs. 1). Wird im Zuge der Kapitalherabsetzung Vermögen frei, ist dieses aber nur den gesetzlichen Zwecken zu dienen bestimmt⁴². Die vereinfachte Kapitalherabsetzung ist aber nur zulässig, nachdem der Teil der gesetzlichen Rücklage und der Kapitalrücklage, um den diese zusammen über zehn vom Hundert des nach der Herabsetzung verbleibenden Grundkapitals hinausgehen, sowie die Gewinnrücklagen vorweg aufgelöst sind (Abs. 2). Dabei kann das Stamm- bzw. Grundkapital vorläufig bis auf null reduziert werden⁴³.

Eine nominelle Kapitalherabsetzung erfüllt neben der bilanziellen Sanierung bzw. der Beseitigung der rechnerischen Überschuldung die Aufgabe, den Wert einer im Wege eines Debt-Equity-Swap einzubringenden Forderung in ein angemessenes Verhältnis zum bestehenden Eigenkapital zu stellen (vgl. Abb. 1./2.)⁴⁴. Da diese im Zuge eines Debt-Equity-Swap demnach der Unternehmenssanierung dient, ist sie auch problemlos gem. § 229 AktG zulässig⁴⁵.

⁴⁰ *Hirte*, Kapitalgesellschaftsrecht, Rn.6.56.

⁴¹ *Hirte*, Kapitalgesellschaftsrecht, Rn.6.57 ff.

⁴² *Hirte*, Kapitalgesellschaftsrecht, Rn.6.60.

⁴³ Ebd.

⁴⁴ *Meyer/Degener*, in: BB 2011, 846, 847.

⁴⁵ *Meyer/Degener*, in: BB 2011, 846, 846.

bb. Kapitalerhöhung, § 182 ff. AktG

An die nominelle Kapitalherabsetzung schließt sich bei einem Kapitalschnitt im Zuge einer Debt-Equity-Swap-Transaktion eine effektive Kapitalerhöhung (durch Einbringung der Forderung als Sacheinlage) an (vgl. Abb. 3). Die Voraussetzungen einer Kapitalerhöhung gegen Einlagen ergeben sich aus § 182 ff. AktG; § 56 GmbHG. Grundsätzlich ist dabei zwischen dem Beschluss zur Erhöhung des Kapitals und der Durchführung der Erhöhung als solcher zu unterscheiden⁴⁶.

(1) Kapitalerhöhungsbeschluss

Zunächst bedarf es eines Hauptversammlungs- bzw. Gesellschafterbeschlusses. Dabei ist bei der Aktiengesellschaft gem. § 182 I 1 AktG eine Erhöhung des Grundkapitals gegen Einlagen nur dann zulässig, wenn mit einer Mehrheit von mindestens drei Viertel des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals der Beschluss gefasst wurde. Hinzu kommt das Erfordernis einer einfachen Stimmenmehrheit i.S.d. § 133 I AktG⁴⁷. Schließlich müssen Vorstand und der Vorsitzende des Aufsichtsrats bei der Aktiengesellschaft den Beschluss über die Erhöhung des Grundkapitals zur Eintragung in das Handelsregister anmelden, § 184 I 1 AktG. Dabei gilt für die Sacheinlage, dass ein Beschluss zur Kapitalerhöhung nur gefasst werden darf, wenn der genaue Gegenstand, die Person von der die Gesellschaft den Gegenstand erhält und der Nennbetrag bzw. bei Stückaktien die Zahl der bei der Sacheinlage zu gewährenden Aktien im Beschluss über die Erhöhung des Grundkapitals festgesetzt werden, § 182 I 1 AktG/§ 56 GmbHG.

Daneben sind diese Informationen unter Beschreibung der Forderung sowie des Wertes der Forderung in die Satzung bzw. den Gesellschaftsvertrag aufzunehmen, §§ 183 I, 27 I 1 AktG/§§ 56 I, 19 V 1 GmbHG und bedürfen daher der notariellen Beurkundung.

(2) Bezugsrechtsausschluss

Hinzu kommt das Erfordernis eines Bezugsrechtsausschlusses für die Altgesellschafter⁴⁸. Ein solcher muss im Hinblick auf den Grundsatz der

⁴⁶ *Saeger*, Gesellschaftsrecht, Rn.652.

⁴⁷ *Hüffer*, Aktiengesetz, § 182, Rn.7.

⁴⁸ Ein Bezugsrechtsausschluss gewährleistet die Investitionssicherheit des Investors.

Verhältnismäßigkeit sachlich gerechtfertigt sein⁴⁹. Indes wird bei der Sacheinlage von Forderungen, die gegen die Gesellschaft bestehen, eine solche sachliche Rechtfertigung grundsätzlich nicht angenommen⁵⁰. So ist hier die Befriedigung der Forderung auch mittels der Kapitalerhöhung im Barwege ohne einen Bezugsrechtsausschluss möglich⁵¹. Da es im Sanierungsfall aber gerade an der Möglichkeit der Zuführung von Liquidität fehlt, gilt hier eine Ausnahme von diesem Grundsatz⁵².

cc. Einbringung der Forderung

Die Einbringung der Forderung erfolgt durch Forderungsübertragung, wobei diese sodann durch Konfusion erlischt – da mit der Übertragung Gläubiger und Schuldner in einer Person vereinigt sind – oder durch einen Erlassvertrag i.S.d. § 397 BGB zwischen dem Forderungsinhaber und dem schuldnerischen Unternehmen⁵³.

2. Der Debt-Equity-Swap de lege lata – Probleme und Risiken

Eine positiv gesetzliche Regelung des Debt-Equity-Swap in der InsO ist nicht vorhanden. Insofern ergeben sich bei einer Durchführung einer solchen Transaktion zahlreiche Probleme und Risiken.

a. Sanierungsblockade bei Eingriff in Rechte der Anteilsinhaber

Prominentester Problemfall ist wohl die Obstruktionsmöglichkeit der Anteilsinhaber aufgrund der Vorschriften über die Beschlussfassung, sei es im Rahmen einer Kapitalherabsetzung (§§ 229 ff. 222 AktG/§§ 58a, 53 GmbHG), Kapitalerhöhung (§ 182 AktG/§§ 53, 55 GmbHG) oder einem Bezugsrechtsausschluss (§ 186 III AktG). Besteht die Bereitwilligkeit der Anteilsinhaber, diesen Beschluss zu treffen nicht, so ist die Maßnahme in Ermangelung von gesetzlichen Regelungen zur zwangsweisen Durchsetzung nicht möglich.

⁴⁹ Hüffer, Aktiengesetz, § 186, Rn.25.

⁵⁰ Toth-Feher/Schick, in: ZIP 2004, 495, 495

⁵¹ Hüffer, Aktiengesetz, § 186, Rn. 35; Hirte, Bezugsrechtsausschluss und Konzernbildung, 1986, S.75.

⁵² Toth-Feher/Schick, in: ZIP 2004, 495, 495; Vgl. dazu und für den Bezugsrechtsausschluss im Allgemeinen: Hirte, Bezugsrechtsausschluss und Konzernbildung, S.74 f.

⁵³ Eilers, in: GWR 2009, S.3.

Nichts desto trotz ist ein zwangsweiser Eingriff auch in der Insolvenz eines Unternehmens vom Gesetzgeber der InsO ausdrücklich nicht vorgesehen⁵⁴. Dieser ging offensichtlich davon aus, dass die Gesellschafter im Angesicht der drohenden übertragenden Sanierung und den damit verbundenen Verlust aller Vermögensgegenstände („Assets“) jeder Sanierungsmaßnahme zustimmen würden, um die vollständige Wertlosigkeit ihrer Anteile am Unternehmensträger zu verhindern⁵⁵. Eine übertragende Sanierung ist für einen Investor aber nicht in jedem Fall die angestrebte Lösung. So werden Rechtspositionen wie öffentlich-rechtliche Genehmigungen, günstige langfristige Vertragsbindungen oder Lizenzen bei einem sog. „Asset-Deal“ nicht auf den Investor übertragen⁵⁶.

Den Gesellschaftern steht also eine Blockademöglichkeit zu, die nicht selten zu Zugeständnissen führt, die im Verhältnis zu dem noch bestehenden Wert ihrer Anteile nicht gerechtfertigt ist⁵⁷. Die erforderliche Mitwirkung der Gesellschafter erschwert dementsprechend häufig den Verhandlungsprozess einseitig zugunsten der Anteilsinhaber und führt zu einer nachteiligen zeitlichen Verzögerung bis hin zum völligen Misserfolg der Betriebsfortführung, sprich: der Liquidierung des Unternehmens. Entsprechend besteht die im Folgenden noch zu analysierende Frage, ob dieses Obstruktionspotential der Gesellschafter durch den RegE-ESUG eine Entschärfung erfahren hat.

b. Bewertung der einzubringenden Forderung

Liegen trotz dieser Schwierigkeiten alle erforderlichen Beschlüsse der Anteilsinhaber vor, so ist im Rahmen der Durchführung der Kapitalerhöhung die Forderung als Sacheinlage in das Unternehmen einzubringen. Wie bereits dargestellt ist dabei der Wert der Forderung in die Satzung bzw. den Gesellschaftsvertrag aufzunehmen. Streitig ist dabei, ob und wenn ja, wie die einzubringende Forderung zu bewerten ist. Dies ist eine der kontroversesten Streitigkeiten im Rahmen eines Debt-Equity-Swap. Zum einen wird vertreten, dass die Forderung zum Nennwert einzubringen ist, auch wenn dieser den tatsächlich am Markt zu realisierenden Wert

⁵⁴ BT-Drs. 12/2443, S.83.

⁵⁵ Ebd.

⁵⁶ Begr. RegE-ESUG, S.45, abrufbar unter: http://www.rws-verlag.de/fileadmin/zbb-volltexte/RegE_ESUG_23022011.pdf (abgefragt am 23.06.2011)

übersteigt (Abb. 6); zum anderen wird eine Vollwertigkeitsprüfung gefordert, die am Wert der Aktiva und den stillen Reserven zu messen ist (Abb. 7). Die Beantwortung dieser Frage hängt von den vorhandenen gesetzlichen Grundlagen und von der Bewertung schützenswerter Interessen ab.

aa. Gesetzliche Grundlagen, §§ 19 V, 30 GmbHG/§§ 27 IV, 57 AktG

Insofern ist zunächst zu ermitteln, ob die bestehenden gesellschaftsrechtlichen Regelungen eine Antwort darauf geben können, wie eine Sacheinlage im Rahmen einer Debt-Equity-Swap-Transaktion einzubringen ist.

Der Begriff der Vollwertigkeit einer Forderung wird im Recht der Aktiengesellschaften und Gesellschaften mit beschränkter Haftung im Rahmen des sog. „Cash-Poolings“ verwendet. Entsprechende Regelungen finden sich in den §§ 19 V, 30 GmbHG/§§ 27 IV, 57 AktG. Danach muss in einem „Cash-Pooling-System“ der jeweilige Rückzahlungsanspruch gegen eine verbundene Gesellschaft jederzeit durchsetzbar sein⁵⁸. Maßgeblich ist hier die Ausfallwahrscheinlichkeit gemäß der Bonität des Schuldners⁵⁹. Nach einer Ansicht ist dieser Vollwertigkeitsbegriff für „Cash-Pooling-Systeme“ funktionell auf die Debt-Equity-Swap-Transaktion zu übertragen und darauf abzustellen, weswegen die Vollwertigkeit der Forderung bei einem Debt-Equity-Swap notwendig ist⁶⁰. Geht man entsprechend dieser Ansicht davon aus, dass der Debt-Equity-Swap eine Befreiung der Passiva, die bislang Aktiva neutralisiert haben, bewirkt und damit das Vermögen der Gesellschaft für neue Zwecke frei wird, so muss den eingebrachten Forderungen auch ein entsprechendes Gesellschaftsvermögen gegenüberstehen⁶¹. Im Sinne einer bilanziellen Betrachtungsweise ist demnach erforderlich, dass die Forderung durch ein entsprechendes Aktivvermögen auch im Hinblick auf alle anderen bestehenden Verbindlichkeiten gedeckt sein muss⁶². Besteht ein nicht durch Eigenkapital

⁵⁷Begr. RegE-ESUG, S.45; häufig lassen sich Gesellschafter ihre Zustimmung abkaufen.

⁵⁸ BGH, BB 2009, S.2108 ff.

⁵⁹ Cahn/ Simon/ Theiselmann, in: DB 2010, 1629, 1629.

⁶⁰ Priester, in: DB 2010, 1445, 1448.

⁶¹ Ebd.

⁶² Ebd.

gedeckter Fehlbetrag, so ist die Einbringung der Forderung nur dann zulässig, wenn stille Reserven den Betrag auszugleichen im Stande sind⁶³. Gegen eine solche funktionelle Auslegung des Vollwertigkeitsbegriffs spricht jedoch der Wille des Gesetzgebers. Dieser verlangt eben einen Rückgewähranspruch, der jederzeit durchsetzbar ist – übrigens nicht erst seit Einführung der „Cash-Pool“-Regelungen⁶⁴. Eine bloß bilanzielle Betrachtungsweise im Sinne einer „Neutralisierungstheorie“ unter Berücksichtigung der stillen Reserven wird dem nicht gerecht⁶⁵. Eine derartige Abweichung von dem durch den Gesetzgeber gewollten Vollwertigkeitsbegriff ist nur unter der Voraussetzung einer zwingenden Begründung möglich, die aber hinsichtlich der gesetzlichen Bestimmungen nicht ersichtlich ist⁶⁶. Die Regelungen über die Hin- und Herzahlungen im „Cash-Pooling-System“ sind also nicht geeignet, eine Begründung für die Vollwertigkeitsprüfung der im Rahmen einer Sacheinlage einzubringenden Forderung zu liefern. Die bestehenden gesellschaftsrechtlichen Regelungen können also keine Antwort darauf geben, ob eine Sachanlage im Rahmen einer Debt-Equity-Swap-Transaktion zum Nennwert oder im Sinne eines Vollwertigkeitsbegriffes einzubringen ist.

bb. Schutz der nicht an dem Debt-Equity-Swap beteiligten Gläubiger

Fraglich ist, ob Aspekte des Gläubigerschutzes Aufschluss darüber geben können, welcher Ansatz bei der Einbringung von Forderungen heranzuziehen ist. Entscheidend ist hier die Frage, ob – bei bilanzieller Betrachtungsweise - durch eine der Varianten die Befriedigungsaussichten der nicht an einem Debt-Equity-Swap beteiligten Gläubiger des Unternehmens beeinträchtigt werden.

Geht man von einer gleichmäßigen Verteilung des Vermögens auf alle Gläubiger aus, so bewirkt der nicht durch Eigenkapital gedeckte Fehlbetrag im Ergebnis eine Wertminderung der gegen die Gesellschaft gerichteten ungesicherten Ansprüche⁶⁷. Bei einer Kapitalerhöhung im Barwege reduziert sich dieser Fehlbetrag durch eine Erhöhung der Aktiva (Abb. 5).

⁶³ *Priester*, in: DB 2010, 1445, 1448.

⁶⁴ *Cahn/Simon/Theisermann*, in: DB 2010, 1629, 1629.

⁶⁵ Ebd.

⁶⁶ Ebd.

⁶⁷ *Cahn/Simon/Theisermann*, in: DB 2010, 1629, 1630

Entsprechend höher fällt dann auch die individuelle Befriedigungsquote der Gläubiger aus.

Bei einer Debt-Equity-Swap-Transaktion handelt es sich demgegenüber lediglich um einen Passivtausch. Die Einlage der Forderung bewirkt eine Erhöhung des Eigenkapitals bei gleichlaufender Verminderung der Verbindlichkeiten, ohne dass eine Erhöhung der Aktiva stattfindet. Erfolgt die Einlage zum Nennwert der Forderung, so ergibt sich dabei hinsichtlich des nicht durch Eigenkapital gedeckten Fehlbetrages aber kein anderes Ergebnis, als wenn die Anrechnung der Forderung auf das Eigenkapital nur entsprechend ihres an dem Verhältnis von Vermögen und Verbindlichkeiten gemessenen Wertes erfolgt⁶⁸. Die Befriedigungsquote der Gläubiger ändert sich dadurch nicht (vgl. Abb. 6./7). Vielmehr besteht die Gefahr, dass die Anrechnung nur des vollwertigen Teils einer Forderung durch die dem geringeren Eigenkapital entsprechende niedrigere Ausschüttungssperre zu einer früheren Rückführung von Vermögen an die Gesellschafter führt, als wenn das Eigenkapital durch die Einlage zum Nennwert erfolgt⁶⁹. Die Gläubiger würden bei einer Einlage nur zum Wert der Forderung eine verminderte Befriedigung erfahren. Vielmehr wird eine Besserstellung dadurch erreicht, dass die am Debt-Equity-Swap beteiligten Forderungsinhaber hinter den übrigen Gläubigern zurücktreten und damit deren Befriedigungschance bzw. -quote verbessern⁷⁰.

cc. Schutz zukünftiger Gläubiger

Eine Benachteiligung durch Einbringung des Nennkapitals könnte aber zukünftige Gläubiger treffen. So gehen potentielle Gläubiger von einem Verlustdeckungspotential entsprechend der Haftkapitalziffer aus⁷¹. Dieses ist aber im Falle der Einbringung zum Nennwert aufgrund der Differenz zum tatsächlichen Wert entsprechend niedriger zu bewerten⁷². Aus der Bilanz ist dies für den Gläubiger aber nicht ohne Weiteres ersichtlich (vgl. Abb. 6./7).

Dem wird entgegengesetzt, dass dann aber vorauszusetzen sei, dass bei einem Debt-Equity-Swap nur der werthaltige Teil der Forderung

⁶⁸ Cahn/ Simon/ Theiselmann, in: DB 2010, 1629, 1630.

⁶⁹ Ebd.

⁷⁰ Simon, in: CFL 2010, 448, 453.

⁷¹ Priester, in: DB 2010, 1445, 1449.

angerechnet werden kann, was jedenfalls nicht der Fall sei, da die Nennwertanrechnung die korrekte Weise der Kapitalaufbringung darstelle⁷³. Dies kann jedoch nicht überzeugen. Gegenstand der Diskussion ist ja gerade, welche die korrekte Art der Kapitalaufbringung im Rahmen eines Debt-Equity-Swap darstellt. Eine derartige Argumentation stellt einen Zirkelschluss dar.

Ebenso kann nicht überzeugen, Gläubiger würden ihre Vorstellungen über die Finanzlage der Gesellschaft nicht von Kapitalmaßnahmen der Vergangenheit abhängig machen⁷⁴. Gerade in der Krise eines Unternehmens werden Gläubiger insbesondere bei hochwertigen Vertragsabschlüssen sehr wohl die Finanzlage des Unternehmens bezüglich vergangener Sanierungsmaßnahmen im finanzwirtschaftlichen Sinn untersuchen. Ein Irrtum über das Verlustdeckungspotential aufgrund der Einlage zum Nennwert ist also durchaus denkbar.

dd. Gesellschafterschutz

Die Frage der Bewertung einer als Sacheinlage eingebrachten Forderung könnte auch hinsichtlich des Schutzes der „Altgesellschafter“ relevant sein. So könnte das Erfordernis der werthaltigen Einbringung der Forderung aus einer möglichen Verwässerung der Vermögensbeteiligung der „Altgesellschafter“ resultieren. Im Hinblick auf deren schützenswerte Interessen könnte man vertreten, dass neue Gesellschaftsanteile nur gegen eine angemessene Gegenleistung herausgegeben werden dürfen⁷⁵.

Dagegen spricht aber, dass im Falle des Nichtvermögens der Gesellschaft die eingebrachte Forderung nach der Sanierung zu begleichen, ein Restwert der Gesellschaft nicht mehr bestehen würde, der den „Altgesellschaftern“ zusteht⁷⁶. Kann die Forderung demgegenüber vollständig beglichen werden, so entspricht der Nennwert der eingebrachten Forderung der Erhöhung des Eigenkapitals⁷⁷. Zudem wurden den Gesellschaftern vom Gesetzgeber schon ausreichende Mittel zur Seite gestellt, um sich gegen die Verwässerung ihrer Anteile am Unternehmensträger zu Wehr zu setzen. So stehen den

⁷² *Priester*, in: DB 2010, 1445, 1449.

⁷³ *Cahn/Simon/Theisermann*, in: DB 2010, 1629, 1631.

⁷⁴ So: *Cahn/Simon/Theisermann*, in: DB 2010, 1629, 1631.

⁷⁵ *Priester*, in: DB 2010, 1445, 1450.

⁷⁶ *Cahn/Simon/Theisermann*, in: DB 2010, 1629, 1632.

⁷⁷ *Simon*, in: CFL 2010, 448, 453.

Gesellschaftern mit dem Erfordernis der qualifizierten Kapitalmehrheit bei einer Kapitalerhöhung, dem Bezugsrechtsausschluss sowie der Anfechtungsmöglichkeit (§ 255 AktG) bei Überbewertung der Sacheinlage diverse Schutzmöglichkeiten zu. Aus Gründen des Schutzes der Altgesellschafter ist die Vollwertigkeitsprüfung der Forderung demnach nicht geboten.

ee. Stellungnahme

Weder die gesetzlichen Grundlagen, noch Gläubiger- oder Gesellschafterschutzgesichtspunkte können einen eindeutigen Aufschluss darüber geben, ob die im Rahmen eines Debt-Equity-Swap einzubringende Forderung einer Vollwertigkeitsprüfung unterzogen werden muss oder ob der Nennwert anzusetzen ist. Jedoch spricht vieles dafür, den Nennwert einer Forderung genügen zu lassen⁷⁸. Im Weiteren bleibt also zu untersuchen, ob diese Unklarheiten durch den RegE-ESUG beseitigt wurden konnten.

c. Eigenkapitalersatz – Sanierungsprivileg, § 39 IV 2 InsO

Mit Inkrafttreten des Gesetzes zur Modernisierung des GmbH Rechts und zur Bekämpfung von Missbräuchen (MoMiG) am 1.11.2008 hat sich die ursprüngliche Eigenkapitalersatzproblematik weitestgehend erledigt. So wurde im Zuge der Gesetzesänderungen das Recht der Gesellschafterdarlehen neu geregelt. Gesellschafterdarlehen sind danach nicht mehr eigenkapitalersatzähnlich sondern entsprechend ihrem Charakter als Verbindlichkeit der Gesellschaft gegenüber den Gesellschaftern einzuordnen⁷⁹. Zudem kommt diesen Verbindlichkeiten das Sanierungsprivileg des § 39 IV 2 InsO zugute, wenn Anteile bei drohender oder eingetretener Zahlungsunfähigkeit der Gesellschaft oder bei Überschuldung zum Zweck der Sanierung erworben werden⁸⁰. Nach dem Sanierungsprivileg sind die Forderungen eines Gesellschafters aus bestehenden oder neu gewährten Darlehen oder Forderungen aus Rechtshandlungen, die einem solchen Darlehen wirtschaftlich entsprechen,

⁷⁸ In der Praxis wird unabhängig von einer eventuellen Abwertung meist ein Teilforderungsverzicht als zusätzlicher Sanierungsbeitrag erbracht (sog. „*Initial Hair Cut*“).

⁷⁹ *Hirte/Knof*, in: WM 2009, 1961, 1961.

⁸⁰ *Hirte/Knof/Mock*, in: DB 2011, 632, 643.

nicht als nachrangig i.S.d. § 39 I Nr.5 InsO zu behandeln, bis die nachhaltige Sanierung des Unternehmens eingetreten ist.

Problematisch ist allerdings, wann von einer „nachhaltigen Sanierung“ gesprochen werden kann. Dies kann jedenfalls nicht schon mit der Beseitigung der Insolvenzgründe, sondern erst dann bejaht werden, wenn die Überschuldung und Zahlungsunfähigkeit beseitigt, also eine Fortführung des Unternehmens gesichert ist (sog. positive Fortführungsprognose)⁸¹. In der ersten Stufe ist zunächst festzustellen, ob sich eine rechnerische Überschuldung nach Liquidationswerten ergibt⁸². In einem zweiten Schritt ist danach zu fragen, ob die Fortführung des Unternehmens überwiegend wahrscheinlich ist (§ 19 II 2 InsO)⁸³. Ist dies der Fall, so muss die materielle Überschuldung nach Fortführungswerten betrachtet werden⁸⁴. Dabei ist aber auch zu beachten, dass die positive Fortführungsprognose durch den Abzug des Sanierungsbeitrages nicht beeinträchtigt werden darf⁸⁵.

d. Steuerliche Behandlung von Sanierungsgewinnen und Verlustvorträgen

Ein weiteres Problemgebiet ist die körperschaftsteuerliche Behandlung eines Debt-Equity-Swap hinsichtlich auftretender Sanierungsgewinne und die Erhaltung von Verlustvorträgen.

aa. Verlustvorträge - Sanierungsklausel, § 8c Ia KStG

Werden innerhalb von fünf Jahren mittelbar oder unmittelbar mehr als 25% des gezeichneten Kapitals, der Mitgliedschaftsrechte, Beteiligungsrechte oder der Stimmrechte an einer Körperschaft an einen Erwerber oder diesem nahestehende Personen übertragen (sog. schädlicher Beteiligungserwerb), so sind eventuell vorhandene Verlustvorträge nicht mehr nutzbar (§ 8c I 1 KStG). Ein vollständiger Verfall der Verlustvorträge tritt ein, wenn im genannten Zeitraum ein unmittelbarer oder mittelbarer Beteiligungserwerb von mehr als 50% erfolgt (§ 8c I 2 KStG). Nach Auffassung des

⁸¹ *Hirte/Knof*, in: WM 2009, 1961, 1969; Vgl. dazu und zum Folgenden auch IDW (Institut der Wirtschaftsprüfer) Prüfungsstandart 800 zur Beurteilung der Zahlungsunfähigkeit sowie zur Prüfung der Überschuldung (FAR 1/1996); dazu auch IDW Standard 6 zur Erstellung eines Sanierungsgutachtens.

⁸² *Graf von Kanitz*, Bilanzkunde für Juristen, Rn.887.

⁸³ Ebd.

⁸⁴ Ebd.

⁸⁵ *Hirte/Knof*, in: WM 2009, 1961, 1969.

Gesetzgebers soll diese Regelung dem Umstand Rechnung tragen, dass sich durch die Erweiterung des Kreises der Anteilsinhaber auch die Identität der Gesellschaft ändert⁸⁶.

Von der Beschränkung des Verlustabzuges wird gem. § 8c Ia KStG aber dann eine Ausnahme gemacht, wenn eine Beteiligung zum Zwecke der Sanierung übernommen wird. Die Sanierungsklausel des § 8c Ia KStG soll verhindern, dass Sanierungsmaßnahmen scheitern, weil der Verlustvortrag im Falle eines Eigentümerwechsel wegfällt⁸⁷.

(1) Verstoß gegen europäisches Beihilferecht

Im Juli 2009 leitete die Europäische Kommission ein beihilferechtliches Verfahren gegen die Sanierungsklausel ein, dass in ein förmliches Prüfungsverfahren gem. Art. 108 II AEUV und schließlich am 26.01.2011 in eine Feststellung durch die Kommission mündete, dass die Vorschrift des § 8c Ia KStG gegen das europäische Beihilferecht verstößt⁸⁸. Die Europäische Kommission vertritt die Ansicht, dass der im Sanierungsfall gestattete Erhalt von Verlustvorträgen trotz schädlichem Beteiligungserwerbs eine mittelbare Finanzierungshilfe an das Unternehmen darstellt⁸⁹. Bereits während des Prüfungsverfahrens wies das Bundesfinanzministerium die Finanzbehörden daher an, von der Anwendung des § 8c Ia KStG Abstand zu nehmen.

(2) Folgen der Aussetzung der Sanierungsklausel für den Debt-Equity-Swap

Die Regelungen im Zusammenhang mit der Sanierungsklausel sind damit nicht mehr anwendbar. Das kann für einen im Insolvenzplanverfahren durchgeführten Debt-Equity-Swap schwerwiegende Folgen haben: Ohne die Sanierungsklausel kann es dazu kommen, dass Eigentümerwechsel von 25-30% noch zu einem positiven Gesamtergebnis führen, während ein Beteiligungserwerb über 50% für Gläubiger uninteressant bleibt⁹⁰. Das kann insbesondere dann problematisch werden, wenn aufgrund der

⁸⁶ BT-Drs. 16/4841, S.76; Die Beschränkung des Verlustabzuges soll insbesondere den Missbrauch von Mantelkäufen verhindern.

⁸⁷ Zimmer, in: ZInsO 2011, 950, 951.

⁸⁸ Ebd.

⁸⁹ Meyer/Degener, in: BB 2011, 846, 850.

⁹⁰ Zimmer, in: ZInsO 2011, 950, 952.

Gläubigerstruktur eine große Anzahl an Gläubigern bereit ist, Forderungen in Eigenkapital umzuwandeln⁹¹.

Aber auch hinsichtlich der vom Insolvenzverwalter zu erstellenden insolvenzspezifischen Rechnungslegung führt der Untergang der Sanierungsklausel zu einem erheblichen Mehraufwand und damit zu einem beträchtlichen Kostenfaktor⁹². So muss im Insolvenzplan für jedes Rechenwerk (Plan- sowie Gewinn- und Verlustrechnung, Liquiditätsrechnungen, Planbilanzen usw.) eine Variante für einen Beteiligungserwerb bis 25%, eine Variante für einen Beteiligungserwerb und damit einen teilweisen Untergang des Verlustvortrags von 25-50% und eine Variante für den vollständigen Untergang des Verlustvortrages bei einem Beteiligungserwerb von über 50% erstellt werden⁹³.

bb. Besteuerung des Sanierungsgewinn

Kommt es infolge eines Debt-Equity-Swap zu sanierungsbedingten Gewinnen, so sind diese zu besteuern. Ein solcher Sanierungsgewinn entsteht hier durch Verzicht auf Darlehensforderungen oder durch Konfusion, da die Verbindlichkeiten bei der Gesellschaft auszubuchen sind⁹⁴.

Noch bis 1997 galt das Sanierungsprivileg, nach dem sanierungsbedingte Gewinne von der Besteuerung ausgenommen sind. Zwar kann eine zusätzliche Steuerbelastung auf Antrag erlassen werden, dies ist aber aufgrund der unterschiedlichen Positionen der Finanzgerichte mit erheblichen Unsicherheiten verbunden⁹⁵. Zusätzlich wird diese Problematik durch den Wegfall der Sanierungsklausel des § 8c Ia KStG verstärkt: Kommt es zu aufgrund eines Forderungsverzichtes zu sanierungsbedingten Buchgewinnen, sind diese nicht mehr mit Verlustvorträgen verrechenbar⁹⁶.

⁹¹ Zimmer, in: ZInsO 2011, 950, 952.

⁹² Ebd.; Die zu erstellenden Rechenwerke werden regelmäßig durch externe Dienstleister, wie Wirtschaftsprüfer/Steuerberater erstellt und stellen Masseverbindlichkeiten dar.

⁹³ Zimmer, in: ZInsO 2011, 950, 952.

⁹⁴ Born, in: BB 2009, 1730, 1732.

⁹⁵ Herzig, in: WPg Sonderheft 2011, 27,28.

⁹⁶ Ebd.

cc. Stellungnahme

Das geltende Recht birgt mithin wesentliche Schwierigkeiten und Unsicherheiten im Sinne der körperschaftlichen Besteuerung im Rahmen eines Deb-Equity-Swap. Diese können unter Umständen dazu führen, dass Gläubiger einer Umwandlung von Forderungen in Eigenkapital nicht zustimmen.

3. Der Debt-Equity-Swap de lege ferenda – Problem- und Risikobewältigung

Wie Eingangs bereits dargestellt, hat die Bundesregierung nun einen Entwurf für ein Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen mit dem Ziel vorgelegt, vorhandene Blockaden des geltenden Insolvenzrechts zu beseitigen und damit insgesamt eine Erleichterung der Sanierung von Unternehmen zu bewirken. Fraglich und im Folgenden zu erläutern ist insofern, ob die durch den Gesetzesentwurf bevorstehenden neuen Regelungsinhalte die dargestellten Probleme und Risiken der Durchführung einer Debt-Equity-Swap-Transaktion de lege lata zu beseitigen vermögen und damit die Möglichkeiten effektiver Unternehmenssanierung steigern können.

a. Beseitigung der Blockademöglichkeit?

Neu ist zunächst die Gleichstellung von Gesellschaftern und Gläubigern im Insolvenzplanverfahren. So konnten bisher Beschlüsse der Gesellschafter hinsichtlich sanierender Kapitalmaßnahmen nicht durch den Plan oder ein Insolvenzgericht ersetzt werden⁹⁷.

Durch den RegE-ESUG soll § 217 InsO folgendermaßen geändert werden:

„Ist der Schuldner keine natürliche Person, so können auch die Anteils- oder Mitgliedschaftsrechte der am Schuldner beteiligten Personen in den Plan einbezogen werden.“

Konsequenterweise wird dann auch in allen diesbezüglichen Vorschriften der InsO das Wort Gläubiger durch Beteiligte ersetzt. Die Beseitigung der Blockademöglichkeit der Gesellschafter bei einer Debt-Equity-Swap-Transaktion könnte nun durch den neu eingefügten § 225a RegE-InsO erreicht werden. Dieser sieht vor:

⁹⁷ Begr. RegE-ESUG, S.45.

„Im Plan kann jede Regelung getroffen werden, die gesellschaftsrechtlich zulässig ist [...]“ (Abs. 3)

So kann insbesondere

„Im gestaltenden Teil des Plans [...] vorgesehen werden, dass Forderungen von Gläubigern in Anteils- oder Mitgliedschaftsrechte am Schuldner umgewandelt werden.“ (Abs. 2)

Dabei werden die gesellschaftsrechtlichen Regelungen im Insolvenzverfahren entsprechend den besonderen Anforderungen bei der Einbeziehung der Gesellschafter im Insolvenzplanverfahren durch entsprechende Regelungen ersetzt⁹⁸.

aa. Verfahren der Einbeziehung in den Insolvenzplan

Wie die Auflösung der Blockademöglichkeiten der Anteilsinhaber durch Einbeziehung der Gesellschafter in den Insolvenzplan im Rahmen eines Debt-Equity-Swap abläuft, soll Gegenstand der folgenden Betrachtung sein.

(1) Beschlussfassung, Abstimmung im Insolvenzplan

Die Möglichkeit der Einbeziehung von Anteils- und Mitgliedschaftsrechten im Insolvenzplan bedeutet nicht, dass die Gesellschafter im Insolvenzplanverfahren quasi rechtslos sind. Vielmehr sind sie angehalten, wie jede andere Gruppe ihr Stimmrecht auszuüben. Dazu gehört selbstverständlich auch die Möglichkeit, gegen einen im Insolvenzplan festgelegten Debt-Equity-Swap zu stimmen. Die Stimmabgabe erfolgt dabei mit dem Ziel der Beschlussfassung durch Abstimmung, §§ 243, 244 InsO. Erforderlich für die Annahme eines Plans ist gem. § 244 InsO, dass in jeder Gruppe die Mehrheit der abstimmenden Gläubiger dem Insolvenzplan zugestimmt hat und die Summe der abstimmenden Gläubiger mehr als die Summe der Gläubigerforderungen beträgt. Die Einbeziehung der Gesellschafter bedeutet auch, dass entsprechend des § 222 InsO de lege lata mit der nun einzufügenden Nr. 4 des § 222 InsO nach dem RegE-ESUG die Gruppenbildung auch für Gesellschafter angeordnet wird. Dabei wird § 222 III InsO mit Satz 2 RegE-InsO entsprechend den „Kleingläubigern“ um geringfügig beteiligte Anteilsinhaber ergänzt, sodass künftig Gruppen für Anteilsinhaber die aufgrund ihrer geringen Beteiligung keinen Einfluss auf

⁹⁸ Hirte/Knof/Mock, in: DB 2011, 632, 639.

das Unternehmen ausüben können, gebildet werden dürfen⁹⁹. Eine solche geringfügige Beteiligung ist bei einem geringeren Anteil als ein Prozent am Haftkapital oder weniger als 1000 Euro anzunehmen¹⁰⁰. Liegt beispielsweise ein Streubesitz dergestalt vor, dass eine Gruppe Anteilsinhabern mit Streubesitz einer Gruppe mit Hauptbesitz gegenübersteht, so ist die Gruppenbildung für die sich im Streubesitz befindlichen Anteilsinhaber angemessen¹⁰¹.

Für die Annahme des Insolvenzplans ist gem. § 244 III RegE-InsO schließlich erforderlich, dass die Summe der Beteiligungen der zustimmenden Anteilsinhaber mehr als die Hälfte der Summe der Beteiligungen der abstimmenden Anteilsinhaber beträgt.

Beim Stimmrecht innerhalb der Gruppe der Gesellschafter sollen hier gem. dem neu einzuführenden § 238a RegE-InsO lediglich die Anteile am gezeichneten Kapital gelten; Mehrstimmrechte, Stimmrechtsbeschränkungen oder Sonderstimmrechte im Sinne einer gesellschaftsrechtlichen Stimmverteilung bleiben für die Abstimmung demnach außer Betracht¹⁰².

Ist die Bestätigung eines Insolvenzplans rechtskräftig, so gelten gleichsam alle für die gesellschaftsrechtlichen Maßnahmen notwendigen Beschlüsse (Beschlüsse für Kapitalmaßnahmen, Beschluss zum Bezugsrechtsausschluss s.o.) als vorgenommen¹⁰³.

(2) Obstruktionsverbot

Stimmt eine Gruppe gegen den Insolvenzplan, kann unter bestimmten Umständen diese Zustimmung fingiert werden. So gilt das Einverständnis einer Gruppe trotz fehlender Mehrheit gem. § 254 I InsO dann als erteilt, wenn die Gläubiger durch den Insolvenzplan nicht schlechter gestellt werden, als sie ohne ihn stünden (Abs. 1 Nr.1), die Gläubiger dieser Gruppe angemessen am wirtschaftlichen Wert beteiligt werden, der den Beteiligten aufgrund des Plans zufließen soll (Abs. 1 Nr.2) sowie die Mehrheit der abstimmenden Gruppen dem Plan zugestimmt hat (Abs. 2 Nr.3). Mit dem RegE-ESUG soll nun § 254 III InsO eingefügt werden, welcher besagt:

⁹⁹ Begr. RegE-ESUG, S.47.

¹⁰⁰ Ebd.

¹⁰¹ Ebd.

¹⁰² *Hirte/Knof/Mock*, in: DB 2011, 632, 640.

„Für eine Gruppe der Anteilshaber liegt eine angemessene Beteiligung im Sinne des Absatzes 1 Nummer 2 vor, wenn nach dem Plan

1. kein Gläubiger wirtschaftliche Werte erhält, die den vollen Betrag seines Anspruchs übersteigen, und
2. kein Anteilshaber, der ohne einen Plan den Anteilshabern der Gruppe gleichgestellt wäre, bessergestellt wird als diese.“

Eine angemessene Beteiligung liegt demnach vor, wenn jeder Anteilshaber das erhält, was er beanspruchen darf, sowie keine Besserstellung unter Gleichgestellten vorliegt¹⁰⁴. Problematisch könnte eine solche Regelung dann werden, wenn die Anteilshaber verschiedene Sanierungsbeträge erbracht haben¹⁰⁵. Vorstellbar ist hier eine Situation, in der eine Gruppe beispielsweise aufgrund der Teilnahme an einer Kapitalerhöhung einen Sanierungsbonus zugesprochen bekommt und die Zustimmung anderer Anteilshaber, die kein entsprechendes Risiko eingegangen sind, aufgrund der Benachteiligung trotzdem nicht überwunden werden kann¹⁰⁶. Entsprechend könnte man entgegen den Regelungen des § 254 III RegE-InsO fordern, dass im Sinne des Gebotes der Gleichbehandlung (keine Ungleichbehandlung von Gleichem) maßgebliches Kriterium eine unfaire Diskriminierung einer Gruppe der Anteilshaber sein soll¹⁰⁷. Demgemäß würden Anteilshaber, die einen größeren Sanierungsbeitrag leisten, privilegiert werden¹⁰⁸.

bb. Gesellschaftsrechtliche Formerfordernisse im Insolvenzplan

Hinsichtlich der für den Debt-Equity-Swap notwendigen Beschlüsse, Ladungen und Bekanntmachungen gilt mit dem RegE-ESUG gem. § 254a II InsO:

„Wenn die Anteils- oder Mitgliedschaftsrechte der am Schuldner beteiligten Personen in den Plan einbezogen sind (§ 225a), gelten die in den Plan aufgenommenen Beschlüsse der Anteilshaber oder sonstigen Willenserklärungen der Beteiligten als in der vorgeschriebenen Form abgegeben. Gesellschaftsrechtlich erforderliche Ladungen, Bekanntmachungen und sonstige Maßnahmen zur Vorbereitung von Beschlüssen der Anteilshaber gelten als in der vorgeschriebenen Form bewirkt. [...]“

¹⁰³ Hirte/Knof/Mock, in: DB 2011, 632, 639.

¹⁰⁴ Begr. RegE-ESUG, S.47.

¹⁰⁵ Hirte/Knof/Mock, in: DB 2011, 632, 640.

¹⁰⁶ Ebd.

¹⁰⁷ Hirte/Knof/Mock, in: DB 2011, 632, 641.

¹⁰⁸ Ebd.

Ist also etwa für den Beschluss zur Kapitalerhöhung die notarielle Beurkundung gem. §§ 183 I, 27 I 1 AktG/§§ 56 I, 19 V 1 GmbHG notwendig, so wird diese durch die gerichtliche Bestätigung des Insolvenzplans ersetzt¹⁰⁹. Dies gilt gleichsam für beglaubigte Erklärung des Übernehmers (§ 55 I GmbHG) und den Zeichnungsschein (§ 185 I AktG) sowie für die vom Aktienrecht geforderten Bekanntmachungen bei einem Bezugsrechtsausschluss und einer Kapitalerhöhung (§§ 183 I 2, 186 IV 1) und den erforderlichen Ladungen¹¹⁰. Davon unberührt bleiben aber die durch die gesellschaftsrechtlichen Maßnahmen notwendig gewordenen Eintragungen in das jeweilige Register, wobei durch die Genehmigung des Insolvenzplans durch das Insolvenzgericht dem Registergericht aber lediglich eine Beurkundungs- und keine Prüfungsfunktion zukommt¹¹¹. Zu beachten ist zudem, dass die entfallenden gesellschaftsrechtlichen Erfordernisse durch insolvenzrechtliche Maßnahmen ausgetauscht werden. So ist der Erörterungs- und Abstimmungstermin gem. § 235 InsO öffentlich bekannt zu geben, was einer Bekanntmachung im gesellschaftsrechtlichen Sinn entspricht¹¹². Zudem soll für die Gesellschafter, in deren Anteils- bzw. Mitgliedschaftsrechte eingegriffen wird, durch den RegE-ESUG gemäß dem neu einzufügenden § 235 III InsO gelten, dass diese entsprechend dem Abs. 1 und 2 einzeln zu laden sind; im Falle einer börsennotierten Gesellschaft der Inhalt des Plan auf der Internetseite bekannt gegeben werden muss¹¹³. Eine solche Ladung muss nach der Begründung zum RegE-ESUG aber dann nicht erfolgen, wenn es sich um eine KGaA oder eine börsennotierte AG handelt¹¹⁴. Dann besteht das Bedürfnis einer Ladung jedes einzelnen Anteilshabers nicht, da sich diese Anteile typischerweise im Streubesitz befinden¹¹⁵. Zudem sind die Anschriften und Name der Aktionäre häufig nicht bekannt¹¹⁶. Es ist daher ausreichend, dass diese Aktionäre über die Bekanntgabe des Erörterungs- und Abstimmungstermin informiert werden¹¹⁷.

¹⁰⁹ *Hirte/Knof/Mock*, in: DB 2011, 632, 639.

¹¹⁰ Ebd.

¹¹¹ Begr. RegE-ESUG, S.56.

¹¹² Begr. RegE-ESUG, S.50.

¹¹³ Ebd.

¹¹⁴ Ebd.

¹¹⁵ Ebd.

¹¹⁶ Ebd.

¹¹⁷ Ebd.

Fraglich ist aber, ob tatsächlich nur börsennotierte Aktiengesellschaften von dem Erfordernis einer Ladung zu befreien sind. Gem. § 32 ff. Börsengesetz (BörsG) handelt es sich bei einer börsennotierten Aktiengesellschaft um eine solche, dessen Aktien an einer Börse zum Handeln zugelassen sind. Dazu zählen aber insbesondere nicht diejenigen Aktien einer Gesellschaft, die i.S.d. § 48 BörsG im Freiverkehr gehandelt werden. Aber auch solche befinden sich typischerweise im Streubesitz und sollten daher von einem Ladungserfordernis ausgenommen sein¹¹⁸.

cc. Rechtsschutz

Auch dem Rechtsschutz der in den Insolvenzplan einbezogenen Anteilshaber wird durch den RegE-ESUG Rechnung getragen.

Gemäß § 251 RegE-InsO gilt der Minderheitenschutz auch für Anteilshaber. Demnach ist der Einzelne innerhalb der Gruppe vor Benachteiligungen geschützt, die dadurch entstehen, dass er von den Anteilshabern seiner Gruppe überstimmt wird¹¹⁹. Die Bestätigung des Insolvenzplans ist demzufolge dann zu versagen, wenn ein Anteilshaber dem Plan spätestens im Abstimmungstermin schriftlich oder zu Protokoll widerspricht und der Anteilshaber durch den Plan schlechter gestellt wird, als er ohne den Plan stünde.

Liegt eine solche Schlechterstellung vor, so hat dies aber nicht zwangsläufig zur Folge, dass der Plan versagt wird. Vielmehr regelt § 251 III RegE-InsO, dass der Antrag abzuweisen ist, soweit der Insolvenzplan für solche Fälle Mittel bereitgestellt hat. Steht der Schlechterstellung also ein finanzieller Ausgleich gegenüber, liegt im Prinzip keine Schlechterstellung mehr vor¹²⁰. Um einer Verzögerung des Insolvenzplans zu verhindern ist ein Rechtsstreit um den finanziellen Ausgleich vor den ordentlichen Gerichten, nicht vor dem Insolvenzgericht auszutragen¹²¹. Dabei ist jedoch zu beachten, dass die angemessene Höhe des Ausgleichs bereits bei der Planbestätigung durch das Insolvenzgericht geprüft wurde¹²².

¹¹⁸ Simon, in: CFL 2010, 448, 452.

¹¹⁹ Hirte/Knof/Mock, in: DB 2011, 632, 641.

¹²⁰ Begr. RegE-ESUG, S.56; noch im DiskE-ESUG war mit § 225a IV InsO eine pauschale Entschädigungsklausel für Anteilshaber angedacht, in deren Inhaberrechte eingriffen wird. Dieser wurde aber ersatzlos gestrichen und hätte wohl auch zu erheblichen Problemen in der Bewertung einer solchen Entschädigung geführt.

¹²¹ Begr. RegE-ESUG, S.53.

¹²² Ebd.

Entsprechend dem Minderheitenschutz gem. § 251 RegE-InsO verhält es sich mit dem Rechtsmittel der sofortigen Beschwerde. Eine sofortige Beschwerde ist gem. § 253 RegE-InsO nur dann zulässig, wenn der Beschwerdeführer glaubhaft machen kann, durch den Insolvenzplan schlechter gestellt zu werden, als er ohne ihn stünde und diese Schlechterstellung nicht durch eine salvatorische Klausel im Insolvenzplan und einer damit verbundenen Zahlung ausgeglichen wird.

Weder für den Minderheitenschutz noch für die sofortige Beschwerde ist dabei jedoch eine gesetzliche Vorschrift vorgesehen, aus der hervorgeht, wie der Anspruch auf diesen Ausgleich zu sichern ist. In der Begründung zum Regierungsentwurf ist aber zu erkennen, dass die Finanzierung des Ausgleichs durch eine Rücklage, eine Bankbürgschaft oder in ähnlicher Weise gesichert sein muss¹²³.

dd. Stellungnahme

Offensichtlich hat der Gesetzgeber die Blockademöglichkeit der Anteilsinhaber bei der Durchführung einer Debt-Equity-Swap-Transaktion im Insolvenzplanverfahren erkannt. Entsprechend der „Prominenz“ dieser Problematik sind die diesbezüglichen Regelungsinhalte insbesondere hinsichtlich der Verzahnung gesellschaftsrechtlicher und insolvenzrechtlicher Anforderungen sehr ausdifferenziert und wirken durchdacht. Einzige Kritikpunkte in diesem Sinne bleiben die fehlende Privilegierung von Anteilsinhabern mit großen Sanierungsbeiträgen gegenüber solchen mit kleinem Risiko hinsichtlich des Obstruktionsverbotes sowie die Nichtbeachtung der Gesellschaften mit im Freiverkehr gehandelten Aktien bei der Freistellung vom Ladungserfordernis.

Der RegE-ESUG ist also grundsätzlich geeignet, die Blockademöglichkeit der Anteilsinhaber bei der Umwandlung von Fremd- in Eigenkapital im Insolvenzplanverfahren abzubauen und damit eine Sanierungserleichterung zu bewirken.

b. Beseitigung der Bewertungsschwierigkeiten?

Eine weit weniger „prominente“ aber nicht weniger umstrittene Frage ist, ob die im Rahmen der für den Debt-Equity-Swap erforderlichen

¹²³ Begr. RegE-ESUG, S.53.

Kapitalerhöhung durch Sacheinlage einzubringende Forderung zum Nennwert oder im Sinne einer Vollwertigkeitsprüfung zu bewerten ist (s.o.). Eine diesbezügliche Regelung durch den RegE-ESUG besteht nicht. Anders verhält es sich mit der Begründung zum Regierungsentwurf.

Danach heißt es:

„Zur Frage der Werthaltigkeit des Anspruchs sind gegebenenfalls Gutachten einzuholen. Die Werthaltigkeit der Forderung wird aufgrund der Insolvenz des Schuldners regelmäßig reduziert sein und der Wert wird nicht dem buchmäßigen Nennwert entsprechen, sondern deutlich darunter liegen. Hierbei kann auch die Quotenerwartung berücksichtigt werden. Der Insolvenzplan hat eine entsprechende Wertberichtigung vorzusehen.“¹²⁴

Offenbar geht der Gesetzgeber von einer Werthaltigkeitsprüfung der Forderung aus. Um das Risiko einer Werthaltigkeitsprüfung kalkulierbarer zu machen ist die Bewertung gem. § 254 IV Reg-InsO nur innerhalb des Insolvenzverfahrens angreifbar, womit eine mögliche Differenzhaftung nach § 56 II GmbHG i.V.m. § 9 GmbHG zu einem späteren Zeitpunkt ausgeschlossen ist¹²⁵.

Problematisch ist dennoch, dass nicht grundsätzlich von einer gleichmäßigen Befriedigung aller Gläubiger ausgegangen werden kann. So führt die Anwendung von Zerschlagungswerten bei nachrangigen Forderungen zu einer praktischen Wertlosigkeit oder einer derart niedrigen Bewertung, dass die Umwandlung in Eigenkapital für die Forderungsinhaber nur noch minder interessant ist¹²⁶.

Bei der Überprüfung der Werthaltigkeit der Forderung ist aber auch eine Interpretation möglich, nach der nicht der quotale Liquidationserlös maßgeblich ist¹²⁷, sondern der Ertragswert, also derjenige Wert, der entsprechend der dem Insolvenzplan zugrundeliegenden positiven Fortführungsprognose höher liegen dürfte als der Liquidationserlös¹²⁸. Geht man aber wie der Gesetzgeber davon aus, dass die allgemeinen gesellschaftsrechtlichen Regelungen anzuwenden sind, so kommt es auf den Zeitpunkt der Eintragung der Kapitalmaßnahme in das Handelsregister

¹²⁴ Begr. RegE-ESUG, S.48.

¹²⁵ *Hirte/Knof/Mock*, in: DB 2011, 632, 641

¹²⁶ *Hirte/Knof/Mock*, in: DB 2011, 632, 643.

¹²⁷ Siehe dazu oben: C., 2., b.; Vgl. auch Fn.66.

¹²⁸ Vgl. IDW Stellungnahme zum Regierungsentwurf zur weitere Erleichterung der Sanierung von Unternehmen, S.7 f., abrufbar unter:
<http://www.idw.de/idw/portal/d602964> (abgefragt am 30.06.2011)

an¹²⁹. Dies folgt allein schon aus der Tatsache, dass auch im Planverfahren die gesellschaftsrechtlichen Publizitätsakte – eben die Eintragung der Kapitalmaßnahme im Handelsregister – einzuhalten sind¹³⁰. Eine positive Fortführungsprognose kann sich aber zu diesem Zeitpunkt noch nicht positiv auf den Wert der Forderung auswirken, da sich diese – unter anderem – aus den vorzunehmenden Kapitalmaßnahmen ergibt¹³¹. Fortführungswerte sind daher nicht anzusetzen.

Die Probleme und Unsicherheiten der Werthaltigkeitsprüfung können auch nicht damit beseitigt werden, dass nach der Begründung zum Regierungsentwurf zu dieser Frage gegebenenfalls ein Gutachten einzuholen ist. „*Distressed Debts*“ sind in Krisen- und Insolvenzsituationen und dem damit häufig verbundenen Mangel an belastbaren Zahlen oder Unternehmensplanungen grundsätzlich schwer zu bewerten¹³². Entsprechend wird ein externer Gutachter Ergebnisse stets mit großen Bewertungsunsicherheiten und damit nur unter Vorbehalt äußern können¹³³. Die Einbringung zum Nennwert, wie sie in der Literatur heftig diskutiert wird¹³⁴, scheint hier ob dieser großen Schwierigkeiten keine Rolle zu spielen. Festzuhalten ist, dass eine sachliche Notwendigkeit, die Forderungen nur entsprechend ihrer Wertigkeit anzurechnen, nicht besteht. Wie bereits dargestellt ergibt sich ein solches Erfordernis zunächst nicht aus der Sicht der Gläubiger; deren hypothetische Befriedigungsquote ändert sich durch die Einbringung der Forderung zum Nennwert keineswegs¹³⁵. Noch gebietet der Schutz der „Altgesellschafter“ einer Vollwertigkeitsprüfung. Besteht nach der Sanierung die Möglichkeit, die Forderungen zu begleichen, so entspricht das Nennkapital der Forderung der Wertsteigerung des Eigenkapitals, wenn nicht, so besteht ohnehin kein den Gesellschaftern mehr zustehender Residualwert am „Alteigenkapital“¹³⁶.

Das Problem der einzubringenden Forderung konnte durch den RegE-ESUG demnach nicht gänzlich beseitigt werden. Immer noch bestehen erhebliche

¹²⁹ Simon, in: CFL 2010, 448, 452.

¹³⁰ Simon, in: CFL 2010, 448, 452.

¹³¹ Ebd. .

¹³² Simon, in: CFL 2010, 448, 452 f.

¹³³ Ebd.

¹³⁴ siehe dazu oben: C., 2., b.; Vgl. auch Fn.58.

¹³⁵ siehe dazu oben: C., 2., b.; Vgl. auch Cahn/Simon/Theiselmann, in: DB 2010, 1629, 1630.

¹³⁶ siehe dazu oben: C., 2., b.

Schwierigkeiten und Unsicherheiten bei der Einbringung der Forderung als Sacheinlage, die sich im Zweifel negativ auf eine Unternehmenssanierung auswirken könnten. Es wäre zu wünschen gewesen, dass sich der RegE-ESUG diesem Thema mit Vorschriften genähert hätte, die eine Umwandlung von Forderungen in Eigenkapital in der Insolvenz vereinfachen; so etwa mit der dargestellten Einbringung zum Nennwert. Es bleibt also abzuwarten, ob sich der Debt-Equity-Swap trotz der bestehenden Bewertungsschwierigkeiten als praxiskompatibel erweist, oder vielmehr das gesetzgeberische Ziel, die Erleichterung der Sanierung von Unternehmen im Insolvenzplanverfahren zu vereinfachen, konterkariert.

c. Konkretisierung des Zeitpunkts der „nachhaltigen Sanierung“?

Wie bereits dargestellt, sind die Forderungen eines Gesellschafters aus bestehenden oder neu gewährten Darlehen oder Forderungen aus Rechtshandlungen, die einem solchen Darlehen wirtschaftlich entsprechen, gem. § 39 IV 2 InsO nicht als nachrangig i.S.d. § 39 I Nr.5 InsO zu behandeln, bis die nachhaltige Sanierung des Unternehmens eingetreten ist. Maßgeblich für den Zeitpunkt der „nachhaltigen Sanierung“ müsste hier der Ausschluss einer Überschuldung und/oder Zahlungsunfähigkeit sowie einer positiven Fortführungsprognose sein. Da diese Vorschrift erst mit dem MoMiG eingeführt wurde, will man zunächst die Wirkung des Sanierungsprivilegs auf das Insolvenzplanverfahren abwarten¹³⁷. Eine diesbezügliche Klarstellung wird durch den RegE-ESUG daher nicht vorgenommen. Mithin bleibt die Unsicherheit, wann genau der Zeitpunkt der „nachhaltigen Sanierung“ und damit das Ende des Sanierungsprivilegs eintritt, bestehen.

d. Entschärfung von belastenden Steuervorschriften?

Fraglich ist schließlich, ob der RegE-ESUG sanierungsbedingte Begleitänderungen im Körperschaftssteuerrecht vorgesehen hat. Dies wäre insbesondere hinsichtlich der Unsicherheiten bei der Besteuerung von Sanierungsgewinnen und der durch die europäische Kommission für beihilfewidrig erklärte Sanierungsklausel gem. § 8c Ia KStG erforderlich. Steuerliche Regelungsgegenstände werden durch den RegE-ESUG

¹³⁷ *Hirte/Knof/Mock*, in: DB 2011, 632, 643.

offensichtlich nicht getroffen. Entsprechend kann auch nicht von einer Entschärfung hinsichtlich der belastenden Steuervorschriften gesprochen werden. Der Gesetzgeber wird also nicht umhin kommen, eine beihilferechtskonforme Sanierungsklausel zu entwerfen¹³⁸ oder den § 8a I KStG gänzlich abzuschaffen¹³⁹.

Mithin wird die Durchführung eines Debt-Equity-Swaps im Insolvenzplan problematisch bleiben, wenn der Gesetzgeber die steuerlichen Aspekte ausklammert und sich Steuer- und Insolvenzrecht weiterhin diametral gegenüberstehen.

D. Zusammenfassung

1. Der Debt-Equity-Swap stellt ein für alle Beteiligten nützliches Instrument zur Unternehmenssanierung dar: Das schuldnerische Unternehmen kann eine bilanzielle oder sogar insolvenzrechtliche Überschuldung beseitigen und neue Kreditverbindlichkeiten eingehen. Gläubiger können risikobehaftete Forderungen an Investoren abstoßen, die wiederum eine Rendite aus der Unternehmenssanierung ziehen können.

2. Die Umsetzung eines Debt-Equity-Swap erfolgt mittels eines Kapitalschnitts durch eine nominelle Kapitalherabsetzung mit anschließender Kapitalerhöhung durch Einbringung der Forderung. Diese erlischt sodann durch Verzicht oder Erlassvertrag.

3. Dennoch bereitet die Durchführung eines Debt-Equity-Swap im Insolvenzplanverfahren de lege lata erhebliche Schwierigkeiten. Aufgrund der fehlenden Verzahnung von Insolvenz- und Gesellschaftsrecht können Gesellschafter durch die gesellschaftsrechtlichen Beschlusserfordernisse Kapitalmaßnahmen im Rahmen eines Debt-Equity-Swap blockieren. Zudem herrscht Unklarheit darüber, ob die einzubringende Forderung einer Werthaltigkeitsprüfung unterzogen werden muss oder zum Nennwert eingebracht werden kann. Ferner stellt sich im Rahmen zusätzlich seitens der „Neugesellschafter“ gegen das Unternehmen bestehenden Forderungen die Frage, wie lange diesen das Sanierungsprivileg des § 39 IV 2 InsO

¹³⁸ Herzig, in: WPg Sonderheft 2011, 27, 29.

¹³⁹ Zimmer, in: ZInsO 2011, 950, 951.

zugutekommt. Schließlich bereitet die körperschaftssteuerrechtliche Beurteilung von Sanierungsgewinnen und die durch die europäische Kommission als beihilfewidrig erklärte Sanierungsklausel des § 8c Ia KStG erhebliche Schwierigkeiten.

4. Die Regierung hat nun einen Gesetzesentwurf vorgelegt, der die Erleichterung der Sanierung bewirken soll. Durch eine Reihe ausdifferenzierter Vorschriften können die Rechte der Anteilsinhaber in den Insolvenzplan integriert und damit die Blockade von Sanierungsmaßnahmen verhindert werden.

Zu der Frage der Bewertung der einzubringenden Forderung gibt der RegE-ESUG demgegenüber keine eindeutige Antwort. Lediglich die Begründung zum RegE-ESUG sieht ausdrücklich die Einbringung im Sinne einer Werthaltigkeitsprüfung vor. Dennoch besteht kein sachlicher Grund eine Einbringung zum Nennwert abzulehnen.

Weiterhin wird eine Konkretisierung des Begriffs der nachhaltigen Sanierung im Rahmen des Sanierungsprivilegs i.S.d. § 39 IV 2 InsO durch den RegE-ESUG nicht vorgenommen. Diesbezüglich bestehen also weiterhin Unsicherheiten.

Eine Verzahnung zwischen körperschaftssteuer- und insolvenzrechtlichen Problemstellungen findet durch den RegE-ESUG ebenso nicht statt. Die Unsicherheiten hinsichtlich der Besteuerung von Sanierungsgewinnen und den Schwierigkeiten durch den Wegfall der Sanierungsklausel bleiben mithin bestehen.

E. Fazit

Es stellt sich also abschließend die Frage, ob sich der Debt-Equity-Swap im Insolvenzplanverfahren tatsächlich als „Galionsfigur“ der „neuen“ InsO behaupten kann. Positiv hervorzuheben ist zunächst das Bemühen des RegE, eine Verzahnung von Gesellschafts- und Insolvenzrecht herbeizuführen. Die dafür getroffenen Regelungen zur Einbeziehung von Anteilsrechten in den Insolvenzplan sind durchaus geeignet, eine Verbesserung der Sanierung von Unternehmen herbeizuführen. Dennoch bleiben wesentliche Schwierigkeiten erhalten. Es fehlt offensichtlich an einer auf die Praktikabilität gerichteten Regelung zur Bewertung von Forderungen, die

als Sacheinlage eingebracht werden. Mangelhaft ist ebenso die fehlende Verzahnung von Insolvenz- und Steuerrecht. Wenn der Gesetzgeber auf diese Problematiken schnell und effektiv reagiert, bestehen gute Aussichten, dass der Debt-Equity-Swap zu einem gängigen Mittel der deutschen Sanierungspraxis erstarkt.

Sollte der Gesetzgeber diese Gelegenheit versäumen, so wird die Abwanderung von Unternehmen in sanierungsfähigere Rechtsordnungen nicht verhindert werden können. Es wird sich also mit der Zeit zeigen, ob sich der Debt-Equity-Swap als „Galionsfigur“ oder doch lediglich als funktionsloses „Aushängeschild“ des deutschen Sanierungsrechts erweist.

F. Anhang: Abbildungen

1. Ausgangssituation - Bilanz (Abb. 1.)

Aktiva		Passiva	
Vermögen	150.000	Gez. Kapital	100.000
		Gewinnrücklagen	25.000
		Jahresfehlbetrag	75.000
		Verbindlichkeiten	100.000
	150.000		150.000

Kapitalschnitt 1.: Kapitalherabsetzung i.H.v. 50.000 - Bilanz (Abb. 2.)

Aktiva		Passiva	
Vermögen	150.000	Gez. Kapital	50.000
		Gewinnrücklagen	0
		Jahresfehlbetrag	0
		Verbindlichkeiten	100.000
	150.000		150.000

Kapitalherabsetzung um: **50.000**

Auflösung der Gewinnrücklagen und Verrechnung des frei gewordenen Kapitals mit dem Jahresfehlbetrag

Kapitalschnitt 2.: Kapitalerhöhung durch Einbringung von Forderungen i.H.v. 50.000 - Bilanz (Abb. 3.)

Aktiva		Passiva	
Vermögen	150.000	Gez. Kapital	100.000
		Gewinnrücklagen	0
		Jahresfehlbetrag	0
		Verbindlichkeiten	50.000
	150.000		150.000

Kapitalerhöhung durch Sacheinlage von Forderungen um:
50.000

2. Ausgangssituation - Bilanz (Abb. 4.)

Aktiva		Passiva	
Vermögen	1.000	Gez. Kapital	200
		Verlustvortrag	200
			0
Nicht durch EK gedeckter Fehlbetrag	400	Verbindlichkeiten	1.400
	1.400		1.400

Nicht durch EK gedeckter Fehlbetrag gem. § 268 III HGB =
Überschuß Aktiv- zu Passivposten = 400

Für Gläubiger zu erwartende Quote = Verhältnis Vermögen zu
Verbindlichkeiten = 71,43%

Barkapitalerhöhung i.H.v. 200 - Bilanz (Abb. 5.)

Aktiva	Passiva
Vermögen $1.000 + 200 = 1.200$	Gez. Kapital $200 + 200 = 400$
	Verlustvortrag 400
	0
Nicht durch EK gedeckter Fehlbetrag 200	Verbindlichkeiten 1.400
1.400	1.400

Nicht durch EK gedeckter Fehlbetrag gem. § 268 III HGB =
Überschuß Aktiv- zu Passivposten = **200**

Für Gläubiger zu erwartende Quote = Verhältnis Vermögen zu
Verbindlichkeiten = $71,43\% + 14,29\% = 85,71\%$

**Einbringung von Forderungen zum Nennwert i.H.v. 200 im Wege
eines Debt-Equity-Swap - Bilanz (Abb. 6.)**

Aktiva	Passiva
Vermögen 1.000	Gez. Kapital $200 + 200 = 400$
	Verlustvortrag 400
	0
Nicht durch EK gedeckter Fehlbetrag 200	Verbindlichkeiten $1.400 - 200 = 1.200$
1.200	1.200

Nicht durch EK gedeckter Fehlbetrag gem. § 268 III HGB =
Überschuß Aktiv- zu Passivposten = **200**

Für Gläubiger zu erwartende Quote = Verhältnis Vermögen zu
Verbindlichkeiten = $71,43\% + 11,91\% = 83,33\%$

Einbringung von Forderungen in Höhe der Vollwertigkeit der 200 im Wege eines Debt-Equity-Swap - Bilanz (Abb. 7.)

Aktiva		Passiva	
Vermögen	1.000	Gez. Kapital	$200 + 142,86 = 342,86$
		Verlustvortrag	342,86
Nicht durch EK gedeckter Fehlbetrag	200		<u>0</u>
		Verbindlichkeiten	$1.400 - 200 = 1.200$
	1.200		1.200

Nicht durch EK gedeckter Fehlbetrag gem. § 268 III HGB = Überschuß Aktiv- zu Passivposten = **200**

Wert der Forderung = 71,43% (zu erwartende Quote) von 200 = 142,86

Für Gläubiger zu erwartende Quote = Verhältnis Vermögen zu Verbindlichkeiten = $71,43\% + 11,91\% = 83,33\%$