
Der aussergerichtliche Debt-Equity-Swap – Empirische Analyse der Anreizfaktoren der einzelnen Akteure zur Beteiligung am Debt-Equity-Swap¹



Nils Helms

Im Rahmen des Beitrags werden die Zustimmungsanreize der Gesellschafter und der Gläubiger zu einem aussergerichtlichen Debt-Equity-Swap analysiert. Die empirische Untersuchung basiert auf einer Dokumentenanalyse in Verbindung mit strukturierten Experteninterviews. Es zeigt sich, dass bereits im Vorfeld einer Debt-Equity-Swap Durchführung Entwicklungen auf Gläubiger- und Gesellschafterseite eintreten, die für die spätere Zustimmung entscheidend sind. Finanzinvestoren nehmen aufgrund ihrer spezifischen Motivation sowohl als Altgesellschafter als auch als Gläubiger eine besondere Stellung für den Durchführungserfolg ein. Weiterhin hängt die erfolgreiche Durchführung des Swaps gemäss der recherchierten Dokumente und der geführten Interviews zentral von der zumindest anteiligen Einflussmöglichkeit der Altgesellschafter auf Unternehmensentscheidungen nach Realisierung des Swaps ab. Bei Gläubigern ist die Anlageeinstellung von besonderer Bedeutung für die Zustimmung zum Debt-Equity-Swap. Weiterhin konnte auf Basis der aktuellen Rechtssituation der Hold-out Value als Anreizproblem zur Zustimmung verifiziert werden, wobei sich mit der diesjährig verabschiedeten EU-Richtlinie zur Restrukturierung und Insolvenz dieses Problem verringern dürfte.

This article analyses the incentives of shareholders and lenders to agree to an Out-of-Court debt-equity-swap. The empirical results are based on a document analysis combined with structured interviews. It shows that even before a debt-equity-swap is implemented, developments occur on the creditor and shareholder sides that are decisive for subsequent approval. Furthermore, financial investors occupy a special position due to their objectives as both existing shareholders and lenders. According to the researched documents and the conducted interviews, the successful execution of the swap depends centrally on the at least proportional influence of the existing shareholders on company decisions after realization of the swap. In the case of creditors, the investment cessation is of particular importance for the approval of the debt-equity-swap. Furthermore, on the basis of the current legal situation, the hold-out value could be verified as an incentive problem for approval, although the EU directive on restructuring and insolvency adopted this year should reduce this problem.

1 Der Autor dankt den beiden anonymen Gutachtern und Herrn Professor Dr. Pascal Gantenbein für die wertvollen inhaltlichen Hinweise. Herrn M.Sc. Lucas Herrmann dankt der Autor für die Unterstützung bei der Datengenerierung und die inhaltlichen Impulse.

Debt-Equity-Swap, Restrukturierung, Anreizfaktoren, Reputation, Sanierungsinstrument, aussergerichtlich

Debt-equity-swap, restructuring, incentive factors, reputation, restructuring instrument, Out-of-Court

1. Einleitung

Befindet sich ein Unternehmen in einer Krise, kann durch Restrukturierung die Zukunftsfähigkeit und somit der Fortbestand des Unternehmens gesichert werden. Grundsätzlich lassen sich dabei strategische, leistungswirtschaftliche und finanzwirtschaftliche Sanierungsmassnahmen unterscheiden (Dirschedl 2015, 48). Aus finanzwirtschaftlicher Sicht stellt sich insbesondere die Frage nach einer tragfähigen Kapitalstruktur. Tragfähig meint in diesem Zusammenhang, dass mit der Neugestaltung der Kapitalstruktur die Überlebensfähigkeit des Unternehmens aus finanzwirtschaftlicher Perspektive gesichert wird und somit auch das leistungswirtschaftliche Sanierungskonzept auf einer soliden Grundlage aufbaut (Eidenmüller 1999, 292; Sudarsanam/Lai 2001, 187). Ein mögliches Restrukturierungsinstrument, das zu einer Umschichtung von Fremd- in Eigenkapital führt, ist der Debt-Equity-Swap.

Rund 86 % der in der Insolvenz- und Sanierungspraxis tätigen Entscheider bezeichnen allerdings den Debt-Equity-Swap als ein sehr seltenes Sanierungsinstrument (Roland Berger/HgGUR 2018, 6, 17). Auch in der wissenschaftlichen Literatur zur Restrukturierung, insbesondere im deutschsprachigen Raum, wird dem Debt-Equity-Swap eine eher geringere Beachtung beigemessen. Eine explizite empirische Untersuchung der Motive für das Zustandekommen eines aussergerichtlichen Debt-Equity-Swaps findet sich für den deutschen Markt nicht. Der aussergerichtliche Debt-Equity-Swap ist vor dem Hintergrund der Motive besonders interessant, weil in Deutschland für die Durchführung eines solchen Debt-Equity-Swaps eine vollständige Zustimmung aller Gesellschafter und Gläubiger erforderlich ist. Somit müssen die Interessen aller Beteiligten explizit beachtet werden. Die vorliegende Abhandlung soll einen Beitrag leisten, diese Lücke zu schliessen.

Das Forschungsziel dieses Beitrags besteht darin, die Anreizfaktoren der Gesellschafter und Gläubiger zu identifizieren, damit diese einem aussergerichtlichen Debt-Equity-Swap zustimmen. Die empirische Untersuchung basiert auf einer Dokumentenanalyse in Verbindung mit strukturierten Experteninterviews. Das gewählte Forschungsdesign ermöglicht ein umfassendes und tiefgehendes Verständnis zum Umgang mit Debt-Equity-Swaps im deutschsprachigen Raum hinsichtlich des Forschungsziels zu erlangen.

Der Beitrag ist dazu wie folgt aufgebaut: Im zweiten Kapitel werden die Funktionsweise eines Debt-Equity-Swaps und die Akteure vorgestellt. Darauf aufbauend beschäftigt sich das dritte Kapitel mit dem Forschungsstand sowie der Forschungsmethodik und stellt die Daten, die im Rahmen der empirischen Analyse erhoben wurden, vor. Im vierten Kapitel werden die Ergebnisse der empirischen Untersuchung präsentiert und gewürdigt. Der Beitrag endet mit einer Zusammenfassung der wesentlichen Erkenntnisse des Beitrags.

2. Debt-Equity-Swap als Restrukturierungsinstrument

2.1 Funktionsweise des Debt-Equity-Swaps

Im Rahmen der finanzwirtschaftlichen Sanierungsmassnahmen ist der Debt-Equity-Swap den Massnahmen zur Bilanzbereinigung zuzuordnen (*Kudla 2005, 125*). Dabei ist zu beachten, dass der Debt-Equity-Swap eine Sanierungsmassnahme darstellt, bei der kein frisches Geld von aussen in die Unternehmung fliessst. Hauptfunktion eines Debt-Equity-Swaps ist die Umwandlung von Fremdkapital in Eigenkapital des Krisenunternehmens (*Müller 2012, 115; Krause 2016, 124*). Die Zielsetzung der Umwandlung von Verbindlichkeiten in Eigenkapital besteht letztendlich darin, die bilanzielle Überschuldung zu beseitigen, wobei der Investor seine Gesellschafteranteile mit Hilfe der eingebrachten Forderungen finanziert und dabei diese Forderungen dem Unternehmen entweder erlässt oder abtritt.²

Die technische Durchführung des Debt-Equity-Swaps aus Perspektive der Rechtsliteratur geschieht oftmals zunächst über eine vereinfachte Kapitalherabsetzung, der eine Kapitalerhöhung folgt. Auch wenn es grundsätzlich keiner vorherigen Kapitalherabsetzung bedarf, fördert diese die Attraktivität für die möglicherweise teilnehmenden Gläubiger. Etwaige Verluste werden den Altgesellschaftern angerechnet, so dass die später umgewandelten Forderungen nicht zur Deckung der vorangegangenen Verluste verwendet werden müssen. Dabei wird im Rahmen der vereinfachten Kapitalherabsetzung lediglich das schon im Wert geminderte Stamm- bzw. Grundkapital um die angesammelten Verluste verringert. Anders als bei der ordentlichen Kapitalherabsetzung fliessst bei der vereinfachten Variante kein Kapital ab.³

Die Kapitalerhöhung stellt den Kern des Debt-Equity-Swaps dar.⁴ Die Kapitalerhöhung kann dabei grundsätzlich als Barkapitalerhöhung oder als Sachkapitalerhöhung erfolgen. Die Umwandlung von Forderungen wird gemäss § 27 Abs. 1 AktG, § 5 Abs. 4 GmbHG als mögliche Sacheinlage betrachtet, weshalb der Debt-Equity-Swap in der Rechtsliteratur grundsätzlich durch eine Sachkapitalerhöhung vollzogen wird. Sollten dennoch Forderungen als Barkapital eingebracht werden, wird dies als verdeckte Sacheinlage gemäss § 27 Abs. 4 AktG, § 19 Abs. 4 GmbHG bezeichnet (*Krause 2016, 124*).

Insgesamt eignet sich ein Debt-Equity-Swap zur finanziellen Sanierung einer Unternehmung, wobei dies je nach Ausgestaltung sowohl gerichtlich als auch aussergerichtlich erfolgen kann. Durch die Umwandlung des Fremdkapitals in Eigenkapital wird neben der veränderten Kapitalstruktur die Liquidität durch die entfallenden Zins- und Tilgungsleistungen geschont.

2.2 Theoretische und rechtliche Einordnung aus der Perspektive der Kapitalgeber

Wie im vorherigen Abschnitt beschrieben, soll mit Hilfe des Debt-Equity-Swaps eine tragfähige Kapitalstruktur hergestellt werden. Hauptadressaten an bzw. Betroffene von einem Debt-Equity-Swap sind somit die Kapitalgeber. Im Folgenden wird daher die Perspektive

2 Vgl. § 397 Abs. 1 und § 398 BGB.

3 Die ordentliche Kapitalherabsetzung kommt im Fall des Debt-Equity-Swaps auf Grund von rechtlichen Besonderheiten nicht in Frage (*Dirschedl 2015, 64*).

4 Die Kombination von vereinfachter Kapitalherabsetzung und Kapitalerhöhung wird als Kapitalschnitt bezeichnet (*Krause 2016, 129*).

der Gläubiger (Fremdkapitalgeber) sowie der Anteilseigner (Eigenkapitalgeber) eingenommen, von anderen möglichen Beteiligten wird abstrahiert.⁵

Theoretisch verankert ist die Analyse möglicher Verhaltensweisen dieser beiden Stakeholdergruppen in der Stakeholdertheorie. Begründet wurde die Stakeholdertheorie massgeblich von Freeman, der bereits in den 1980er Jahren den Stakeholderbegriff definierte, der sich dann ständig weiterentwickelte (Freeman 2010, 31ff.). Im Folgenden wird die Stakeholdertheorie im Rahmen der Krisenmanagementforschung und darüber hinaus in den Zusammenhang mit der Restrukturierung gebracht. Grundsätzlich geht es in dieser Theorie um die Nutzenerwartungen der einzelnen Organisationsteilnehmer und damit verbunden die Frage, inwieweit deren Nutzenerwartungen von der Unternehmung erfüllt werden. Die Erwartungen der einzelnen Stakeholdergruppen können dabei divergieren, was wiederum zu Zielkonflikten führen kann (Sonius 2016, 58f.). Einflussreiche Stakeholder können dabei grösseren Druck ausüben, Unternehmensentscheidungen beeinflussen und somit über die Fortentwicklung des Unternehmens mitentscheiden.

Tritt eine Unternehmenskrise ein, steigt die Gefahr finanzieller Verluste, wobei die Eigenkapitalgeber ihr eingesetztes Kapital verlieren können und sich für die Gläubiger die Frage stellt, inwieweit ihre finanziellen Forderungen gegenüber dem Unternehmen noch vertragsgemäss bedient werden können. Weiterhin ist zu beachten, dass es innerhalb der einzelnen Stakeholdergruppen wiederum zu unterschiedlichen Einschätzungen kommen kann. Im Rahmen des Beitrags lässt sich mit Hilfe der Stakeholdertheorie die Beteiligung der beiden Stakeholdergruppen Gläubiger und Eigentümer analysieren.

Nachfolgend wird zunächst die Gruppe der Eigenkapitalgeber und anschliessend die der Gläubiger untersucht. Die Eigenkapitalgeber sind daran interessiert, dass sich das Unternehmen möglichst werthaltig aufstellt, damit sie zukünftig am Erfolg bei Fortführung partizipieren können oder im Falle der Liquidation einen möglichst hohen Anteil am Liquidationserlös erzielen. Befindet sich ein Unternehmen in einer Krise, steht der Eigenkapitalgeber vor der Überlegung dem Debt-Equity-Swap zuzustimmen oder diesen abzulehnen. Ein rationaler Eigenkapitalgeber wird der Unternehmensrestrukturierung immer dann zustimmen, wenn ihm die erfolgreiche Strukturierung die Partizipation am Unternehmenserfolg ermöglicht und dieser Erfolg oberhalb seines anteiligen Liquidationserlöses liegt. Voraussetzung für diese Partizipation ist der Erhalt der Anteile, der im Folgenden als Altgesellschafter bezeichneten Eigenkapitalgeber. Im Rahmen des Debt-Equity-Swaps müssen die Altgesellschafter allerdings mindestens eine Verwässerung ihrer Anteile akzeptieren oder ihre Anteile sogar abgeben (Labbé/Rudolph 2008, 97ff.). Dies führt dazu, dass die Motivation der Altgesellschafter zur Teilnahme am Debt-Equity-Swap aus theoretischer Sicht zumindest eingeschränkt erscheint.

Die Gläubiger dürften oftmals eine heterogener Gruppe als die Eigenkapitalgeber darstellen. Je nachdem welche Gläubigerposition die einzelnen Gläubiger einnehmen, werden sie dem Restrukturierungsinstrument Debt-Equity-Swap unterschiedlich gegenüberstehen. Prinzipiell wird innerhalb der Gläubiger jeder einzelne versuchen, seine Ansprüche auf vertragsgemäss Erfüllung bestmöglich durchzusetzen (Mumford 2003, 57ff.; Pinkwart et al. 2005, 67ff.; Mayr 2018, 118). Dabei kann es ausserdem zu unterschiedlichen Einschätzungen hinsichtlich der Zukunftsfähigkeit des Unternehmens durch die verschiedenen

⁵ Weitere Beteiligte könnten beispielsweise im Rahmen der Restrukturierung beratende Unternehmen sein.

Gläubiger kommen (*Eidenmüller* 1999, 290f.; *Feldbauer-Durstmüller/Binder* 2007, 154; *Mayr* 2018, 118). Beispielsweise ist dabei an besicherte und nicht besicherte Gläubiger zu denken oder an Anleihegläubiger sowie Kreditinstitute, die als Gläubiger auftreten.

Werden zunächst die besicherten Gläubiger betrachtet, stellt sich für diese die Frage nach der Werthaltigkeit. Grundsätzlich werden die Gläubiger die Option wählen, die ihnen die grösste Chance bietet, den verzinsten Nominalbetrag ihrer Forderung zurückzuerhalten. Ob dies im Rahmen der Liquidation oder der Restrukturierung wahrscheinlicher ist, lässt sich nur einzelfallbezogen beantworten. Die Zustimmung zu einem Debt-Equity-Swap kann somit von dieser Gläubigergruppe nicht direkt erwartet werden.

Unbesicherte Gläubiger besitzen zwar grundsätzlich die gleiche Zielsetzung wie die besicherten Gläubiger, allerdings ist die Wahrscheinlichkeit der Rückerstattung ihrer verzinsten Forderungen im Rahmen der Liquidation sehr viel unwahrscheinlicher, was im Umkehrschluss die Wahrscheinlichkeit der Zustimmung zu einer Restrukturierung und damit u.U. auch zu einem Debt-Equity-Swap erhöht. Nur im Fall der erfolgreichen Restrukturierung besteht für diese Gläubigergruppe die Möglichkeit, ihre verzinsten Forderungen zu erhalten.⁶

Neben der Analyse der einzelnen Beteiligten ist weiterhin die rechtliche Situation zu beachten, wobei im Kontext des Beitrags insbesondere interessiert, inwieweit die beschriebenen Stakeholder dem Restrukturierungsinstrument Debt-Equity-Swap explizit zustimmen müssen, oder ob der Debt-Equity-Swap auch ohne deren Einverständnis angewendet werden kann und sich somit eine Stakeholdergruppe nicht gegen die Entscheidung der anderen Stakeholdergruppe wehren kann.

Die Einführung des „Gesetzes zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen“ (ESUG) im März 2012 führte zu einer erheblichen Vereinfachung bei der Durchführung von Debt-Equity-Swaps innerhalb des Insolvenzplanverfahrens. Erklärtes Ziel der Gesetzesnovelle war es, durch die Ausweitung der Gläubigerrechte das bis zur Reform eher auf Zerschlagung und Liquidation ausgelegte deutsche Insolvenzrecht zu einer sanierungsfreundlichen Entwicklung zu überführen (*Lau* 2016, 1). Mit der Einführung des ESUG kam es durch das Obstruktionsverbot gemäss § 235 InsO zu einer Entschärfung des Blockadepotentials der Altgesellschafter, da die Zustimmung der Altgesellschafter unter bestimmten Voraussetzungen ersetzt werden kann (*Simon/Merkelbach* 2012, 122).

Die aussergerichtlichen Restrukturierungen sind allerdings von dieser Regelung nicht betroffen, womit bei der aussergerichtlichen Restrukturierung nicht die Möglichkeit besteht, in die Gesellschafterrechte einzugreifen und somit die unterschiedlichen Stakeholder Beziehungen zu berücksichtigen. In dieser Konstellation können die Altgesellschafter weiterhin die Restrukturierung durch den Debt-Equity-Swap verhindern, da ihre Zustimmung zwingend erforderlich ist (*Dirschedl* 2015, 71).

Im Folgenden sollen die betriebswirtschaftlichen Anreize zur Mitwirkung der beteiligten Akteure am Debt-Equity-Swap näher analysiert werden. Da nur beim aussergerichtlichen Debt-Equity-Swap die Beteiligung der Altgesellschafter aus Eigenmotivation sichergestellt und nicht wie beim gerichtlichen Debt-Equity-Swap erzwungen werden kann, wird im Folgenden nur noch der aussergerichtliche Debt-Equity-Swap betrachtet.

⁶ Eine intensive Auseinandersetzung zu den verschiedenen Reaktionsmöglichkeiten der Fremdkapitalgeber liefert *Sonius* (2016, 74–78).

3. Stand der Forschung und Aufbau der empirischen Untersuchung

3.1 Forschungsstand und Ableitung der Forschungslücke

Im Rahmen der wissenschaftlichen und praxisbezogenen Diskussion zur Restrukturierung von Unternehmen ist der Debt-Equity-Swap von Relevanz. Wie aus Kapitel 2 mit Hilfe der Stakeholdertheorie deutlich wurde, sind die Gläubiger und Gesellschafter die zentralen Beteiligten am Debt-Equity-Swap. Frei über ihre Beteiligung an diesem Restrukturierungsinstrument können die Stakeholder allerdings nur im Rahmen eines aussergerichtlichen Debt-Equity-Swaps entscheiden. Im Fokus wurde daher nach Literatur gesucht, die sich mit der aussergerichtlichen Restrukturierung beschäftigt. Aufgrund fehlender Ergiebigkeit wurde ausserdem Literatur zur aussergerichtlichen Sanierung recherchiert, die die unterschiedlichen Interessen der Stakeholder, insbesondere der Eigen- und Fremdkapitalgeber im Rahmen der Restrukturierung beleuchten. Ausgewertet wurden Beiträge, die die Schuldenbereinigung thematisierten (informal debt restructuring), wobei die Schuldenbereinigung als Überbegriff alle fremdkapitalbezogenen Transaktionen beinhaltet, mit denen vereinbarte Zahlungen auf das Fremdkapital reduziert, die Laufzeit des Fremdkapitals verlängert oder die Schulden in Eigenkapital gewandelt werden (Gilson 1990, 356; James 1996, 717; Mayr 2018, 191). Somit ist der Debt-Equity-Swap ein Instrument der Schuldenbereinigung.

Im Rahmen der Literaturrecherche konnten eine Vielzahl von Beiträgen identifiziert werden, die sich mit der aussergerichtlichen Sanierung und der Schuldenbereinigung beschäftigen. Eine umfassende internationale Literaturrecherche zu diesem Themenfeld findet sich bei Mayr (2018), dessen Ergebnisse um eigene Rechercheergebnisse erweitert wurden.⁷ Nachfolgend sollen einige zentrale Entwicklungen in der internationalen Literatur skizziert werden, um anschliessend auf den Schwerpunkt des Beitrags, die Analyse im deutschsprachigen Raum einzugehen. Historisch betrachtet, setzen sich vor allem Beiträge aus den USA intensiv mit der aussergerichtlichen Sanierung auseinander. Gemäss Mayr (2018) beschäftigen sich rund 56 % der recherchierten Beiträge mit der aussergerichtlichen Sanierung in den USA. Auch inhaltlich finden sich die Wurzeln für die Umwandlung von Forderungen von Gläubigern in Eigenkapital im U.S.-amerikanischen Recht (Jaffé 2010, 253f.; Christophery 2017, 30). Die Befreiung der Schuldner von ihrer Schuldenlast ist das primäre Ziel in den USA, womit ihnen ein neuer Start ermöglicht werden soll und insgesamt die unternehmerische Risikobereitschaft belohnt wird (Jaffé 2010, 253f.; Römermann 2019, Rn. 37ff.). Dies steht zumindest historisch im Gegensatz zur deutschen Sichtweise, in der es stärker um den Gläubigerschutz unter Inkaufnahme des Niedergangs der Schuldner geht (Jaffé 2010, 254).

Mit der Schuldenbereinigung im Spannungsfeld zwischen gerichtlicher und aussergerichtlicher Sanierung sowie der Funktionsfähigkeit und den Anreizproblemen der US-amerikanischen Sanierung beschäftigt sich beispielsweise White (1994). White (1994) analysiert, in welchen Situationen die aussergerichtliche Sanierung eine Alternative zur gerichtlichen Sanierung für die beteiligten Akteure darstellt. Er greift dabei auf die Spieltheorie zurück und kommt zu der Erkenntnis, dass aussergerichtliche Sanierungen aufgrund geringerer Transaktionskosten im Vergleich zu gerichtlichen Sanierungen die Wahrscheinlichkeit

⁷ Mayr (2018) recherchiert zur aussergerichtlichen Unternehmenssanierung, wobei er insgesamt 62 Beiträge identifiziert. Für alle sanierten Unternehmen mit deutscher Herkunft, wurde kein Debt-Equity-Swap eingesetzt.

erhöhen, dass nicht lebensfähige Unternehmen die Möglichkeit zur Sanierung erhalten. *Mooradian* (1994) analysiert, inwieweit Interessenkonflikte und unterschiedliche Sichtweisen zwischen den an der Sanierung beteiligten Akteuren dazu führen können, dass zu liquidierende Unternehmen saniert werden und sanierungsfähige Unternehmen liquidiert werden.⁸ Später finden *Mooradian/Ryan* (2005) heraus, dass die beteiligten Akteure bei aussergerichtlichen Sanierungen eine besondere Bedeutung für den weiteren Verlauf besitzen. Die besondere Bedeutung hinsichtlich der Zusammensetzung der an der Sanierung beteiligten Akteure wird auch von *Jacobs et al.* (2012) und *Gilson et al.* (1990) thematisiert. Während *Jacobs et al.* (2012) zu dem Ergebnis kommen, dass Unternehmen mit vielfältigen Gläubigerklassen eher eine aussergerichtliche Sanierung anstreben, ergibt die Untersuchung von *Gilson et al.* (1990), dass komplexe Gläubigerstrukturen die aussergerichtliche Sanierung erschweren, da Verhandlungen bei komplexen Gläubigerstrukturen eher scheitern. Während die zuvor vorgestellten Beiträge sich zwar grundsätzlich mit der Schuldenbereinigung und den Motiven der Akteure sich daran zu beteiligen auseinandersetzen, wird aber nicht schwerpunktmaßig der Debt-Equity-Swap thematisiert. In der Studie von *James* (1995) hingegen wird speziell die Bedeutung des Debt-Equity-Swaps bei der Restrukturierung US-amerikanischer Unternehmen durch Banken analysiert. In 31 % der Fälle kam es zu einer Debt-Equity-Swap Transaktion, wobei auch hier die Akteure für die Auswahl des Sanierungsinstruments zur Schuldenbereinigung von besonderer Relevanz sind (*James* 1995, 1210f.).

Insgesamt kann auf Basis der internationalen Literaturrecherche festgehalten werden, dass die Auswahl des Sanierungsinstruments von der Rechtsordnung und von der Zusammensetzung der am Sanierungsinstrument beteiligten Akteure abhängig ist.⁹ Das unterschiedliche Sanierungsverständnis in den unterschiedlichen Rechtssystemen führte bezogen auf Europa und Deutschland immer wieder zu Diskussionen hinsichtlich Reformierung und Vereinheitlichung.¹⁰ Nachfolgend soll geprüft werden, ob die Relevanz der beteiligten Akteure für den Abschluss eines Debt-Equity-Swaps auf dem deutschen Markt schon analysiert wurde.

Die Literaturrecherche für den deutschen Markt zeigt, dass sich nur wenige Beiträge mit der aussergerichtlichen Sanierung und im Speziellen mit dem Debt-Equity-Swap beschäftigen. Nachfolgend soll sich auf Beiträge konzentriert werden, die den Debt-Equity-Swap thematisieren. Im Kern konnten zwei Literaturströmungen identifiziert werden, die sehr unterschiedlich ausgeprägt sind. Eine Literaturströmung beschäftigt sich intensiv mit rechtlichen Fragestellungen zum Debt-Equity-Swap sowie damit verbundenen, angrenzenden Themengebieten, wie der Differenzhaftung, der damit in Beziehung stehenden Bewertung von Forderungen, der Besteuerung von Sanierungsgewinnen und den Spannungsfeldern zwischen Insolvenz- und Gesellschaftsrecht (*Mückl* 2009, 497ff.; *Krause* 2016, 133). Die zweite und sehr viel kleinere Strömung nimmt die ökonomische Sichtweise für die Beurteilung eines Debt-Equity-Swaps ein. Gemäss der Recherche von *Mayr* (2018) besitzt der Debt-Equity-Swap aus ökonomischer Perspektive bei deutschen Untersuchungen kaum eine Relevanz. *Jostarndt/Sautner* (2010) untersuchen die eingesetzten Sanierungsmassnahmen von 116 deutschen Unternehmen zwischen 1997 und 2004, die sich in einer Krise be-

8 Die Effizienz gerichtlicher Sanierungen in den USA thematisieren auch *Warren/Westbrook* (2008).

9 *Bork* (2011) analysiert die konkurrierenden Rechtsordnungen.

10 In Europa wurde daher im Jahr 2019 die Richtlinie über Restrukturierung und Insolvenz verabschiedet. Nähere Ausführungen dazu vgl. Kapitel 4.3.

fanden und stellen fest, dass der Debt-Equity-Swap nur von untergeordneter Bedeutung ist.¹¹

Durch eigene Recherchen konnten seit Inkrafttreten des ESUG neben Aufsätzen mit primär rechtlichen Fragestellungen lediglich drei Aufsätze und eine Dissertation identifiziert werden, die sich mit dem Debt-Equity-Swap aus einer ökonomischen Perspektive auseinandersetzen. Der Beitrag von *Drukarczyk* (2015) diskutiert die Frage, inwieweit die ESUG-Reform die gerichtliche Sanierung stärkt. *Dirscheld* (2015) beschäftigt sich in seiner Dissertation mit der ökonomischen Analyse des Debt-Equity-Swaps, wobei er unter Berücksichtigung der aktien-, insolvenz- und steuerrechtlichen Rahmenbedingungen eine theoretische Untersuchung zur Vorteilhaftigkeit des Debt-Equity-Swaps aus der Perspektive der Unternehmung sowie explizit aus dem Blickwinkel der Gläubiger und der Altgesellschafter vornimmt. Aus der Dissertation hervorgehend ist der Beitrag von *Schüler/ Dirscheld* (2016), der sich mit der Frage auseinandersetzt, unter welchen Bedingungen der Debt-Equity-Swap aus der Perspektive der Fremdkapitalgeber sinnvoll erscheint, wobei zwischen Fortführungs-, Liquidations- und Nominalwerten unterschieden wird und das Risiko der Zahlungsströme explizit berücksichtigt wird. *Meuthen/Eickmann* (2018) modellieren und quantifizieren gläubigerspezifische Entscheidungsalternativen mit dem Ziel, den Debt-Equity-Swap als ein insolvenzrechtliches Sanierungsinstrument präziser gegenüber alternativen Instrumenten einschätzen zu können. Durch die Modellierung wird es den Gläubigern möglich, die finanziellen Folgen besser abzuschätzen.

Anhand des Literaturüberblicks ist deutlich geworden, dass für den deutschen Markt bisher keine Untersuchung bekannt ist, die sich auf Basis einer empirischen Analyse mit dem Debt-Equity-Swap als Sanierungsinstrument in Deutschland in Verbindung mit den Anreizfaktoren der Akteure auseinandersetzt.

Im Beitrag soll der Schwerpunkt auf der Analyse des Entscheidungsprozesses der Stakeholder zur Beteiligung an einem aussergerichtlichen Debt-Equity-Swap liegen, wobei das empirische Forschungsdesign dazu beitragen soll, die Anreizfaktoren mit Hilfe der Dokumentenanalyse und der geführten Experteninterviews herauszuarbeiten, die die Stakeholder zur Teilnahme an einem Debt-Equity-Swap veranlasst.

3.2 Methodik und Daten

Die Beweggründe der in Kapitel 2 beschriebenen Beteiligten zur Teilnahme am aussergerichtlichen Debt-Equity-Swap sollen im Rahmen dieses Beitrags mit Hilfe des nachfolgend beschriebenen Forschungsdesigns herausgearbeitet werden. Dazu kommen eine Dokumentenanalyse sowie qualitative Experteninterviews zum Einsatz.

Die Identifikation von Unternehmen, bei denen ein Debt-Equity-Swap im Rahmen der Restrukturierung eingesetzt wurde, erfolgt über die Datenbank mergermarket.com. Weiterhin wurde mit Hilfe etablierter Suchmaschinen nach Transaktionen recherchiert. Die Recherche in der Datenbank ermöglicht dabei auf einen Zeitraum zwischen dem 01.01.2002 und dem 30.04.2018 zurückzugreifen. Weiterhin sollte der Hauptsitz des Zielunternehmens in Deutschland sein und die Restrukturierung nach deutschem Recht vollzogen werden. Zu beachten ist dabei, dass die Restrukturierung zwar nach deutschem Recht erfolgen musste, dass die Teilhaber und Gläubiger aber nicht national eingegrenzt wurden

¹¹ Auch diese Autoren stellen auf S. 635 bereits Überlegungen an, warum der Debt-Equity-Swap in Deutschland von untergeordneter Bedeutung ist.

und somit beispielsweise auch Gläubiger aus dem Ausland dem Zielunternehmen mit Hauptsitz in Deutschland eine Finanzierung bereitstellen.

Für die recherchierten Transaktionen wurden sämtliche Dokumente gesammelt, die im Zusammenhang mit dem Debt-Equity-Swap zu finden waren. Das waren insbesondere Zeitungsartikel, Publikationen beauftragter Beratungen sowie die Jahresabschlüsse der einzelnen Unternehmen.

Mit Hilfe der qualitativen Inhaltsanalyse nach *Mayring* (2015) werden die Dokumente analysiert. Dabei wird ein standardisiertes Vorgehen angewendet, um die Objektivität der Untersuchung sicherzustellen. Die Auswertung der Dokumente erfolgt auf Basis eines Systems aus Kategorien, wobei einzelne Textabschnitte den Kategorien zugeordnet werden.

Das zweite Element des dem Beitrag zugrundeliegenden Forschungsdesigns bilden die Interviews mit Experten im Bereich von Debt-Equity-Swaps. Zielsetzung eines solchen qualitativ durchgeführten Interviews ist es, Sachverhalte tiefgehender zu verstehen (*Kardoff* 1995, 4; *Danner-Schröder/Müller-Seitz* 2017, 49). Dazu wird ein offenes Interviewformat gewählt, bei dem der Interviewablauf lediglich in Form eines Leitfadens vorgegeben ist (*Danner-Schröder/Müller-Seitz* 2017, 49ff.). Zeitlich sind die Interviews der Dokumentenanalyse nachgelagert, um Sachverhalte, die aus den Dokumenten heraus nicht abschliessend erklärbar waren, mit Hilfe der Interviews diskutieren zu können.

Um ein umfassendes Bild zur Attraktivität des Debt-Equity-Swaps einholen zu können, sollen grundsätzlich Altgesellschafter, Gläubiger sowie Restrukturierungsberater von Debt-Equity-Swap Transaktionen befragt werden, wobei auch Restrukturierungsberater die nicht auf Debt-Equity-Swaps spezialisiert sind, einbezogen werden. Zur Identifikation der anzusprechenden Personen wird der Fokus vor allem auf die während der Dokumentenanalyse identifizierten beteiligten Akteure gelegt. Die Ansprache erfolgt grundsätzlich per Telefon und E-Mail, wobei häufiger die E-Mail als Instrument zur Interviewvereinbarung genutzt wurde.

Bei der Kontaktaufnahme wird dem potentiellen Interviewpartner das Forschungsvorhaben kurz erläutert. Detaillierte Aussagen werden dabei ebenso vermieden, wie Informationen zum Interviewleitfaden, um eine mögliche Vorbereitung der Interviewpartner auf das Interview zu verhindern. Durch diese Vorgehensweise soll erreicht werden, dass die Interviewpartner möglichst spontane und somit glaubhafte Aussagen zum Debt-Equity-Swap abgeben.

Die Interviews selbst laufen telefonisch ab, wobei der Interviewer lediglich moderierend und anhand eines Leitfadens steuernd das Gespräch führt, dem Interviewten aber in seinen Antworten einen grossen Freiraum einräumt und auch unerwartete Gesprächsentwicklungen zulässt und die darüber gesammelten Informationen im weiteren Gesprächsverlauf berücksichtigt.

Inhaltlich wurden im Rahmen der Interviews die vier nachfolgend aufgeführten Themenkomplexe diskutiert: In einem ersten Schritt werden personenspezifische Themen erfasst, dazu zählt der Erfahrungshintergrund, die Beteiligungsart als Gesellschafter, Gläubiger oder Berater der Gesellschafter oder Gläubiger und der Tätigkeitsschwerpunkt in Verbindung mit dem Debt-Equity-Swap, insbesondere ob eine eher rechtliche oder betriebswirtschaftliche Ausrichtung vorliegt. Im zweiten Schritt wird der Debt-Equity-Swap als Instrument der finanziellen Restrukturierung thematisiert, wobei es insbesondere um Vor- und Nachteile dieses Instruments geht, die Bedeutung des Debt-Equity-Swaps und mögliche Alternativen zur Restrukturierung aus Sicht der Interviewten erfragt werden. Weiter-

hin interessiert, inwieweit die Interviewten von einer besonderen Relevanz der rechtlichen und steuerrechtlichen Gegebenheiten bei der Durchführung des Debt-Equity-Swaps ausgehen. Der dritte Baustein des Interviews ist im Vergleich zum zweiten Baustein spezifischer und fragt nach den Anreizen zur Teilnahme am Debt-Equity-Swap aus Sicht der Altgesellschafter sowie der Gläubiger (sowohl der besicherten, als auch der nichtbesicherten Gläubiger). Der vierte Interviewbaustein bildet den Abschluss und ist für weiterführende Fragen reserviert, die sich aus dem bisherigen Gesprächsverlauf ergeben.

Im Anschluss an die Interviews wurden diese verschriftlicht und dabei strukturiert. Die einzelnen Aussagen wurden dazu den bereits im Rahmen der Dokumentenanalyse entwickelten Kategorien zugeordnet.

3.3 Vorstellung des Datensamples

Über die Datenbank mergermarket.com konnten zunächst 24 Debt-Equity-Swaps im Zeitraum vom 01.01.2002 bis 30.04.2018 in Deutschland recherchiert werden. Das recherchierte Datensample wurde um die Transaktionen bereinigt, die nicht nach deutschem Recht stattgefunden haben (neun Transaktionen). Außerdem wurden aus den oben beschriebenen Gründen nur aussergerichtliche Restrukturierungen über Debt-Equity-Swaps berücksichtigt, was zum Ausschluss von weiteren vier Transaktionen führte. Weitere fünf Restrukturierungen aus den Jahren 2002 bis 2007 wurden aufgrund einer unzureichenden Informationsbasis aus der Untersuchung ausgeschlossen. Ergänzt wird das Datensample um den Debt-Equity-Swap im Zusammenhang mit dem Unternehmen ATU, das ebenfalls eine aussergerichtliche Restrukturierung durchführte, aber nicht in der Datenbank enthalten war. Die *Abbildung 1* gibt einen Überblick zur Zusammensetzung des Datensamples:

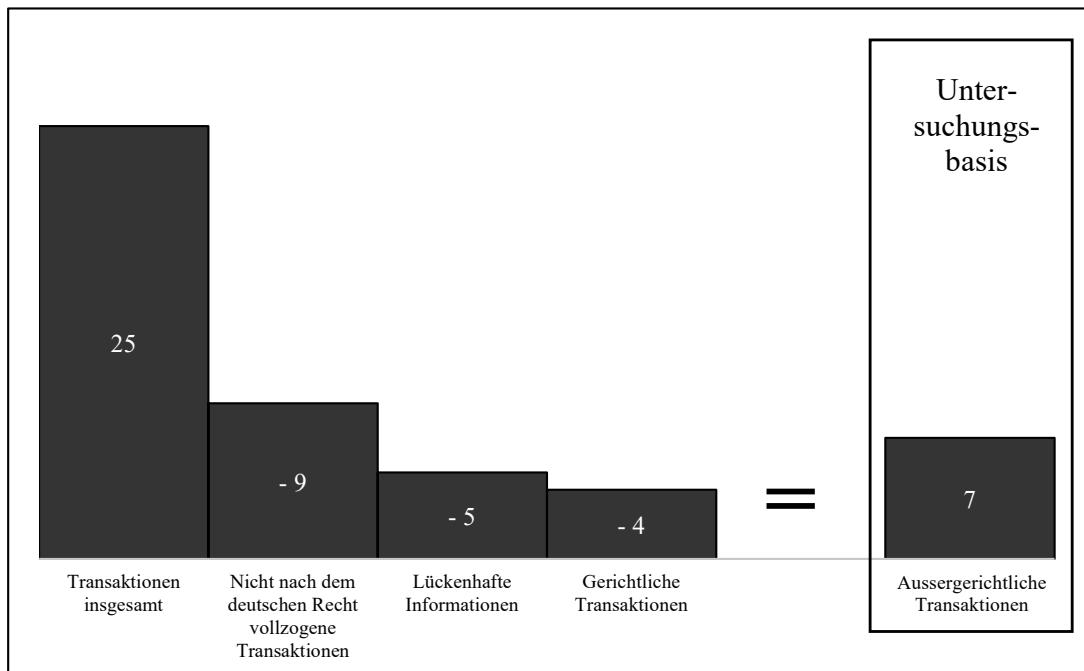


Abbildung 1: Zusammensetzung des recherchierten Datensamples

Die *Tabelle 1* enthält nähere Informationen zu den sieben aussergerichtlichen Transaktionen. Der Tabelle kann der Zeitpunkt der Restrukturierung entnommen werden, um welche Gesellschafter und Gläubiger es sich im Rahmen der Wandlung handelt, wie hoch der Eigenkapitalanteil der Neugesellschafter ist, wie hoch die Verschuldungsreduktion, die durch den Debt-Equity-Swap erreicht wird, ist und ob weitere Kapitalmassnahmen zur Kapitalgestaltung gewählt wurden.

Zielunternehmen	Datum ¹²	(Alt-)Gesellschafterart	Gläubigerart	Eigenkapitalanteil Neugesellschafter	Verschuldungsreduktion	Weitere Kapitalmassnahmen
<i>Jack Wolfskin</i> ¹³	07/2017	Finanzinvestor	Finanzinvestor	100 %	Ca. 70 %	Gesellschafterdarlehen
<i>SolarWorld Industries</i> ¹⁴	02/2014	Aktionärsstruktur	Finanzinvestor	95 % ¹⁵	Ca. 55 %	N.a.
<i>ATU</i> ¹⁶	01/2014	Finanzinvestor	Finanzinvestor	97 %	Ca. 80 %	Kapitalzufuhr
<i>Walter Services</i> ¹⁷	12/2011	Finanzinvestor	Finanzinvestor	98 %	Ca. 78 % ¹⁸	N.a.
<i>Conergy Global Solutions</i> ¹⁹	07/2011	Aktionärsstruktur	Finanzinvestor	Ca. 70 %	Ca. 58 %	N.a.
<i>Stabilus</i> ²⁰	04/2010	Finanzinvestor	Finanzinvestor	100 %	Ca. 52 %	Kapitalzufuhr
<i>Treofan</i> ²¹	09/2009	Finanzinvestor	Finanzinvestor	Ca. 70 % ²²	N.a.	Refinanzierung

Tabelle 1: Mit Hilfe eines Debt-Equity-Swaps restrukturierte Unternehmen

Neben der Dokumentenrecherche wurden, wie bereits in Kapitel 3.2 erläutert, Experteninterviews geführt. Anfragen wurden bei Altgesellschaftern und Gläubigern für das vorliegende Datensample gestellt. Darüber hinaus wurden Restrukturierungsberater kontaktiert. Altgesellschafter und Gläubiger konnten nicht für die Interviews gewonnen werden. Im Ergebnis wurden sechs Interviewpartner gefunden, die aus dem Beratungsumfeld stammen. Die Interviewpartner berieten zum Teil die Gläubiger, die Gesellschafter und die Unternehmen selbst, die im Rahmen der Dokumentenrecherche recherchiert wurden. Die Interviewten können somit aus den verschiedenen Perspektiven berichten. Vorgabe zur Durch-

12 Das Datum entspricht dem Abschlussdatum der Transaktion. Falls das Abschlussdatum nicht rechbar ist, wird der Zeitpunkt herangezogen, in dem über die Einigung berichtet wurde.

13 Vgl. Plank (2017, 1); *Jack Wolfskin* (Hrsg.) (2017, 1); Dentz (2017, 1); *Mergermarket.com* (2018).

14 Vgl. *Backhaus* (2013, 1); *DGAP* (Hrsg.) (2014, 1); *Mergermarket.com* (2018).

15 In einem zweiten Schritt wurden 48,5 % vom CEO Asbeck und Qatar Solar Technologies (diese wird durch die Qatar Foundation, einer NPO, gehalten) gezeichnet (*Backhaus* 2013, 1).

16 Vgl. *n-tv* (Hrsg.) (2013, 1).

17 Vgl. *Kloof* (2011, 1); *Ollrog* (2013, 1); *Mergermarket.com* (2018).

18 Im Rahmen des Debt-Equity-Swaps wurden 100 % der Bankverbindlichkeiten i.H.v. 180 Mio. Euro umgewandelt, es existieren weitere Mezzanine-Finanzverbindlichkeiten i.H.v. 40–50 Mio. Euro ((180 Mio.)/(180 Mio.+50 Mio.)) = ca. 78 %), (*Ollrog* 2013, 1; *Mergermarket.com* 2018).

19 Vgl. *Murphy/Nagl* (2010, 1); *Steitz/Hetzner* (2010, 1); *Mergermarket.com* (2018).

20 Vgl. *Meves* (2014, 1); *Kögler* (2015, 1); *Mergermarket.com* (2018); *Triton* (Hrsg.) (o. J., 1).

21 Vgl. *Wnuck* (2009, 1); *Mergermarket.com* (2018).

22 Vgl. *Wnuck* (2009, 1).

führung der Interviews war die Zusicherung der Anonymität an die Interviewpartner. In *Tabelle 2* finden sich zusammengefasst zentrale Merkmale der Interviewten, insbesondere deren Position und die zugehörige Branche.

Interview-partner	Position	Branche	Datum des Interviews
<i>Anonym 1</i>	Partner & Co-Leiter Private Equity	Führende Europäische Wirtschaftskanzlei	30.08.2018
<i>Anonym 2</i>	Managing Director Global Advisory	Internationale Investmentbank	30.07.2018
<i>Anonym 3</i>	Counsel Finanzierung, Kapitalaufnahme sowie Restrukturierung und Insolvenz	Internationale Wirtschaftskanzlei	24.07.2018
<i>Anonym 4</i>	Partner Restructuring Services	Eine der vier grossen Wirtschaftsprüfungs-gesellschaften	20.07.2018
<i>Anonym 5</i>	Partner Restructuring	Internationale Wirtschaftskanzlei	10.07.2018
<i>Anonym 6</i>	Partner Restructuring	Internationale Wirtschaftskanzlei	26.06.2018

Tabelle 2: Charakterisierung der Interviewpartner

4. Analyse und Würdigung der Ergebnisse

4.1 Die Vorfelddynamik als Faktor für die Durchführbarkeit des Debt-Equity-Swaps

Im Rahmen der Dokumentenrecherche ist auffällig, dass die Finanzinvestoren eine besondere Stellung einnehmen (sowohl auf Gläubiger- als auch auf Gesellschafterseite) (vgl. *Tabelle 1*). Dies führt zu der Überlegung, ob die Vorfelddynamik für die Durchführung eines Debt-Equity-Swaps von besonderer Relevanz ist. Der Begriff Vorfelddynamik bezieht sich auf den Zeitraum vor der offiziellen Durchführung des Debt-Equity-Swaps und die Dynamik der Ereignisse, die in diesem Zeitfenster zu beobachten sind. An diese Vorfelddynamik ist die Überlegung geknüpft, dass im Vorfeld eines Debt-Equity-Swaps dynamische Entwicklungen auftreten können, die die Wahrscheinlichkeit zur Durchführung deutlich erhöhen. Es wird daher nachfolgende Hypothese formuliert:

Hypothese 1: Für die Durchführbarkeit eines Debt-Equity-Swaps ist die Vorfelddynamik sowohl aus Gläubiger- als auch aus Gesellschafterperspektive bedeutsam.

Nachfolgend werden die Vorfelddynamiken auf Gläubiger- und Gesellschafterseite für die recherchierten Fälle analysiert.²³ Die Auswertung der Dokumentenanalyse sowie die geführten Interviews ergeben, dass im Vorfeld eines Debt-Equity-Swaps häufig die Gläubi-

²³ So kommt es gemäss *Anonym 4* im Vorfeld der Restrukturierung bereits möglicherweise zu einem erheblichen Spannungsfeld zwischen Fremd- und Eigenkapitalgebern.

gerstruktur wechselt. Als Fremdkapitalgeber kommen dann nicht mehr Bankkredite zum Einsatz, sondern es wird verstärkt auf Finanzinvestoren zurückgegriffen.

Wie aus der Dokumentenrecherche hervorgeht, kauften sich Finanzinvestoren bei der Restrukturierung von *Walter Services* (vgl. *Tabelle 1*) nur wenige Wochen vor der Transaktion in die Kapitalstruktur ein. Der Einkauf erfolgte, indem das von Banken bereitgestellte Fremdkapital mit Abschlägen von Finanzinvestoren übernommen wurde (Kloß 2011, 1). Ein weiteres interessantes Beispiel zur Vorfelddynamik stellt der Fall zur *Stabilus*-Restrukturierung dar. Der Finanzinvestor *Triton* baute im Frühjahr 2009, ca. ein Jahr vor der eigentlichen Übernahme, Beziehungen zu den Gläubigern von *Stabilus* auf (Meves 2014, 1; Kögler 2015, 1; *Triton* (Hrsg.) o.J., 1). Aufbauend auf diesen Beziehungen investierte *Triton* in das Fremdkapital von *Stabilus*. Mit Hilfe der aufgebauten Fremdkapitalposition und der konstruktiven Zusammenarbeit mit den investierten Banken, erfolgte die Übernahme von *Stabilus* durch *Triton* über einen Debt-Equity-Swap. Die Dokumentenanalyse verdeutlicht für alle recherchierten Transaktionen, dass das Aufkaufen von notleidenden Krediten durch Finanzinvestoren dem Debt-Equity-Swap vorangeht.

Die recherchierten Ergebnisse werden auch durch die Aussagen von *Anonym 5* (2018) gestützt, wonach es für die Durchführung eines Debt-Equity-Swaps von besonderer Relevanz ist, die im Vorfeld in der Kapitalstruktur vertretenen Akteure genauer zu betrachten. Je nach Art des Akteurs verändern sich die Verhaltensweisen und somit auch der Verlauf einer Restrukturierung sowie eines Debt-Equity-Swaps (*Anonym 5* 2018). Insgesamt ist festzuhalten, dass in einem Marktumfeld, auf dem Finanzinvestoren verstärkt in Restrukturierungssituationen auftreten können, die Wahrscheinlichkeit für die Verwendung von Debt-Equity-Swaps erhöht sein dürfte. Treten Finanzinvestoren im Vorfeld als Gläubiger auf, ist die Wahrscheinlichkeit, dass diese Gläubiger später wandeln und zu Gesellschaftern werden nach Meinung der Experten sehr wahrscheinlich.²⁴

Nachfolgend soll analysiert werden, wie die Situation ist, wenn Finanzinvestoren im Vorfeld als Altgesellschafter auftreten, wie es in fünf der sieben recherchierten Fälle war (vgl. *Tabelle 1*). Ist dies der Fall, sind die Finanzinvestoren direkt von der Krise des Unternehmens betroffen und müssten bei einem aussergerichtlichen Debt-Equity-Swap einen Verwässerungseffekt hinnehmen oder sogar einem vollständigen Anteilsverlust zustimmen.

Die Experten waren im Rahmen der Interviews dennoch übereinstimmend der Ansicht, dass die Erfolgswahrscheinlichkeit eines aussergerichtlichen Debt-Equity-Swaps mit einem Finanzinvestor als Altgesellschafter im Vergleich zu allen anderen Altgesellschafterformen deutlich zunimmt. Gemäß *Anonym 5* (2018) liegt dies vor allem daran, dass ein Finanzinvestor als Altgesellschafter ohne grösseren Schaden des operativen Geschäfts ausgetauscht werden kann. Setzen sich die Altgesellschafter nicht aus Finanzinvestoren zusammen, sondern beispielsweise aus Familienmitgliedern eines familiengeführten Unternehmens, könnte ein Gesellschafterwechsel einen Schaden für das operative Geschäft mit sich bringen.²⁵ Weiterhin ergeben sich für familiengeführte Unternehmen neben einem anzunehmenden schadhaften Gesellschaftertausch ebenfalls charakteristische Bindungen zwischen Gesellschafter und Gesellschaft. Ein aussergerichtliches freiwilliges Abtreten der Gesellschafterposition erscheint bei dieser Konstellation sehr schwierig und ist gemäß Experteninter-

24 Zu dieser Ansicht kommen übereinstimmend alle interviewten Experten.

25 Einschränkend ist anzumerken, dass bei einem restrukturierungsbedürftigen Unternehmen allerdings das operative Geschäft ggf. auch sanierungsbedürftig ist. Vor diesem Hintergrund könnte ein Gesellschafterwechsel notwendig sein. Dies relativiert die Aussage von *Anonym 5* (2018).

views ggf. nur unter Verwendung von rechtlichen Hebeln möglich (zum Beispiel dem Pfandverwertungsverfahren) (*Anonym 5* 2018).

Insgesamt wurden auf Basis der Dokumente und der geführten Experteninterviews Argumente gefunden, die die Hypothese 1 bestätigen.

4.2 Anreizfaktoren aus Gesellschafterperspektive

Um die möglichen Motive für eine Beteiligung am Debt-Equity-Swap aus Gesellschafterperspektive herauszuarbeiten, wird nachfolgend der Blickwinkel eines Gesellschafters, dessen Unternehmung sich in einer Krise befindet, eingenommen. Für einen Gesellschafter, der an einem zu restrukturierenden Unternehmen beteiligt ist, ergibt sich bei einer oberflächlichen Betrachtung kein direkter Anreiz, der Durchführung eines Debt-Equity-Swaps zuzustimmen. Bei Zustimmung würde der Altgesellschafter Einfluss auf die Unternehmung verlieren, in jedem Fall käme es zu einer Anteilsverwässerung. Aus der Perspektive der Altgesellschafter erscheint es zunächst daher sinnvoll, über Alternativen zum Debt-Equity-Swap nachzudenken. Eine Alternative könnte darin bestehen Anteilseigner zu bleiben mit der Gefahr endgültig in die Insolvenz zu kommen oder auch die Gesellschaftsanteile zu verkaufen.

Die interviewten Experten bestätigen grundsätzlich, dass ein Altgesellschafter alternative Überlegungen anstellt. Im Rahmen einer Restrukturierung erfolgt gemäss *Anonym 5* (2018) und *Anonym 2* (2018) ein Markttest. Dieser hat zunächst zwei grundlegende Ziele. Zum einen zur Bewertungsübung und der damit verbundenen Bestimmung des Unternehmenswertes sowie zum zweiten, um möglicherweise einen Verkauf des Unternehmens an einen potentiellen Käufer in die Wege zu leiten. Der Markttest verdeutlicht den Altgesellschaftern noch einmal die Situation der Unternehmung.

Selbst wenn der Verkauf des zu restrukturierenden Unternehmens gelingt, ist dies für den Altgesellschafter problematisch. In einem gerichtlichen Verkaufsprozess werden die erzielten Erlöse zur Entschädigung der Gläubiger verwendet und ermöglichen dem Altgesellschafter in der Regel keinen Mehrwert (*Mayr* 2018, 156–166). Auch beim aussergerichtlichen Verkaufsprozess ist grundsätzlich davon auszugehen, dass die erzielten Erlöse zur Befriedigung der Gläubiger verwendet werden. Diese kurze Analyse verdeutlicht, dass der Verkauf der Anteile eine für die Altgesellschafter unattraktive Option sein dürfte.

Scheidet der Verkauf als Option aus, bleibt der Debt-Equity-Swap als ein Restrukturierungsinstrument, um die Unternehmung aus der Krise zu führen. Ein monetärer Anreiz könnte die Rückbeteiligung sein. Als zweite Hypothese wird daher formuliert:

Hypothese 2: Um die Gesellschafter für die Zustimmung zu einem Debt-Equity-Swap zu motivieren, ist deren Rückbeteiligung von besonderer Relevanz.

Für die Altgesellschafter bestehen prinzipiell unterschiedliche Rückbeteiligungsmöglichkeiten: Ein Altgesellschafter kann einerseits seine Anteile nicht vollständig abgeben oder alternativ andererseits nach Durchführung des Debt-Equity-Swaps neue Anteile erwerben. Mit Hilfe der Dokumentenrecherche sowie der Experteninterviews wird nachfolgend analysiert, ob sich die Hypothese bestätigen lässt. Anhand des recherchierten Falls von *Solar World Industries* (vgl. *Tabelle 1*), bei dem die Aktionäre einem aussergerichtlichen Debt-Equity-Swap zustimmten wird die Vorgehensweise nachvollziehbar. Im Rahmen des Debt-Equity-Swaps wurden 55 % der Forderungen in 95 % der Gesellschaftsanteile umgewandelt. Die Altaktionäre behielten demzufolge 5 % ihrer Anteile. In einem zweiten Schritt be-

teiligte sich der Altaktionär und CEO *Asbeck* zusammen mit Qatar Solar mit einem Anteil von 48,5 % an der Aktiengesellschaft.²⁶ Dieser Fall verdeutlicht den oben genannten monetären Anreiz für die Altgesellschafter. Zum einen wurde den Altaktionären eine 5 %-Beteiligung überlassen und zum anderen erfolgte eine Rückbeteiligung eines Altaktionärs nach erfolgreicher Umsetzung des Debt-Equity-Swaps.

Im Rahmen der geführten Interviews konnten die oben beschriebenen Anreize zur Mitwirkung an einem Debt-Equity-Swap bestätigt werden. So wird den Altgesellschaftern gemäss *Anonym 2* (2018) häufig eine ca. fünf bis zehn-prozentige Beteiligung an dem sanierungsbedürftigen Unternehmen eingeräumt. Für die Altgesellschafter entsteht damit die Möglichkeit, wenn auch stark vermindert, am Restrukturierungserfolg zu partizipieren. Auch *Anonym 1* (2018) stellt die Möglichkeit einer Rückbeteiligung nach Durchführung des Debt-Equity-Swaps als Anreiz für die Altgesellschafter dar. Diese Form der Beteiligung setzt allerdings voraus, dass die Altgesellschafter in der Lage sind und das Interesse aufweisen neues Kapital in die restrukturierte Gesellschaft einzubringen.

Insgesamt lag nur bei zwei der recherchierten aussergerichtlichen Debt-Equity-Swaps eine 100 % Beteiligung der Neugesellschafter vor, ansonsten waren immer noch Altgesellschafter involviert. Mit Hilfe der durchgeföhrten Analyse kann die Hypothese 2 nicht widerlegt werden.

Bisher dominierten ökonomische im direkten Zusammenhang mit dem Unternehmenserfolg stehende Argumente zur Beteiligung am Debt-Equity-Swap, aber welche anderen Anreizstrukturen könnten bestehen, um Altgesellschafter zur Teilnahme am aussergerichtlichen Debt-Equity-Swap zu motivieren? Auch wenn keine direkte rechtliche Handhabe existiert, stellt sich die Frage, ob sich die Altgesellschafter beispielsweise durch für sie schlechtere Alternativen oder Reputationsverluste unter Druck setzen lassen. Mit Hypothese 3 wird diese Überlegung aufgegriffen:

Hypothese 3: Neben direkten ökonomischen Argumenten bestehen für Altgesellschafter auch noch andere Anreizstrukturen zur Beteiligung am Debt-Equity-Swap, wobei der Reputationsverlust eine besondere Rolle einnimmt.

Nachfolgend wird der Reputationsverlust als Motiv untersucht. Mit Hilfe der Dokumentenrecherche ist dieser Anreiz schlecht prüfbar, weil sich das Motiv nicht aus den Dokumenten herauslesen lässt. Um die Stärke dieses Motives bei den Altgesellschaftern besser einschätzen zu können, ist übereinstimmend gemäss aller interviewten Experten der Typus der Altgesellschafter von besonderer Bedeutung, auf den nachfolgend eingegangen wird.²⁷ Die zentrale Frage ist dabei, ob es sich bei den Altgesellschaftern um Finanzinvestoren handelt oder um andere Gesellschafter. Als Gegensatz zu den Finanzinvestoren wurden von den Interviewten insbesondere Altgesellschafter bestehend aus Familienmitgliedern eines familiengeführten Unternehmens genannt, die oftmals eine besondere Beziehung zur Unternehmung aufweisen.

Ein Finanzinvestor als Altgesellschafter wird über die Reputationswirkung bei Zustimmung oder Ablehnung des Debt-Equity-Swaps intensiv nachdenken. Wird weiterhin angenommen, dass aufgrund der Unternehmenskrise das Eigenkapital aufgebraucht ist, müs-

26 Zuvor hatte der CEO Asbeck einen Anteil von 28 % an Solar World Industries (*Backhaus* 2013, 1f.).

27 Grundsätzlich waren zwar *Anonym 1, 2, 3, 4, 5, 6* (2018) gleichermassen der Meinung, dass einem Investor ein positives Erscheinen in der Öffentlichkeit wichtig ist, aber bei tiefgehender Betrachtung zwischen den Investorengruppen doch erhebliche Unterschiede bestehen können.

ten die Finanzinvestoren, unter Berücksichtigung des Reputationsverlustes, dem aussergerichtlichen Debt-Equity-Swap zustimmen und ihre Eigenkapitalanteile abgeben, um die Insolvenz des Unternehmens zu vermeiden (*Anonym 3 2018*).

Besitzt das Eigenkapital doch noch einen Restwert, wäre es rational betrachtet in dieser Situation nicht sinnvoll, seine Eigenkapitalanteile im Rahmen eines Debt-Equity-Swaps abzugeben. Bei dieser Konstellation ergibt sich laut der Experten mit dem Pfandverwertungsverfahren die Möglichkeit die Altgesellschafter von einer Teilnahme an einem Debt-Equity-Swap zu überzeugen, um eine Diskussion in der Öffentlichkeit und einen damit verbundenen grösser werdenden Reputationsverlust zu vermeiden. Das Pfandverwertungsverfahren wird nachfolgend noch einmal gesondert diskutiert. Gemäss *Anonym 3 (2018)* kann die Nichtmitwirkung am Debt-Equity-Swap einen erheblichen Reputationsverlust ggü. den finanzierenden Banken sowie dem Markt mit sich bringen, was die Zustimmung sehr wahrscheinlich macht.

Finanzinvestoren dürften auf einen solchen Reputationsverlust sensibel reagieren, insfern erscheint der Reputationsverlust für diese Gruppe als Anreizfaktor plausibel. Diese Überlegung lässt sich jedoch nicht auf andere Altgesellschafter direkt übertragen. So ist zu vermuten, dass ein Reputationsverlust insbesondere für Altgesellschafter eines familiengeführten Unternehmens aufgrund engerer Bindungen zwischen Gesellschafter und Gesellschaft nur bedingt von Relevanz ist. Der Experte *Anonym 5 (2018)* bestätigt diese Überlegungen, wobei die Bindungen seiner Ansicht nach dazu führen, dass das aussergerichtliche „freiwillige“ Abtreten der Gesellschafter nur unter erheblichem Aufwand und der Verwendung von rechtlichen Hebeln (ggf. mit Hilfe des Pfandverwertungsverfahrens oder einem Insolvenzplan) möglich wird. Der Experte *Anonym 3* weist allerdings darauf hin, dass die oben beschriebenen Überlegungen nur als Tendenzen verstanden werden, aber keine allgemeingültigen Aussagen abgeleitet werden können.

Die Überlegungen zu den familiengeführten Unternehmen dürften ebenfalls auf weitere Altgesellschaftergruppen übertragbar sein, vorausgesetzt, es handelt sich nicht um institutionelle Finanzinvestoren und/oder es besteht keine intensive Bindung zur Unternehmung durch die Altgesellschafter.

Wie oben erwähnt, nannte Interviewpartner *Anonym 3 (2018)* als rechtlichen Druckpunkt das Pfandverwertungsverfahren. Gemäss der Dokumentenanalyse und der geführten Interviews können die Gesellschafter durch die Gläubiger unter Druck gesetzt werden. Wenn ein Altgesellschafter die aussergerichtliche Restrukturierung blockiert, gibt es in Deutschland grundsätzlich die Möglichkeit des Pfandverwertungsverfahrens, wobei als Kreditsicherheiten Pfandrechte an Geschäftsanteilen genutzt werden können (*Metze/Westpfahl 2015, 111*). Bei einem Kreditereignis ist der Gläubiger nun berechtigt, den Kredit teilweise oder vollständig in Fälligkeit zu stellen und die Pfandrechte zu verwerten. Für den Gläubiger ist das Pfandverwertungsverfahren allerdings mit einem erheblichen zeitlichen Aufwand verbunden, woraus auch finanzielle Belastungen entstehen. Gemäss *Anonym 3* ist es daher sinnvoll, dem Altgesellschafter einen finanziellen Anreiz zu setzen, wenn durch dessen Zustimmung zum Debt-Equity-Swap der Rückgriff auf das Pfandverwertungsverfahren vermieden wird. Für die in *Tabelle 1* recherchierten aussergerichtlich durchgeführten Debt-Equity-Swaps konnte die Aussage des Experten nicht direkt bestätigt werden. Allerdings konnte ein Fall recherchiert werden, bei dem sich vermuten lässt, dass als Grund für eine letztendlich doch konsensuale Lösung das Pfandverwertungsverfahren genannt werden kann. Der Kabelnetzbetreiber *Primacom* wurde mit Hilfe eines Debt-

Equity-Swaps durch eine luxemburgische Investmentgesellschaft übernommen und restrukturiert. Vorausgegangen war dieser Übernahme ein Konflikt zwischen Altgesellschaftern und Gläubigern zur aussergerichtlichen Restrukturierung, wobei letztendlich die Verhandlungen von den Hauptgesellschaften eingestellt wurden. Daraufhin stellten die Gläubiger im Rahmen eines Pfandverwertungsverfahrens 30 Mio. EUR in Fälligkeit. Die verpfändete operative Gesellschaft wurde anschliessend mit Hilfe eines Debt-Equity-Swaps übernommen und somit die Versteigerung des Unternehmens vermieden (*Übelhör/Westpfahl 2010, 1; mergermarket.com 2018*). Letztendlich wirkte das Pfandverwertungsverfahren somit vermutlich als Druckmittel für die Durchführung des Debt-Equity-Swaps.

Durch die geführten Experteninterviews konnten der mögliche Reputationsverlust und das Pfandverwertungsverfahren als Anreize zur Zustimmung identifiziert werden. Beim Reputationsverlust zeigte sich allerdings, dass dieser insbesondere bei Finanzinvestoren von besonderer Relevanz ist. Die Hypothese 3 kann somit nur für bestimmte Investorengruppen bestätigt werden und gilt daher nur eingeschränkt.

4.3 Anreizfaktoren aus Gläubigerperspektive

Neben den Gesellschaften müssen auch die Gläubiger dem Debt-Equity-Swap zustimmen. Analog zur Vorgehensweise in Kapitel 4.2 wird zum Einstieg analysiert was einen Gläubiger zur Zustimmung zum Debt-Equity-Swap aus theoretischen Überlegungen heraus bewegen könnte, um daraus die Hypothese 4 abzuleiten.

Aus ökonomischer Sicht wird ein potentiell wandelnder Gläubiger einer Wandlung zustimmen, wenn seine Chancen aus der Wandlung gegenüber den Risiken überwiegen und der Gläubiger darüber hinaus den Willen mitbringt, das Risiko aus einer Eigenkapitalposition tragen zu können und zu wollen. Gläubiger, die sich eine Wandlung von Fremd- in Eigenkapital vorstellen können, müssen Interesse am grundsätzlich unlimitierten Upside-Potential des zu restrukturierenden Unternehmens besitzen. Weiterhin müssen die Gläubiger der Ansicht sein, durch ihre Eigenkapitalposition positiv auf die Unternehmensentwicklung einwirken zu können, um das Unternehmen zu restrukturieren.

Liegt der Wert des Eigenkapitals bei null und der Altgesellschafter trägt kein ökonomisches Risiko mehr, würde ihm ohne Eigentümerwechsel bei einer aussergerichtlichen Restrukturierung weiterhin die Steuerungshoheit unterliegen. Die Gläubiger tragen in dieser Konstellation das ökonomische Risiko, besitzen aber keine Steuerungshoheit des Unternehmens. Erst ein Eigentümerwechsel würde ihnen eine Mitsprache ermöglichen. Mit Hilfe eines Debt-Equity-Swaps könnte dieses Ziel erreicht werden.

Hypothese 4: Gläubiger werden sich an einem Debt-Equity-Swap beteiligen, wenn für sie unlimitierte Teilnahme am Upside-Potential und die Übernahme der Steuerungshoheiten attraktiv erscheint.

Nachfolgend werden die Ergebnisse, die im Rahmen der Dokumentenanalyse und der Experteninterviews gesammelt werden konnten, erläutert. Gemäss der Experteninterviews ist die Beteiligung am Debt-Equity-Swap individuell vom Gläubigertyp abhängig. Die Experten unterscheiden dabei die Gläubigergruppe der Banken und die Gläubigergruppe der Finanzinvestoren. Gemäss *Anonymous 2, 5, 6 (2018)* besitzen Banken einen traditionellen Blick auf ein zu restrukturierendes Unternehmen: Es wurde Fremdkapital zur Verfügung gestellt und in der Krise liegt der Fokus darauf, durch den Verkauf oder die Liquidation des Unternehmens den Verlust einzugrenzen und die ausstehende Forderung mit einem möglichst

hohen Anteil zurückerstattet zu bekommen. Der Interviewpartner *Anonym 1* (2018) ergänzt, dass Kreditinstitute es typischerweise bevorzugen, die doppelnützige Treuhand zur Begleitung eines Unternehmens in einer aussergerichtlichen Restrukturierung einzusetzen (Wildberger/Reuther 2013, 54f.; *Anonym 1* 2018). Über die doppelnützige Treuhand können den Banken unterschiedliche Ansprüche aus der Verwertung des Unternehmens bei fehlgeschlagener Restrukturierung gewährt werden. Im Gegensatz zum Debt-Equity-Swap liefert die doppelnützige Treuhand eine Möglichkeit am Restrukturierungserfolg teilzuhaben, ohne dabei das Risiko eines Eigenkapitalgebers einzugehen. Auch die Dokumentenrecherche lieferte keine Anhaltspunkte dafür, dass Kreditinstitute sich als Gläubiger beteiligen. Für Deutschland konnten keine Debt-Equity-Swaps recherchiert werden, bei denen Banken als Wandler fungierten.

Das Geschäftsmodell von Kreditinstituten in Deutschland, insbesondere von Genossenschaftsbanken und Sparkassen, zielt grundsätzlich stark auf das Kreditgeschäft ab, was die Überlegung der Experten stützt, dass diese Kreditinstitute kein Interesse daran haben, als Eigenkapitalgeber in einer Unternehmung aufzutreten.

Bemerkenswert ist, dass einige Interviewpartner zu dem Ergebnis kommen, dass in den letzten Jahren ein Anstieg des Interesses an Debt-Equity-Swaps durch Kreditinstitute zu erkennen ist (*Anonym 5* 2018; *Anonym 6* 2018).²⁸ Eine eindeutige Begründung wird für dieses Gespür allerdings nicht geliefert. Aus Sicht des Autors gibt es in Deutschland zurzeit keine eindeutigen Tendenzen, dass sich das deutsche Kreditwesen zu einer stärkeren Kapitalmarktorientierung bewegt bzw. das Investmentbanking stärker entwickelt, was sicherlich Argumente für eine Beteiligung von Kreditinstituten am Debt-Equity-Swap wären. Lediglich das momentan niedrige Zinsniveau verbunden mit grösseren Schwierigkeiten ausreichende Margen aus dem Zinsgeschäft zu generieren, könnte Kreditinstitute stärker dazu bewegen, eine Eigentümerstellung einzunehmen.

Zu einem anderen Ergebnis kommen die Experten, wenn es sich bei dem Gläubiger um einen Finanzinvestor handelt, der im Vergleich zum Kreditinstitut eine andere Zielsetzung besitzt. Dem Finanzinvestor geht es nicht um eine Verlustbegrenzung, sondern um Wertmaximierung bzw. die Generierung von positiven Rückflüssen (*Anonym 2* 2018). Demzufolge sind Finanzinvestoren grundsätzlich schneller bereit in eine Eigenkapitalposition zu wechseln und von den oben beschriebenen Vorteilen des unbegrenzten Upside-Potentials und der gewonnenen Steuerungshoheit zu profitieren (*Anonym 2, 3, 5* 2018). Die Erklärungen der Experten können mit Hilfe der Dokumentenanalyse bestätigt werden. Bei allen recherchierten aussergerichtlichen Debt-Equity-Swaps handelte es sich bei den zustimmenden Gläubigern um Finanzinvestoren.

Der Erfolg wird gemäss der interviewten Experten auch dadurch begünstigt, wenn durch den Eigentümerwechsel auf neue Risikoträger die Durchsetzung von Personalveränderungen vereinfacht werden kann, die oftmals einen wichtigen Schritt für eine Restrukturierung darstellen (*Anonym 5* 2018).

Die Hypothese 4 lässt sich mit Hilfe der obigen Analyse nicht widerlegen. Ob die Gläubiger einem Debt-Equity-Swap zustimmen, hängt stark vom Gläubigertyp, dessen Zielen und dessen Einstellung zur Risikoübernahme ab.

28 Bei der Restrukturierung von Dywidag konnte beispielsweise eine Beteiligung der Bank of America Merrill Lynch und Barclays beobachtet werden.

Neben den zuvor genannten Motiven zur Zustimmung zum Debt-Equity-Swap, besteht gemäss eines Experten als weiterer Anreiz zur Zustimmung ein ansonsten eintretender Reputationsverlust. Dieser kann für die blockierenden Investoren bei nachfolgenden Investitionsprojekten zu Nachteilen führen (*Anonym 3 2018*). Im Vergleich zum Reputationsverlust, den die Altgesellschafter wie in Kapitel 4.2 beschrieben fürchten, spielt dieses Motiv für die Gläubiger gemäss der Experten eine geringere Rolle.

Als letztes soll die Frage diskutiert werden, ob es auch Gläubiger geben kann, die indirekt vom Zustandekommen eines Debt-Equity-Swaps profitieren. Diese Überlegung entsteht daraus, dass es in der europäischen Union eine Diskussion gibt, inwieweit alle Gläubiger einem Debt-Equity-Swap zustimmen müssen oder ob eine Minderheit überstimmt werden kann. Die Hypothese 5 wird auf dieser Überlegung aufbauend wie folgt formuliert:

Hypothese 5: Um das Trittbrettfahren und somit den Hold-out Value zu reduzieren, müsste eine aussergerichtliche Sanierung möglich sein, für die nicht die Zustimmung sämtlicher Gläubiger notwendig ist.

Mit Hilfe der Dokumentenanalyse konnten keine Fälle identifiziert werden, in denen es zur Vereinnahmung eines Hold-out Values kam, wobei dies auch in der fehlenden Berichterstattung darüber begründet sein kann. Der Experte *Anonym 1* (2018) weist darauf hin, dass es eine zweite Gruppe von Finanzinvestoren gebe, die aus einem individuellen Grund eine Gläubigerposition aufgebaut haben. Der Anreiz, sich an dem restrukturierungsbedürftigen Unternehmen zu beteiligen, beruht bei dieser Gläubigergruppe darauf, im Rahmen der Restrukturierung von einer Blockadeposition zu profitieren. Der Grundgedanke ist dabei das Ausnutzen eines sogenannten Hold-out Values. Das Generieren eines Hold-out Values wurde in den USA schon in den 1990er Jahren von *Gilson* (1991) und *Kaiser* (1996) diskutiert, wobei vor allem bei einer Vielzahl von Gläubigern im Unternehmen das Hold-out Problem entstehen kann (*Gilson* 1991, 67; *Kaiser* 1996, 77). Wird sich im Rahmen des Debt-Equity-Swaps auf einen anteiligen Forderungsverzicht geeinigt und diese zweite Gruppe von Finanzinvestoren droht den restlichen Beteiligten am Debt-Equity-Swap nicht teilzunehmen und auch nicht zuzustimmen, steigt aus der Perspektive der restlichen Debt-Equity-Swap Teilnehmer, die von der Restrukturierung überzeugt sind, der Druck, diese auszubezahlen. Dieser Hold-out Value entsteht also potentiell daraus, weil bei einem aussergerichtlichen Debt-Equity-Swap die Zustimmung sämtlicher Akteure notwendig ist und die Androhung der Zustimmungsverweigerung dazu führt, sich die Forderung zu einem bestimmten Wert (Hold-out Value) auslösen zu lassen (*Anonym 1 2018*). Ein solches Verhalten stellt letztendlich ein Trittbrettfahren dar, wobei es dieser zweiten Gruppe von Finanzinvestoren nicht um das eigentliche Ziel eines Debt-Equity-Swaps geht, sondern einen möglichst hohen Hold-out Value zu erreichen. Um den Hold-out Value zu reduzieren, wäre an ein sogenanntes Scheme of Arrangement zu denken (*Westpfahl/Knapp* 2011, 2034ff.).

In Grossbritannien beispielsweise existiert eine solche Regelung, in der Minderheitsgläubiger zu einer Einigung gezwungen werden können. Anders als im deutschen Recht bedarf es bei der britischen Restrukturierung nicht einer Zustimmung von 100 % sondern lediglich einer Mehrheit von 75 % der Gläubiger zur Teilnahme an einem Debt-Equity-Swap (*Kögler* 2016, 1). Diese Regelung führt dazu, dass der Debt-Equity-Swap in Grossbritannien sehr viel stärker etabliert ist (*Christophery* 2017, 30). In Europa wurde lange um einen

einheitlichen Rahmen für frühzeitliche Restrukturierungen gerungen, um eine drohende Insolvenz im Vorfeld abzuwenden (*Backhaus* 2019, 2). Im Jahr 2016 legte die EU-Kommission zunächst einen Richtlinienvorschlag zur Einführung eines aussergerichtlichen Restrukturierungsverfahrens vor, der dann in einer im Juni 2019 beschlossenen Richtlinie über Restrukturierung und Insolvenz mündete, die innerhalb von zwei Jahren von den Mitgliedsstaaten umzusetzen ist (*Brömmekamp* 2018, 4).²⁹ In Bezug auf den Hold-out Value enthält die beschlossene Richtlinie einen interessanten Aspekt. Es ist vorgesehen, auf Basis einer Mehrheitsentscheidung von Gläubigern eine finanzielle Restrukturierung des Unternehmens durchführen zu können. Die Regelung führt dazu, dass künftig Gläubiger oder Gläubigergruppen überstimmt werden können, ähnlich zum Scheme of Arrangement in Grossbritannien (*Walker et al.* 2018, 819).³⁰ Für den Restrukturierungsplan bedarf es beispielsweise gemäss der Richtlinie über Restrukturierung und Insolvenz einer Mehrheit von höchstens 75 % der Forderungen, womit es den Mitgliedsstaaten frei steht, auch ein geringeres Quorum festzusetzen.³¹ Der deutsche Gesetzgeber gewährt eine solche Möglichkeit bisher nur im Insolvenzplanverfahren und nicht im hier betrachteten vorinsolvenzlichen Sanierungsverfahren (*Walker et al.* 2018, 815).³² Mit der Umsetzung der Richtlinie in deutsches Recht entsteht somit für Unternehmen in Deutschland eine Alternative zum Scheme of Arrangement in Grossbritannien. Für deutsche Unternehmen, die bisher aus Gründen der Rechtsunsicherheit nicht das Scheme of Arrangement in Grossbritannien nutzen wollten, dürfte sich nach Etablierung eines nationalen Verfahrens eine neue Möglichkeit zur frühzeitlichen Restrukturierung ergeben.³³ Auch vor dem Hintergrund des bevorstehenden Brexits ist eine solche EU-weite Regelung zu begrüssen. Da es sich allerdings um eine Richtlinie handelt, entstehen im Rahmen der Umsetzung in nationales Recht Ermessensspielräume für die einzelnen Mitgliedsstaaten, zumal die Richtlinie nicht überall konkrete Vorgaben macht (*Walker et al.* 2018, 816ff.). Dennoch ist auf Basis der vorliegenden Beschlusslage zu erwarten, dass es nach Umsetzung der EU-Richtlinie schwieriger wird, einen Hold-out Value zu generieren. Gleichzeitig werden sich die Rahmenbedingungen für Unternehmenssanierungen ausserhalb eines Insolvenzverfahrens verbessern.

Das Anreizproblem, das in Hypothese 5 thematisiert wird, besteht gemäss der Experten grundsätzlich. Die Hypothese 5 kann auf Basis der Untersuchung nicht widerlegt werden.

29 Im Einzelnen dazu: Richtlinie (EU) 2019/1023 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 20. Juni 2019. Vorangegangen war der Richtlinienvorschlag COM/2016/0723 final – 2016/0359 (COD) des Europäischen Parlaments und des Rates vom 22.11.2016 über präventive Restrukturierungsrahmen, die zweite Chance und Maßnahmen zur Steigerung der Effizienz von Restrukturierungs-, Insolvenz- und Entschuldungsverfahren und zur Änderung der Richtlinie 2012/30/EU, EUR-Lax.

30 Vgl. Art. 9 Richtlinie (EU) 2019/1023 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 20. Juni 2019. Da es sich um eine Richtlinie handelt, ist diese in nationales Recht umzusetzen. Es ist noch nicht konkret absehbar, wie Deutschland diese Richtlinie interpretieren wird, womit auch die tatsächliche Reduktion des Hold-out Values noch nicht abschliessend einschätzbar ist.

31 Im Detail dazu Artikel 9 Richtlinie (EU) 2019/1023 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 20. Juni 2019.

32 Einzelheiten regelt: Beschlussempfehlung und Bericht des Rechtsausschusses, Deutscher Bundestag-Drucksache, 17/7511, S. 4.

33 Zu den einzelnen rechtlichen Voraussetzungen für die Nutzung eines Scheme of Arrangement nach englischem Recht kann *Christophery* (2017, 37ff.) und zum Vergleich zwischen der Richtlinie der EU und dem Scheme of Arrangement nach englischem Recht *Walker et al.* (2018, 818ff.) herangezogen werden.

Allerdings wird die Umsetzung der EU-Richtlinie dazu führen, dass das Problem des Trittbrettfahrens in jedem Fall deutlich reduziert werden dürfte.

Zusammenfassend lässt sich für die Gläubigergruppen ein heterogenes Anreizsystem identifizieren, wobei die Hypothese 4 und 5 bestätigt werden konnten.

Abschliessend fasst die *Tabelle 3* die Hypothesen und deren Bestätigung durch die Dokumentenrecherche und die Experteninterviews noch einmal zusammen:

	Hypothese	Bestätigung durch Dokumente	Bestätigung durch Experteninterviews
Vorfelddynamik	<i>Hypothese 1</i>	Ja	Ja
Anreize aus Gesellschafterperspektive	<i>Hypothese 2</i>	Bis auf zwei Fälle, ja	Ja
	<i>Hypothese 3</i>	Nicht vollständig durch Dokumente prüfbar, nein	Nur für bestimmte Investorengruppen bestätigbar
Anreize aus Gläubigerperspektive	<i>Hypothese 4</i>	Ja	Ja
	<i>Hypothese 5</i>	Nicht dokumentiert, nein	Ja

Tabelle 3: Hypothesen und deren Bestätigung auf Basis der empirischen Untersuchung

5. Zusammenfassung

Zur Durchführung eines aussergerichtlichen Debt-Equity-Swaps ist die Zustimmung aller beteiligten Akteure notwendig. Im Rahmen des Beitrags wurden die Zustimmungsanreize der Gesellschafter und der Gläubiger mit Hilfe einer empirischen Untersuchung analysiert.

Für den Erfolg eines aussergerichtlichen Debt-Equity-Swaps ist die Vorfelddynamik von besonderer Relevanz. Bereits in einem Zeitfenster vor der eigentlichen Durchführung des Debt-Equity-Swaps zeichnet sich durch die Zusammensetzung der beteiligten Akteure ab, ob die Wahrscheinlichkeit für eine erfolgreiche Durchführung hoch ist.

Von besonderer Bedeutung sind Finanzinvestoren in diesem Zusammenhang. Die Empirie zeigte, dass deren Beteiligungen an restrukturierungswürdigen Unternehmen die Wahrscheinlichkeit für das Zustandekommen eines Debt-Equity-Swaps erhöhen. Daraus kann gefolgert werden, dass der Einsatz von Debt-Equity-Swaps auf Märkten, auf denen Finanzinvestoren verstärkt in Restrukturierungssituationen auftreten, begünstigt wird.

Weiterhin zeigte sich, dass die erfolgreiche Durchführung eines Debt-Equity-Swaps wahrscheinlicher wird, wenn die Altgesellschafter zumindest weiterhin anteilig an der Unternehmung beteiligt bzw. rückbeteiligt werden.

Ein weiteres Motiv zur Zustimmung zu einem Debt-Equity-Swap ist ein möglicher Reputationsverlust, der sowohl für die Gläubiger als auch die Altgesellschafter entstehen kann, wobei dieser von besonderer Relevanz für die Altgesellschafter ist.

Bei Gläubigern ist deren Einstellung und Zielsetzung von besonderer Bedeutung. Gläubiger müssen als Eigenkapitalgeber auftreten wollen und dabei der Ansicht sein, durch ihre Eigenkapitalposition positiv auf die Unternehmensentwicklung einzuwirken, um somit von Wertsteigerungen zu profitieren. Ein Finanzinvestor wird diese Eigenschaften stärker erfüllen als beispielsweise ein Kreditinstitut.

Darüber hinaus wurde festgestellt, dass bestimmte Finanzinvestoren bewusst eine Blockadeposition einnehmen, um im Zuge einer Debt-Equity-Swap Durchführung von einem Hold-Out Value zu profitieren.

Literatur

- Backhaus, D.* (2013): Solarworld nach der Restrukturierung wirklich gerettet?, <https://www.finance-magazin.de/finanzierungen/kredite-anleihen/solarworld-nach-der-refinanzierung-wirklich-gerettet-1265321/>, Abfrage: 25.07.2019.
- Backhaus, D.* (2019): Die präventive Sanierung kommt, <https://www.finance-magazin.de/wirtschaft/deutschland/die-praeventive-sanierung-kommt-2034531/>, Abfrage: 18.11.2019.
- Brömmekamp, U.* (2018): Umsetzung des EU-Richtlinienentwurfs über ein präventives Restrukturierungsverfahren – „work in progress“, https://www.buchalik-broemmekamp.de/fileadmin/user_upload/Newsletter_PDFs/Umsetzung_des_EU-Richtlinienentwurfs.pdf, Abfrage: 25.07.2019.
- Bork, R.* (2011): Sanierungsrecht in Deutschland und England, Köln.
- Christophery, C.* (2017): Der Debt-Equity-Swap als Sanierungsinstrument im Insolvenzplanverfahren: Eine mit dem Recht des Vereinigten Königreichs Großbritannien und Nordirland vergleichende Untersuchung, Mainz.
- Danner-Schröder, A./Müller-Seitz, G.* (2017): Qualitative Methoden in der Organisations- und Managementforschung – Ein anwendungsorientierter Leitfaden für Datensammlung und -analyse, München.
- Dentz, M.* (2017): Blackstone gibt Jack Wolfskin ab, <https://www.finance-magazin.de/deals/ma/blackstone-gibt-jack-wolfskin-ab-1407601/>, Abfrage: 25.07.2019.
- Deutscher Bundestag* (2011): Drucksache 17/7511: Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen, <http://dip21.bundestag.de/dip21/btd/17/075/1707511.pdf>, Abfrage: 18.11.2019
- DGAP (Hrsg.)* (2014): DGAP-News: Solarworld AG nach Kapitalherabsetzung, <https://www.finanz-en.net/nachricht/aktien/DGAP-News-Solarworld-AG-nach-kapitalherabsetzung-3321357>, Abfrage: 25.07.2019.
- Drukarczyk, J.* (2015): Ökonomische Schieflage, insolvenzrechtliche Verteilungsregel, Eröffnungsgründe, DES und Position der Alteigentümer, in: Neue Zeitschrift für Insolvenz- und Sanierungsrecht, Jg. 18, S. 110–118.
- Dirschedl, C.* (2015): Maßnahmen finanzieller Restrukturierung: Rahmenbedingungen, Bewertung und Ausgestaltung am Beispiel von Debt Equity Swaps, in: Schriften zum Controlling, Finanz- und Risikomanagement, Bd. 10.
- Eidenmüller, H.* (1999): Unternehmenssanierung zwischen Markt und Gesetz. Mechanismen der Unternehmensreorganisation und Kooperationspflichten im Reorganisationsrecht, Köln.
- Europäische Kommission* (2016): COM(2016) 723 final – 2016/0359 (COD): Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über präventive Restrukturierungsrahmen, die zweite Chance und Maßnahmen zur Steigerung der Effizienz von Restrukturierungs-, Insolvenz- und Entschuldungsverfahren und zur Änderung der Richtlinie 2012/30/EU, <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2016/DE/COM-2016-723-F1-DE-MAIN-PART-1.PDF>, Abfrage: 25.07.2019.
- Europäisches Parlament* (2019): EU 2019/1023: Richtlinie über präventive Restrukturierungsrahmen, über die Entschuldung und über die Tätigkeitsverbote sowie über Maßnahmen zur Steigerung der Effizienz von Restrukturierungs-, Insolvenz- und Entschuldungsverfahren und zur Än-

- derung der Richtlinie (EU) 2017/1132 (Richtlinie über Restrukturierung und Insolvenz), <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019L1023&from=DE>, Abfrage: 26.11.2019.
- Feldbauer-Durstmüller, B./ Binder, A.* (2007): Sanierungsprüfung, in: Feldbauer-Durstmüller, B./ Schlager, J. (Hrsg.): Krisenmanagement, Wien, S. 147–181.
- Freeman, R.E.* (2010): Strategic Management: A stakeholder approach, Cambridge, First published under the Pitman Publishing imprint in 1984.
- Gilson, S.* (1990): Bankruptcy, boards, banks, and blockholders, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, Heft 2, S. 355–387.
- Gilson, S./Kose, J./Lang, H.* (1990): Troubled debt restructurings: An empirical study of private reorganization of firms in default, in: *Journal of Financial Economic* Vol. 27, Heft 2, S. 315–353.
- Gilson, S.* (1991): Managing Default: Some evidence on how firms choose between workouts and Chapter 11, in: *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 4, Heft 2, S. 62–70.
- Jacobs, M./Karagozoglu, A. K./Layish, D. N.* (2012): Resolution of Corporate Financial Distress: An Empirical Analysis of Processes and Outcomes, in: *Portfolio Management*, Vol. 38, Heft 2, S. 117–135.
- Jack Wolfskin* (Hrsg.) (2017): Jack Wolfskin schließt finanzielle Restrukturierung in vollständigem Einvernehmen erfolgreich ab, <https://www.jack-wolfskin.de/2017-07-06-Finanzielle-Restrukturierung.html>, Abfrage: 25.07.2019.
- Jaffé, M.* (2010): Restrukturierung nach der InsO: Gesetzesplan, Fehlstellen und Reformansätze innerhalb einer umfassenden InsO-Novellierung aus Sicht eines Insolvenzpraktikers, in: *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, Jg. 39, Heft 2–3, S. 248–263.
- James, C.* (1995): When Do Banks Take Equity in Debt Restructurings?, in: *The Review of Financial Studies*, Vol. 8, Heft 4, S. 1209–1234.
- James, C.* (1996): Bank Debt Restructurings and the Composition of Exchange Offers in Financial Distress, in: *The Journal of Finance*, Vol. 51, Heft 2, S. 711–727.
- Jostarndt, P./Sautner, Z.* (2010): Out-of-Court Restructuring versus formal Bankruptcy in a Non-Interventionist Bankruptcy Setting, in: *Review of Finance* Vol. 14, Heft 4, S. 623–668.
- Kaiser, K.* (1996): European Bankruptcy Laws: Implications for Corporations facing financial Distress, in: *Financial Management*, Vol. 23, Heft 3, S. 67–85.
- Kardoff, E.* (1995): Qualitative Sozialforschung – Versuch einer Standortbestimmung, in: *Flick, U., et al.* (Hrsg.): *Handbuch Qualitative Sozialforschung*. Grundlagen, Konzepte, Methoden und Anwendungen, 2. Aufl., Weinheim, S. 3–10.
- Kloß, K.* (2011): Finanzinvestor reißt Ruder an sich, <http://www.manager-magazin.de/unternehmen/artikel/a-753173.html>, Abfrage: 25.07.2019.
- Kögler, A.* (2015): PE-Investor Triton steigt bei Stabilius aus, <https://www.finance-magazin.de/deals/private-equity-private-debt/pe-investor-triton-steigt-bei-stabilius-aus-1339579/>, Abfrage: 25.07.2019.
- Kögler, A.* (2016): FINANCE-Ratgeber: Was bringt ein Scheme of Arrangement?, <https://www.finance-magazin.de/finanzierungen/kredite-anleihen/finance-ratgeber-was-bringt-ein-scheme-of-arrangement-1380321/>, Abfrage: 25.07.2019.
- Krause, N.* (2016): Debt-Equity Swaps, in: *Bauer, C./von Düsterlho, J.-E.* (Hrsg.): *Distressed Mergers & Acquisitions*, Wiesbaden, S. 119–150.
- Kudla, R.* (2005): Finanzierung in der Sanierung. Innovative Lösungen für Krisenunternehmen, Wiesbaden 2005.

- Labbé, M./Rudolph, J. (2008): Debt-Equity-Transaktionen im Insolvenzplanverfahren: Eine unterschätzte Sanierungschance, in: Finanz Betrieb, 10. Jg. (2008), Heft 02, S. 97–102*
- Lau, J. (2016): Der Debt-Equity-Swap als Übernahmeinstrument im eigenverwalteten Insolvenzplanverfahren, Göttingen.*
- Mayr, S. (2018): Die außergerichtliche Unternehmenssanierung aus betriebswirtschaftlicher Sicht. Unter besonderer Berücksichtigung von KMU, Wiesbaden.*
- Mayring, P. (2015): Qualitative Inhaltsanalyse – Grundlagen und Techniken, 12., überarbeitete Auflage, Weinheim/Basel.*
- Mergermarket.com (2018): <http://www.mergermarket.com/>, Abfrage: 25.07.2019.*
- Metze, F./Westpfahl, L. (2015): Hedgefonds und Distressed-Debt-Investoren, in: Baur, M./Kantowsky, J./Schulte, A. (Hrsg.): Stakeholder Management in der Restrukturierung: Perspektiven und Handlungsfelder in der Praxis, 2. Auflage, Wiesbaden, S. 97–133.*
- Meuthen, M. H./Eickmann, S. (2018): Der Debt-Equity-Swap als sanierungsbegünstigendes Rechtsinstitut?, in: Die Wirtschaftsprüfung, Jg. 71, Nr. 7, S. 453–460.*
- Meves, A.-K. (2014): PE-Investor Triton will Stabilus an die Börse bringen, <https://www.finance-magazin.de/deals/private-equity-private-debt/pe-investor-triton-will-stabilus-an-die-boerse-bringen-1301031/>, Abfrage: 25.07.2019.*
- Mooradian, R. M. (1994): The effect of bankruptcy protection on investment: Chapter 11 as a screening device, in: The Journal of Finance, Vol. 49, Heft 4, S. 1403–1430.*
- Mooradian, R. M./Ryan, H. E. Jr. (2005): Out-of-Court Restructurings and the Resolution of Financial Distress: Section 3(a)(9) Compared to Investment-Bank-Managed Exchange Offers, in: The Journal of Business, Vol. 78, Heft 4, S. 1593–1624.*
- Mückl, N. (2009): Der Debt-Equity-Swap als Sanierungsinstrument im Steuerrecht, in: Finanz-Rundschau, Jg. 91, Nr. 11, S. 497–506.*
- Müller, J. (2012): Der Debt-Equity-Swap als Sanierungsinstrument mit dem Fokus auf dem Insolvenzplanverfahren. Eine umfassende Darstellung der Voraussetzungen, involvierten Parteien und Wirkungsweisen, Saarbrücken.*
- Mumford, M.J. (2003): Corporate Governance and Financial Distress: when structures have to change, in: Corporate Governance, Jg. 11, Nr. 1, S. 52–64.*
- Murphy, M./Nagl, H. G. (2010): Pleitegefahr bei Conergy nicht gebannt, <https://www.handelsblatt.com/unternehmen/industrie/solarkonzern-pleitegefahr-bei-conergy-nicht-gebannt/3643400.html>, Abfrage: 25.07.2019.*
- n-tv (Hrsg.) (2013): KKR zieht sich zurück: ATU bekommt neuen Eigner, <https://www.n-tv.de/wirtschaft/ATU-bekommt-neuen-Eigner-article11855706.html>, Abfrage: 25.07.2019.*
- Ollrog, M.-C. (2013): Planinsolvenz: PE-Investor HIG Capital bei Walter Services vorerst gescheitert, <https://www.finance-magazin.de/deals/private-equity-private-debt/planinsolvenz-pe-investor-hig-capital-bei-walter-services-vorerst-gescheitert-1264581/>, Abfrage: 25.07.2019.*
- Pinkwart, A./ Kolb, S./ Heinemann, D. (2005): Unternehmen aus der Krise führen – Die Turn-around-Balanced-Scorecard als ganzheitliches Konzept zur Wiederherstellung des Unternehmenserfolgs von kleinen und mittleren Unternehmen, Stuttgart.*
- Plank, L. (2017): Debt-Equity-Swap für Jack Wolfskin, <https://www.lto.de/recht/kanzleien-unternehmen/k/kirkland-ellis-freshfields-bruckhaus-deringer-clifford-chance-debt-equity-swap-jack-wolfskin-restrukturierung/>, Abfrage: 25.07.2019.*
- Roland Berger/HgGUR (2018): 5 Jahre ESUG, Eine Bestandsaufnahme, <https://www.rolandberger.com/de/Publications/F%C3%BCnf-Jahre-ESUG.html>, Abfrage: 25.07.2019.*

- Römermann, V. (2019): Vorbemerkung vor §§ 286 bis 203 InsO Rn. 37–41, in: Nerlich, J./Römermann, V. (Hrsg.): Insolvenzordnung, <https://beck-online.beck.de/?vpath=bibdata%2Fkomm%2FNerlichRoemerma...> Abfrage: 15.11.2019
- Schüler, A./Dirschedl, C. (2016): Debt Equity Swap als Restrukturierungsinstrument. Präferenzen der Kapitalgeber und Bewertung ihrer Ansprüche, in: Die Betriebswirtschaft, Jg. 76, Nr. 5, S. 353–376.
- Simon, S./Merkelbach, M. (2012): Gesellschaftsrechtliche Strukturmaßnahmen im Insolvenzplanverfahren nach dem ESUG, in: Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht, Jg. 15, Heft 4, S. 121–129.
- Sonius, D. (2016): Dynamik von Unternehmenskrisen. Eine empirische Untersuchung zur Reaktion von Kreditinstituten und Krisenunternehmen im Vorfeld des manifesten Krisenstadiums, Köln.
- Sudarsanam, S./Lai, J. (2001): Corporate Financial Distress and Turnaround Strategies: An Empirical Analysis, in: British Journal of Management, Vol. 12, S. 183–199.
- Steitz, C./Hetzner, C. (2010): Conergy creditors agree to swap debt for equity, <https://in.reuters.com/article/us-conergy-conergy-creditors-agree-to-swap-debt-for-equity-idINTRE6BG5EA20101217>, Abfrage: 25.07.2019.
- Triton (Hrsg.) (o. J.): Stabilus, o. J. <http://www.triton-partners.com/investments/private-equity/stabilus/>, Abfrage: 24.10.2018.
- Übelhör, W./Westpfahl, L. (2010): In letzter Minute: Primacom mit Allen & Overy-Hilfe verkauft, Gleiss begleitet Erwerber, <https://www.juve.de/nachrichten/deals/2010/07/nl102703>, Abfrage: 25.07.2019.
- Walker, R./Mielke, S./Bombe, B. (2018): Vorinsolvenzliches Sanierungsverfahren oder SoA, in Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, Jg. 39, Nr. 17, S. 815–819.
- Warren, E./Westbrook, J. L. (2008): The success of Chapter 11: a challenge to the critics. Michigan Law Review, Vol. 107, Heft 4, S. 603–642.
- Westpfahl, L./Knapp, M. (2011): Die Sanierung deutscher Gesellschaften über ein englisches Scheme of Arrangement, in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, Jg. 32, Nr. 43, S. 2033–2047.
- White, M. J. (1994): Corporate Bankruptcy as a filtering device: Chapter 11 Reorganizations and Out-of-court Debt Restructurings, in: The Journal of Law, Economics, & Organization, Vol. 10, Heft 2, S. 268–295.
- Wildberger, J./Reuther, K. (2013): Doppelnützige Treuhand: Instrument zur Vermeidung einer Insolvenz, <https://www.unternehmerekdition.de/doppelnutzige-treuhand/>, Abfrage: 25.07.2019.
- Wnuck, C. (2009): Anleihengläubiger übernehmen Folienhersteller Treofan, <https://www.finance-magazin.de/deals/ma/anleiheglaeubiger-uebernehmen-folienhersteller-treofan-1137922/>, Abfrage: 25.07.2019.

Nils Helms, Dr., ist Habilitand und wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Finanzdienstleistungen und Finanzmanagement der Technischen Universität Kaiserslautern.

Anschrift: Technische Universität Kaiserslautern, Lehrstuhl für Finanzdienstleistungen und Finanzmanagement, Erwin-Schrödinger-Strasse, Geb. 42, 67663 Kaiserslautern, Tel.: +49 (0)631/205–4106, E-Mail: helms@wiwi.uni-kl.de