


recherchiert von: **Andreas Dimmling** am 28.04.2011

Autor:	Andreas Dimmling, RA und Wirtschaftsjurist	Quelle:	
Datum:	27.04.2011	Normen:	§ 9 GmbHG, § 8c KStG 1977, § 8c KStG 1977, § 15a InsO
		Fundstelle:	AnwZert HaGesR 8/2011, Anm. 1

Neuerungen zum Debt-Equity-Swap (DES)

A. Einleitung

Der Debt-Equity-Swap („DES“), also der Tausch von Forderungen eines Gläubigers gegen Anteile an dem schuldenden Unternehmen¹, ist in Großbritannien ein etabliertes und erprobtes Mittel, wenn es um die Sanierung von Unternehmen in der Krise geht (Stichwort „loan-to-own“). Auch in Deutschland kommt der DES zunehmend in Mode.

B. Die Rechtslage

In England und Wales haben korporative Modelle in der Krise eines Unternehmens, bei denen die Haupt-Gläubiger und der Schuldner schon vor einem gerichtlichen Insolvenzverfahren einen Verhandlungsweg aus der Krise suchen, Tradition. Das englische Recht stellt dabei insbesondere mit dem Scheme of Arrangement und dem Company Voluntary Arrangement Strukturen zur Verfügung, welche die Sanierung des Unternehmens mit nur geringer oder gar keiner Beteiligung eines Gerichts ermöglichen.² Bei diesen Sanierungsinstrumenten kann eine Mehrheit der Gläubiger auch gegen den Willen Einzelner und mit einem Minimum an Formalien einen alle Gläubiger bindenden Sanierungsvertrag mit dem Schuldner abschließen. Bestandteil eines solchen Sanierungsvertrags ist häufig ein DES. Die Gläubiger verzichten teilweise auf ihre Forderungen und wandeln den werthaltigen Teil in Gesellschaftsanteile an dem Unternehmen um. Meist werden sie dadurch Mehrheitseigentümer. Auf diese Weise haben sie die Chance, die weitere Sanierung aktiv mitzubestimmen und von zukünftigen Gewinnen der Gesellschaft zu profitieren anstatt nur mit einer geringen Quote im Insolvenzverfahren befriedigt zu werden.

Das Unternehmen kann durch einen DES eine drohende oder eingetretene Überschuldung beseitigen und aufgrund der sinkenden Zins- und Tilgungsverpflichtungen seine Liquiditätsbasis stärken. DES werden in einem Scheme of Arrangement oder einem Company Voluntary Arrangement oft innerhalb weniger Wochen umgesetzt und beseitigen somit rasch die Überschuldung eines Unternehmens.

Die im deutschen Recht vorhandenen gesellschafts- und steuerrechtlichen Risiken eines DES spielen nach englischem Recht keine entscheidende Rolle. Vielmehr begünstigt das englische Steuerrecht sogar DES, indem der Schuldner eine Steuerlast auf Sanierungsgewinne vermeiden kann und der Gläubiger für seinen teilweisen Verzicht eine Steuergutschrift erhält. Auch die Gefahr einer Differenzhaftung besteht nicht und das Blockadepotential der Altgesellschafter ist sehr begrenzt. Daneben kann der Neugesellschafter in Großbritannien sogar bevorrechtigte Anteile erwerben, die einerseits Vorrang vor anderen Anteilen in Bezug auf Dividenden und Gewinne haben und andererseits dennoch (eingeschränktes) Stimmrecht garantieren.³ Eine Insolvenzantragspflicht des überschuldeten Unternehmens besteht in England nicht, so dass keine gesetzliche Deadline für den Beschluss über die Sanierung besteht. Bekannte Fälle von DES in Großbritannien waren zuletzt z.B. IMO Car Wash 2009⁴ und Wind Hellas Telecommunications SA im vergangenen Jahr.⁵

I. Debt-Equity-Swaps in Deutschland zunehmend attraktiv

DES wurden in den letzten fünf Jahren auch in Deutschland zunehmend beliebt. Dies liegt zum einen daran, dass immer öfter angelsächsische Gläubiger in deutschen Unternehmen vertreten sind, die gerne die ihnen bekannten Instrumente anwenden. Zum anderen wurde erkannt, dass ein DES eine rasche und sowohl für Gläubiger als auch für den Schuldner sinnvolle Lösung sein kann, ein operativ gesundes Unternehmen von seiner Schuldenlast zu befreien. Das dabei einzugehende Risiko als Gesellschafter kann für den Gläubiger, wenn er von dem Geschäftsmodell überzeugt ist, deutlich attraktiver sein, als in einem langwierigen Insolvenzverfahren am Ende mit fast leeren Händen dazustehen. DES wurden in Deutschland zum Beispiel bei Borussia Dortmund, der Bavaria Yachtbau und Stabilus umgesetzt.⁶

II. Einschätzung von Chancen und Risiken für Debt-Equity-Swaps in Deutschland

Die rechtlichen Fallstricke für DES sind in Deutschland jedoch weitaus zahlreicher als in Großbritannien:⁷ Gesellschaftsrechtlich ist ein DES oft nur mit der uneingeschränkten Unterstützung der bisherigen Altgesellschafter umzusetzen. Diese stellen sich jedoch oftmals quer, weil sie entweder ihren Einfluss auf das Unternehmen erhalten wollen oder keinen Vorteil für sich gegenüber einer Insolvenz sehen. Der Investor wiederum muss die Werthaltigkeit seiner Forderung exakt überprüfen. Nur den realen Wert der Forderung kann er als Sacheinlage in das Unternehmen einbringen und dafür Gesellschaftsrechte erwerben. Überschätzt er die Werthaltigkeit seiner Forderung, kann er später gemäß § 9 Abs. 1 GmbHG auf die Nachzahlung des Differenzbetrags in Anspruch genommen werden (Differenzhaftung). Zumindest bei börsennotierten Aktiengesellschaften ist z.B. außerdem zu bedenken, ob der Gläubiger bei einem Kontrollwerb durch den DES den Altaktionären ein verpflichtendes Übernahmeangebot machen muss.

Weitere Risiken lauern im Steuerrecht.⁸ Verzichtet der Gläubiger auf einen Teil seiner Forderungen, so entsteht bei der schuldnerischen Gesellschaft ein Sanierungsgewinn, der grundsätzlich zu versteuern ist. Dies kann zu einem krisenverschärfenden Liquiditätsabfluss führen. Zwar besteht über den Sanierungserlass des Bundesfinanzministeriums aus dem Jahr 2003 eine gewisse und im Ermessen der Finanzämter stehende Freistellung von der Steuerpflicht. Diese gilt aber nicht für die Gewerbesteuer, die von den Kommunen erhoben wird. Es muss gerade bei großen Unternehmen daher mit jeder einzelnen Gemeinde über eine Steuerbefreiung verhandelt werden. Außerdem besteht die Gefahr, dass durch den DES Verlustvorträge des Unternehmens, die mit zukünftigen Gewinnen verrechnet werden könnten, gemäß § 8c KStG verloren gehen. Auch hierfür gibt es zwar eine gesetzliche Freistellung in § 8c Abs. 1a KStG. Diese wird gegenwärtig von der Europäischen Kommission aber vor dem EuGH als europarechtswidrig angegriffen und kommt daher bis auf weiteres nicht zur Anwendung.

Schließlich stehen DES in Deutschland auch unter dem großen Zeitdruck einer meist parallel laufenden Insolvenzantragspflicht der Geschäftsführung des kriselnden Unternehmens gemäß § 15a InsO. Die Geschäftsführung muss bei Eintritt einer materiellen Insolvenzlage (Überschuldung, Zahlungsunfähigkeit) unverzüglich, spätestens aber innerhalb von drei Wochen, einen Insolvenzantrag stellen. Versäumt sie diese Frist, kann die Geschäftsführung nicht nur zivilrechtlich, sondern auch strafrechtlich zur Verantwortung gezogen werden. DES in Deutschland gehören daher bisher nicht zum Standard-Instrumentarium einer Restrukturierung, sondern kommen nur in Einzelfällen zum Einsatz.

Der deutsche Gesetzgeber hat es sich jüngst zur Aufgabe gemacht, DES in Deutschland zu erleichtern, um das deutsche Sanierungsrecht im Vergleich zu Großbritannien attraktiver zu machen. Denn die mit einem DES verbundenen Chancen werden von der Bundesregierung so hoch eingeschätzt, dass sie in DES ein wichtiges Sanierungsinstrument der Zukunft sieht. Die Chancen ergeben sich vor allem daraus, dass die Schuldenlast und damit die Finanzmittel, die für die Bedienung der Zins- und Tilgungsverpflichtungen bereitgestellt werden müssen, mit einem DES deutlich reduziert werden können. Das verschafft dem Unternehmen wichtige Liquidität in der Krise. Außerdem kann der Makel einer Insolvenz vermieden werden. Gläubiger werden eher davor zurückschrecken ihren Schuldner in die Insolvenz zu zwingen, wenn sie mit dem DES ein hinreichend sicheres und praktikables Mittel zur Hand haben, mit dem sie ihren Einfluss auf das Unternehmen ausbauen und von einer erfolgreichen Sanierung als Gesellschafter profitieren können. Für institutionelle Investoren ergibt sich durch DES die Chance, über die Gläubigerstellung kriselnde

Unternehmen zu erwerben und mit ihrem Sanierungs-Know-How wieder profitabel zu machen, um die Geschäftsanteile dann mit Gewinn zu veräußern.

In dem jüngsten Gesetzesentwurf für die im Jahr 2012 geplante Reform der Insolvenzordnung werden DES als Mittel des Insolvenzplans daher ausdrücklich aufgeführt.⁹ Die gesellschaftsrechtlichen Risiken der Differenzhaftung und das Blockadepotential der Altgesellschafter sollen im Insolvenzplanverfahren beseitigt werden. Zumindest für den Fall des Insolvenzplanverfahrens würden damit wichtige Hürden des DES fallen. Auch in der geplanten Aktienrechtsnovelle 2011 werden DES durch die Einführung von „umgekehrten“ Wandelschuldverschreibungen erleichtert.¹⁰ Die Aktiengesellschaft könnte so die Schulden aus der Wandelanleihe in Grundkapital wandeln. Eine erstmalige Erwähnung in einem deutschen Gesetz hat der DES außerdem in dem seit Anfang des Jahres geltenden Bankenrestrukturierungsgesetz gefunden.

C. Auswirkungen für die Praxis

Bis die vom Gesetzgeber geplanten Neuerungen umgesetzt und insbesondere die steuerrechtlichen Risiken nicht geklärt sind, ziehen es manche deutsche Unternehmen vor, statt einem DES in Deutschland gleich das englische Original verbunden mit einem Scheme of Arrangement durchzuführen. Jüngstes Beispiel hierfür ist die Tele Columbus Gruppe, ein deutsches Kabelfernsehunternehmen.¹¹ Mitte Dezember 2010 akzeptierte der Londoner High Court ein Scheme of Arrangement des Unternehmens mit seinen Hauptgläubigern im Wert von über 1 Mrd. Euro. Etwa ein Drittel der Schulden wird über einen DES in Eigenkapital umgewandelt. Der Londoner High Court geht in seiner Entscheidung davon aus, dass das Scheme of Arrangement auch in Deutschland gültig ist.

DES nach deutschem Recht verlangen stets auf wirtschaftlicher Seite eine genaue Analyse der operativen Erfolgsfaktoren des Unternehmens. Auf rechtlicher Seite ist eine enge Abstimmung der gesellschafts- und der steuerrechtlichen Fragen notwendig und meist ein rasches Handeln geboten, um einer Insolvenzantragspflicht zu entgehen. Im Hinblick auf die geplante Änderung der Insolvenzordnung müssen insbesondere Insolvenzverwalter sich schon jetzt mit den Einzelheiten des Sanierungsinstruments DES vertraut machen. Denn es ist damit zu rechnen, dass DES ein häufiger genutzter Bestandteil von Insolvenzplänen werden.

Bis auf weiteres bleiben wir allerdings noch Schüler der angelsächsischen Debt-Equity-Swap-Meister.

D. Literaturempfehlungen

Carli/Rieder/Mückl, Debt-to-Equity-Swaps in der aktuellen Transaktionspraxis, ZIP 2010, 1737.

Kresser, Debt-equity-swaps im Insolvenzplanverfahren de lege ferenda, ZInsO 2010, 1409.

Born, Aktuelle Steuerfragen im Zusammenhang mit Debt-Equity-Swap-Transaktionen, BB 2009, 1730.

Fußnoten

- 1) Zum grundsätzlichen Mechanismus des Debt-Equity-Swap vgl. z.B. Eilers, GWR 2009, 3; Himmelsbach/Achsnick, NZI 2006, 561; Redeker, BB 2007, 673; Eidenmüller, ZIP 2007, 1729, 1733.**
- 2) Vgl. dazu z.B. Gebler, NZI 2010, 665; Windsor/Müller-Seils/Burg, NZI 2007, 7.**
- 3) Eingehend zum Debt-Equity-Swap nach englischem Recht und zum Scheme bzw. CVA Müller-Seils, Rescue Culture und Unternehmenssanierung in England und Wales nach dem Enterprise Act 2002, S. 141 ff.**
- 4)**

- Siehe dazu z.B.:**
http://www.deneysreitz.co.za/index.php/tools/print/debt_restructurings_the
- 5) <http://in.reuters.com/article/2010/10/18/wind-hellas-idINLDE69H1EX20101018>.
 - 6) Vgl. zu diesen und weiteren Fällen Carli/Rieder/Mückl, ZIP 2010, 1737.
 - 7) Vgl. dazu z.B. Budde, ZInsO 2010, 2251, 2267.
 - 8) Siehe dazu Born, BB 2009, 1730.
 - 9) Abrufbar unter http://www.bmj.de/SharedDocs/Downloads/DE/pdfs/RegE_ESUG_23022011.__blob=publicationFile.
 - 10) Abrufbar unter http://www.bmj.de/SharedDocs/Downloads/DE/pdfs/RefE_Aktienrechtsnovel202011.pdf?__blob=publicationFile.
 - 11) Siehe z.B. <http://www.juve.de/nachrichten/deals/2011/01/telecolumbus-skadden-clifford-und-kirkland-gelingt-englisch-rechtliche-restrukturierung>.

© juris GmbH