



PrimePartners
WIRTSCHAFTSKANZLEI

Distressed M&A - erfolgreich gestalten

Frankfurt a. M., 21.10.2017

Rechtsanwalt Adi Seffer

Rechtliche Ausgestaltung von Distressed-Transaktionen
(Debt to Equity Swap)



Übersicht

Debt to Equity Swap (DES)

- I. Definition und Motive
- II. Rechtlicher Rahmen
- III. Der unechte DES am Fall
 - 1. Ausgangslage
 - 2. Motive
 - 3. Banken-Gläubiger werden keine Aktionäre
 - 4. Umsetzung
- Back Up
 - §§ 225a Abs. 2, 245 Abs. 1 InsO
 - Zustimmung zum Insolvenzplan
 - Wirkung des Insolvenzplans
 - Ausgewählte Rechtsfragen
 - Restrukturierung von Anleihen durch DES
 - Finanzielle Restrukturierung der SolarWorld AG



Debt to Equity Swap (DES)

I. Definition und Motive

- Definition
 - Unternehmenssanierung durch Umwandlung von Forderungen in Geschäftsanteile, § 225a Abs. 2 InsO (seit 3/12)
- Motive
 - Gläubiger
 - Loan to Own-Strategie (höhere Einflussnahme)
 - Fortführungswert höher als Zerschlagungswert
 - Partizipation am Sanierungserfolg (Exit-Strategie)
 - Schuldner
 - Reduzierung Verschuldung
 - Freiwerden von Sicherheiten



Debt to Equity Swap (DES)

II. Rechtlicher Rahmen

• Außerhalb Insolvenz

- Kapitalerhöhung gegen Sacheinlage, §§ 182 ff AktG, 55 ff GmbHG (75 % Mehrheit)
 - Forderungseinbringung
 - Abtretung an Schuldner §§ 398 ff BGB
 - Erlass, § 397 BGB
- Zuvor Kapitalherabsetzung, §§ 229 ff. AktG, 58a ff GmbHG (75 % Mehrheit); Verlustzuweisung an Altgesellschafter
- Risiko: Differenzhaftung wegen Forderungsbewertung, §§ 9 Abs. 1, 56 Abs. 2 GmbHG, §§ 36a Abs. 2 S. 3, 183 AktG

• Innerhalb Insolvenz

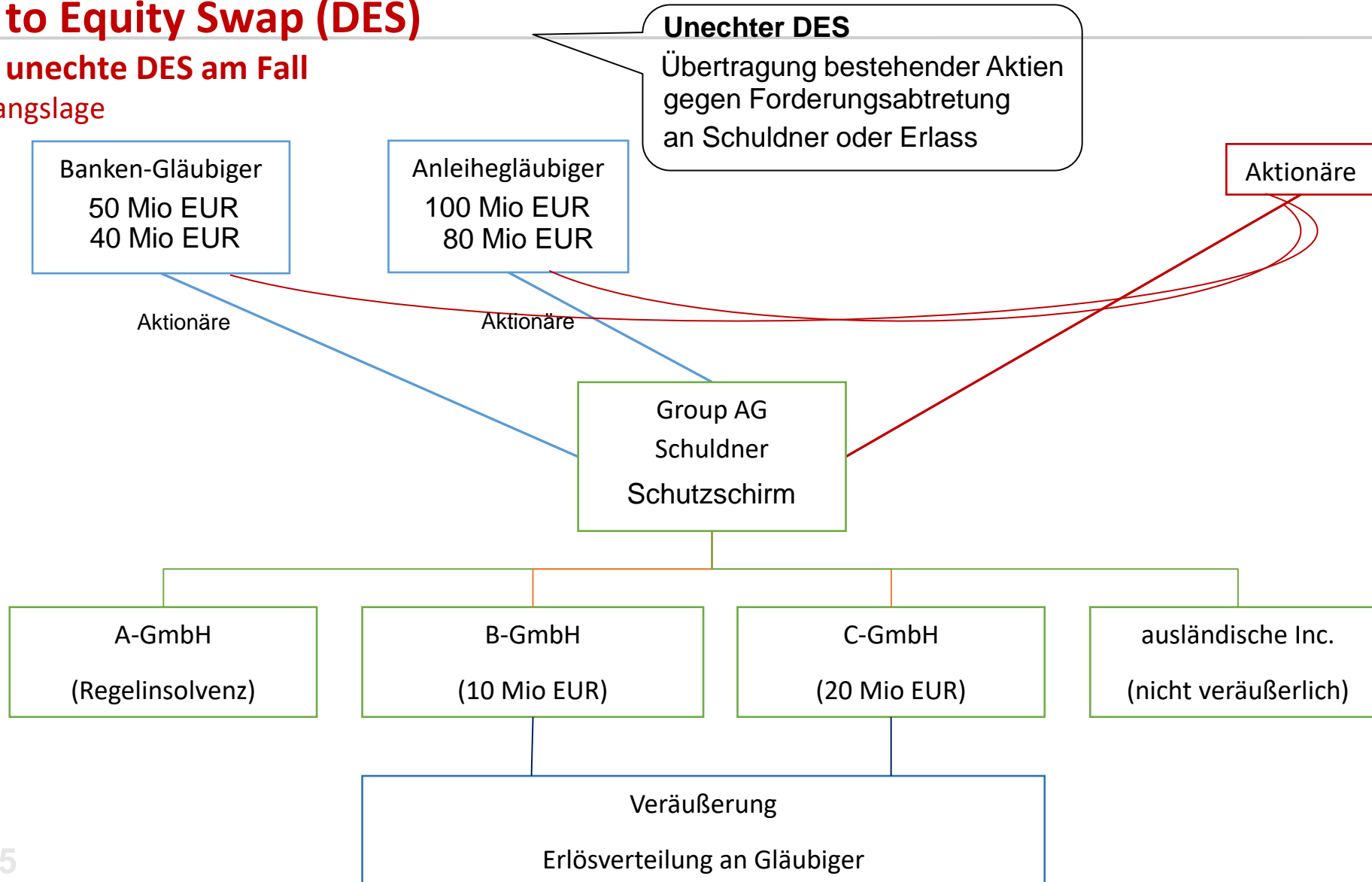
- Gleicher Ablauf wie außerhalb Insolvenz
- Mit Insolvenzplan: Erleichterung Zustimmungserfordernis, §§ 244 f InsO
 - Gruppenbildung, § 222 InsO
 - Kopf- und Summenmehrheit der abstimmenden Gläubiger / Summenmehrheit bei Anteilshabern
 - Zustimmungsersetzung einzelner Gruppen des Insolvenzplans, sofern keine Schlechterstellung, (Schlechterstellungsverbot) § 245 InsO
- Keine Differenzhaftung, § 254 Abs. 4 InsO



Debt to Equity Swap (DES)

III. Der unechte DES am Fall

1. Ausgangslage





Debt to Equity Swap (DES)

III. Der unechte DES am Fall

2. Motive

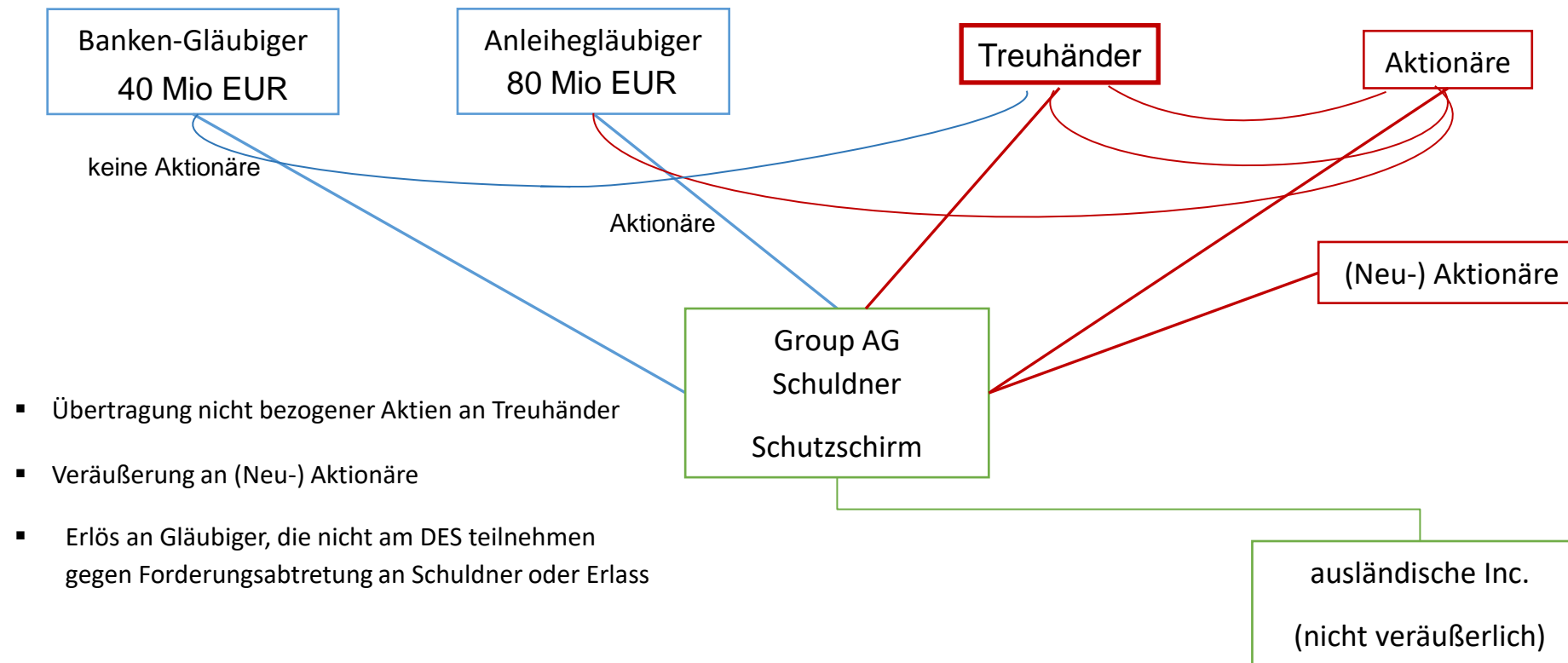
- Gesellschaft börsennotiert, Handelbarkeit ist wertbildender Faktor
 - Ziel: Handelbarkeit soll erhalten bleiben
- Kapitalherabsetzung (echter DES) führt zum Ausscheiden aus regulierten Markt
 - Folge: Kapitalherabsetzung nicht möglich
- Aber: Übertragung der Aktien von Altgesellschaftern mit Insolvenzplan
 - Zustimmung der Gruppen
 - Zustimmung des Insolvenzgerichts
- Aber: Bankengläubiger an Aktionärsstellungen häufig nicht interessiert (wegen Nachrangigkeit, ggf. Freiwerden von Sicherheiten)
- eventuell Treuhandlösung



Debt to Equity Swap (DES)

III. Der unechte DES am Fall

3. Banken-Gläubiger werden keine Aktionäre



- Übertragung nicht bezogener Aktien an Treuhand
- Veräußerung an (Neu-) Aktionäre
- Erlös an Gläubiger, die nicht am DES teilnehmen gegen Forderungsabtretung an Schuldner oder Erlass



Debt to Equity Swap (DES)

III. Der unechte DES am Fall

4. Umsetzung

- § 225a Abs. 3 InsO bietet Ermächtigung für Übertragung von Anteilen statt Kapitalherabsetzung (Wieneke/Hoffmann, ZIP 2013, 698, 705, 707 m.w.N.)
- Lastenfreier Erwerb der Anteile möglich (Pfandrechte der verwahrenden Banken) (Wieneke/Hoffmann, ZIP 2013, 698, 705f)
- Keine Umwandlung in Anteile gegen den Willen des Gläubigers, §§ 225a Abs. 2 S. 2, 230 Abs. 2 InsO



Debt to Equity Swap (DES)

Back Up: §§ 225a Abs. 2, 245 Abs. 1 InsO

- § 225a Abs. 2, 3 InsO - Beschreibung des Konzepts des DES (durch ESUG zum 03/2012 eingeführt)

„(2) Im gestaltenden Teil des Plans kann vorgesehen werden, dass **Forderungen von Gläubigern** in Anteils- oder **Mitgliedschaftsrechte am Schuldner umgewandelt** werden. Eine Umwandlung gegen den Willen der betroffenen Gläubiger ist ausgeschlossen. **Insbesondere** kann der Plan eine **Kapitalherabsetzung** oder **-erhöhung**, die **Leistung von Sacheinlagen**, den Ausschluss von Bezugsrechten oder die Zahlung von Abfindungen an ausscheidende Anteilsinhaber **vorsehen**.“

(3) Im Plan kann jede Regelung getroffen werden, die gesellschaftsrechtlich zulässig ist, insbesondere die Fortsetzung einer aufgelösten Gesellschaft oder die **Übertragung von Anteils- oder Mitgliedschaftsrechten**.

- § 245 Abs. 1 InsO - Obstruktionsverbot

„Auch wenn die erforderlichen Mehrheiten nicht erreicht worden sind, gilt die **Zustimmung** einer Abstimmungsgruppe als **erteilt**, wenn

1. die Angehörigen dieser Gruppe durch den Insolvenzplan voraussichtlich **nicht schlechter gestellt** werden, als sie ohne einen Plan stünden,
2. die Angehörigen dieser Gruppe **angemessen** an dem wirtschaftlichen Wert **beteiligt** werden, der auf der Grundlage des Plans den Beteiligten zufließen soll, und
3. die **Mehrheit der abstimmenden Gruppen** dem Plan mit den erforderlichen Mehrheiten **zugestimmt** hat.“



Debt to Equity Swap (DES)

Back Up: Zustimmung zum Insolvenzplan

- Zustimmungserfordernis, § 244 InsO
 - Gruppenbildung innerhalb des Insolvenzplans, Zustimmung jeder Gruppe
 - Kopf- und Summenmehrheit der abstimmenden Gläubiger
 - Anteilshaber (eigene Gruppe): Summenmehrheit der Beteiligungen der abstimmenden Anteilshaber
- Zustimmungsersetzung einzelner Gruppen, § 245 InsO
 - Voraussichtlich keine Schlechterstellung durch Insolvenzplan
 - Zustimmung von Mehrheit der Gruppen
 - Gruppenangehörige angemessen an dem wirtschaftlichen Wert des Plans beteiligt
 - Bei Anteilshabern (+), wenn
 - keine Gläubigerbefriedigung über ihren Anspruch hinaus
 - kein Besserstellung einzelner Anteilshaber



Debt to Equity Swap (DES)

Back Up: Wirkung des Insolvenzplans

- Wirkung, §§ 254 ff. InsO
 - Alle festgelegten Wirkungen für und gegen alle Beteiligten
 - Keine Differenzhaftung wegen Überbewertung einer Forderung, § 254 Abs. 4 InsO
 - Beschlüsse und sonstigen Willenserklärungen gelten als in vorgeschriebener Form abgegeben und werden so vom Insolvenzverwalter zum Handelsregister angemeldet, § 254a Abs. 2 S.1, 3 InsO



Debt to Equity Swap (DES)

Back Up: Ausgewählte Rechtsfragen

1. Forderungsbewertung

- Einbringung der Forderung zum Nominalwert
 - (+) wenn Gesellschaftsvermögen die einzubringenden Verbindlichkeiten der Höhe nach deckt
 - ansonsten Abschlag in Höhe der Differenz = Zeitwert
 - a.A. unabhängig von Differenz zwischen von Nominal- und Zeitwert, stets Einbringung zum Nominalwert
 - Gläubigerschutzvorschriften bei Sacheinlage werden nicht tangiert
 - Einbringender Gläubiger scheidet aus (ggf. verbleibende Forderung nachrangig, § 39 Abs. N. 5 InsO)
 - Reiner Passivtausch (Forderung gegen Verbindlichkeit)



Debt to Equity Swap (DES)

Back Up: Ausgewählte Rechtsfragen

2. Steuerrechtliche Aspekte

- Bei Einbringung zum Nominalwert keine steuerrechtlichen Besonderheiten
- Falls Zeitwert < Nominalwert löst dies beim Schuldner ao Ertrag in Höhe der Differenz aus
 - ggf. Sanierungserlass
 - BMF-Schreiben v. 27.03.2003 statt § 3 Nr. 66 EStG a.F.
 - GewSt nicht erfasst
- Keine Verlustvorträge bei Übertragung von > 25 % der Anteile, § 8c Abs. 1 KStG
 - Sanierungsausnahme (§ 8c Abs. 1a KStG), aber fraglich wegen § 34 Abs. 7c S. 3 KStG
- Eventuell verbindliche Auskunft, § 89 Abs. 2 AO (Kosten neuerdings deutlich höher)



Debt to Equity Swap (DES)

Back Up: Restrukturierung von Anleihen durch DES

Ersetzung SchVG 1899 durch SchVG (05.08.2009 in Kraft getreten)

Alte Rechtslage

- DES gesetzlich nicht ausdrücklich geregelt
- Angebot auf Erlass der Anleiheforderungen gegen neue Anteile an Anleihegläubiger
- Hohe Annahmquote erforderlich (80-97,5% des Anleihekapitals), da Restschuld sonst zu hoch

Neue Rechtslage

- Außerhalb Insolvenz: Umwandlung von Schuldverschreibungen in Anteile durch Mehrheitsbeschluss, § 5 Abs. 3 Nr. 5 SchVG
 - Qualifizierte Mehrheit: 75 %, § 5 Abs. 4 S. 2 SchVG
 - Beschlussfähigkeit: Mind. 50 % (bei zweiter Gläubigerversammlung mind. 25%) der ausstehenden Anleihe, § 15 Abs. 3 SchVG
- Innerhalb Insolvenz: Zustimmung zum Insolvenzplan, §§ 19 Abs. 4 SchVG, 226 InsO



Debt to Equity Swap (DES)

Back Up: Finanzielle Restrukturierung der SolarWorld AG

- Grundkapital herabgesetzt
- Anschließend Kapitalerhöhung gegen Sacheinlagen
 - Sacheinlagegegenstand
 - Teilschuldverschreibungen, Schuldscheindarlehen, Darlehen der Europäischen Investitionsbank (EIB)
 - Gegen Erwerbsrechte auf
 - Neue Aktien (DES)
 - Neue Anleihen (Debt to Debt-Swap)
- Übertragung eines Teils der neuen Aktien auf neuen Investor
- Zuteilung neuer Aktien und Anleihen auf Erwerbsberechtigte (Alt-Gläubiger)
- Platzierung der restlichen neuen Aktien und Anleihen am Markt



PrimePartners

fokussiert - individuell - international

Unser Standort

Frankfurt

