

Inhaltsverzeichnis

| | Rn. | Seite |
|--|-----|-------|
| Vorwort | | V |
| Einleitung | 1 | 1 |
| A. Einführung | 1 | 1 |
| B. Untersuchungsgegenstand | 7 | 3 |
| Kapitel 1: Distressed Debt Investing – der Markt, die Akteure, die Strategien | 12 | 5 |
| A. Der Markt für Distressed Debt | 13 | 5 |
| I. Begriffsbildung | 14 | 5 |
| 1. Distressed Debt | 14 | 5 |
| 2. Non-Performing-Loan | 16 | 6 |
| 3. Sub-Performing-Loan | 18 | 7 |
| II. Sekundärmarkt für Distressed Debt | 19 | 8 |
| 1. Marktsituation und Entwicklung | 19 | 8 |
| 2. Motive für den Verkauf | 25 | 12 |
| 3. Motivation der Käufer | 28 | 14 |
| III. Distressed Debt Investoren | 32 | 15 |
| 1. Finanzinvestoren | 33 | 15 |
| a) Private Equity Fonds | 34 | 16 |
| b) Hedge Fonds | 40 | 19 |
| 2. Strategische Investoren | 44 | 22 |
| B. Investitionsstrategien | 47 | 23 |
| I. Loan-to-Own | 48 | 23 |
| II. Arbitrage/Claims-Flipping | 54 | 26 |
| 1. Allgemein | 54 | 26 |
| 2. Kurzfristig oder langfristig? | 58 | 27 |
| 3. Aktiv oder passiv? | 60 | 29 |
| III. Workout | 63 | 30 |
| IV. Debt-Buy-Back | 65 | 30 |
| C. Zielobjekte für Loan-to-Own-Transaktionen | 68 | 31 |
| I. Auswahl der Zielgesellschaft | 69 | 32 |
| 1. Fremdkapitalstruktur | 70 | 32 |
| 2. Größe der Zielgesellschaft | 72 | 33 |
| 3. Operative Performance | 75 | 34 |

| | Rn. | Seite |
|--|-----------|-----------|
| 4. Insolvenzfestigkeit der Assets | 76 | 35 |
| 5. Im Fokus: LBO-Gesellschaften | 77 | 35 |
| II. Auswahl der Forderungen | 79 | 36 |
| Kapitel 2: Die Umsetzung der Loan-to-Own-Strategie | 88 | 41 |
| A. Forderungserwerb | 90 | 41 |
| I. Erwerb einer beherrschenden Stellung | 91 | 41 |
| 1. Blockierung anderweitiger Sanierungen | 92 | 42 |
| 2. Durchsetzung des eigenen Restrukturierungsplans | 93 | 42 |
| II. Ablauf des Erwerbs | 95 | 43 |
| B. Eintausch der Forderungen in Eigenkapital: Der Debt to Equity Swap | 96 | 43 |
| I. Typologie | 99 | 44 |
| 1. Der echte Debt to Equity Swap | 100 | 44 |
| 2. Der unechte Debt to Equity Swap | 107 | 47 |
| 3. Parteien des Swaps | 109 | 48 |
| II. Insolvenzplanverfahren | 111 | 49 |
| 1. Überblick und praktische Bedeutung | 111 | 49 |
| 2. Einflussnahme durch die Loan-to-Own Investoren | 113 | 49 |
| a) Einfluss auf den vorläufigen Gläubigerausschuss im Vorfeld der Übernahme | 115 | 50 |
| aa) Überwachungs- und Informationsrechte | 116 | 50 |
| bb) Mitwirkungsrechte | 119 | 52 |
| c) Auswahl des vorläufigen Sachwalters bzw. Insolvenzverwalters | 121 | 53 |
| (1) Beschluss des vorläufigen Gläubigerausschusses | 122 | 54 |
| (2) Schuldnerorschlag im Schutzschirmverfahren | 125 | 55 |
| (3) Nachträglicher Austausch der gerichtlich eingesetzten Person | 126 | 56 |
| b) Einfluss auf die Ausarbeitung des Insolvenzplans | 129 | 57 |
| c) <i>Cram Down</i> der Altgesellschafter | 133 | 59 |
| III. Der neue präventive Restrukturierungsrahmen des StaRUG | 139 | 62 |
| 1. Allgemeines | 141 | 63 |
| a) Zielvorstellung des Gesetzgebers im Kontext der Restrukturierungsrichtlinie | 141 | 63 |
| b) Eingangsvoraussetzungen | 143 | 65 |
| c) Mehrheitsverfahren | 144 | 66 |
| d) Publizität und gerichtliche Kontrolle | 148 | 69 |

| | Rn. | Seite |
|---|-----|-------|
| 2. Anwendungsbereich des präventiven Restrukturierungsrahmens | 151 | 71 |
| a) Schuldner | 152 | 71 |
| b) Beteiligte Investoren auf Gläubigerseite | 155 | 73 |
| aa) Syndizierte Kredite | 156 | 73 |
| bb) Schuldverschreibungen | 157 | 74 |
| cc) Schuldscheindarlehen | 159 | 75 |
| (1) Eignung für Distressed Debt Investoren | 160 | 76 |
| (2) Schicksal der Altmissionen | 162 | 77 |
| c) Einbeziehung der Gesellschafter | 166 | 79 |
| d) Flexibilität | 168 | 80 |
| e) Gruppenbildung | 172 | 83 |
| 3. Inhaltliche Gestaltungsfreiheit | 174 | 84 |
| 4. Durchsetzung der Übernahme: Annahme des Plans und <i>cram down</i> dissentierender Beteiligter | 178 | 86 |
| a) Zustimmung der Mehrheit der Gruppen | 181 | 87 |
| b) Schlechterstellungsverbot, § 26 Abs. 1 Nr. 1 StaRUG | 183 | 88 |
| c) Angemessene Beteiligung am Planwert | 187 | 89 |
| aa) Für <i>cram down</i> einer Gläubigergruppe | 188 | 90 |
| (1) Besserstellungsverbot, § 27 Abs. 1 Nr. 1 StaRUG | 188 | 90 |
| (2) Verteilungsregel: modifizierte Absolute Priority Rule | 189 | 90 |
| (a) Gegenleistungsprivileg | 190 | 91 |
| (aa) Wertzuweisung an Altgesellschafter ... | 193 | 92 |
| (bb) Ausnutzen von Informationsasymmetrien | 196 | 94 |
| (b) Modifikation der Absolute Priority Rule ... | 198 | 95 |
| (aa) § 28 Abs. 2 Nr. 1 StaRUG | 199 | 95 |
| (bb) § 28 Abs. 2 Nr. 2 StaRUG | 202 | 97 |
| (3) Keine Besserstellung gleichrangiger Gläubiger, § 27 Abs. 1 Nr. 3 StaRUG | 203 | 97 |
| bb) <i>Cram down</i> der Gesellschafter | 207 | 99 |
| d) Abweichungsmöglichkeiten | 210 | 100 |
| aa) Wertzuweisung am Plan vorbei | 211 | 101 |
| bb) Safe Harbor-Regelung für Finanzierungen | 213 | 102 |
| cc) Geschenke durch den Plan | 222 | 106 |
| 5. Faktischer Kontrollerwerb durch Erwerb von Distressed Debts | 226 | 108 |
| a) Einleitung | 228 | 108 |

| | Rn. | Seite |
|--|-----|-------|
| b) Blockadeposition | 231 | 109 |
| aa) Restrukturierung syndizierter Kredite | 233 | 110 |
| (1) Änderung wesentlicher Kreditbedingungen | 234 | 110 |
| (2) Änderung nicht wesentlicher Kredit- bedingungen | 236 | 110 |
| bb) Restrukturierung von Anleihen | 240 | 112 |
| cc) Restrukturierung von Schuldscheindarlehen | 242 | 112 |
| dd) Sanierende Eigenkapitalerhöhung | 243 | 113 |
| ee) Zwischenfazit | 245 | 113 |
| c) Kündigung und Fälligestellung von Krediten | 248 | 114 |
| aa) Kündigungsgründe bei Darlehen | 249 | 114 |
| (1) Verstoß gegen Financial Covenants | 251 | 115 |
| (2) Verstoß gegen andere Covenants | 258 | 118 |
| bb) Kündigungsgründe bei Anleihen | 260 | 119 |
| (1) Kündigung wegen Verstoß gegen Covenants | 261 | 119 |
| (2) Gesetzliche Kündigungsrechte | 263 | 120 |
| (a) Keine Kündigung bei Gefährdung des Rückzahlungsanspruchs | 266 | 122 |
| (b) Weitere Kündigungsgründe | 268 | 123 |
| (3) Einschränkung der Kündigung | 272 | 124 |
| cc) Kündigungsgründe bei Schuldscheindarlehen | 277 | 125 |
| dd) Erklärung und Umfang der Kündigung | 278 | 126 |
| (1) Bei Darlehensfinanzierung | 279 | 126 |
| (2) Bei Anleihen | 281 | 126 |
| (3) Bei Schuldscheindarlehen | 284 | 128 |
| ee) Zusammenfassung: Kündigungsmöglichkeit vermittelt Druckpotential | 286 | 128 |
| d) Interessengleichschaltung mit der Geschäftsleitung | 289 | 129 |
| aa) Rechtliche Ausgangslage | 290 | 129 |
| bb) Incentivierung des Managements durch Erhalt der eigenen Position | 291 | 130 |
| cc) Incentivierung durch Partizipation am <i>equity</i> <i>upside</i> | 296 | 132 |
| dd) Incentivierung durch Haftungsvermeidung | 297 | 133 |
| e) Ergebnis: Machtwechsel in der finanziellen Krise der Gesellschaft | 299 | 134 |
| 6. Nutzung der Machtposition zur Durchführung des Debt to Equity Swap | 301 | 135 |
| a) Einflussnahme auf die Geschäftsleitung | 302 | 136 |
| b) Widerstand von Seiten der Gesellschafter vermeiden | 308 | 138 |
| aa) Bei einer GmbH als Zielgesellschaft | 310 | 139 |

| | Rn. | Seite |
|---|-----|-------|
| bb) Bei einer Aktiengesellschaft als Zielgesellschaft ... | 316 | 142 |
| cc) Insbesondere: kein Zustimmungserfordernis nach § 111b AktG bei börsennotierten Aktien- gesellschaften | 317 | 143 |
| 7. Zusammenfassung | 322 | 145 |
| IV. Scheme of Arrangement | 323 | 146 |
| V. Debt to Equity Swap nach dem SchVG | 324 | 147 |
| 1. Anwendungsbereich und Beschlussfassung | 325 | 147 |
| 2. Durchführung des Debt to Equity Swaps | 328 | 148 |
| 3. Praktische Relevanz | 330 | 149 |
| C. Share Pledge Enforcement | 331 | 150 |
| D. Debt Asset Swap | 340 | 154 |
| E. Zusammenfassung | 344 | 156 |
| Kapitel 3: Veröffentlichungspflichten de lege lata | 347 | 159 |
| A. Notwendigkeit für Transparenz im Vorfeld einer schulden- basierten Übernahme aus Sicht des Kapitalmarktrechts | 349 | 159 |
| I. Erkennbarkeit des Machtgefüges innerhalb der Gesellschaft ... | 349 | 159 |
| II. Aufdeckung sich andeutender Machtwechsel – Anschleichen ... | 353 | 162 |
| III. Erhöhung der Informationseffizienz des Marktes | 357 | 164 |
| 1. Informationseffizienz nach der Efficient Capital Markets Hypothesis | 359 | 165 |
| 2. Änderung der Beteiligungsstruktur der Gesellschaft | 362 | 168 |
| 3. Hidden Ownership | 365 | 169 |
| 4. Übernahme der Gesellschaft – Person des Erwerbers | 366 | 170 |
| IV. Verringerung des Insiderhandels | 367 | 171 |
| V. Stärkung des Anlegervertrauens in den Markt | 371 | 173 |
| VI. Sichtbarkeit des Freefloats | 373 | 175 |
| B. Kapitalmarktrechtliche Beteiligungstransparenz | 375 | 175 |
| I. Einführung | 375 | 175 |
| II. Meldepflichten beim echten Debt to Equity Swap | 378 | 177 |
| 1. Nach § 33 Abs. 1 WpHG | 379 | 177 |
| a) Bezugsobjekt des Erwerbs | 381 | 177 |
| b) Stimmrechte an einem Emittenten | 384 | 178 |
| aa) Echter Debt Equity Swap <i>mit</i> Kapitalschnitt auf null | 386 | 178 |
| bb) Echter Debt Equity Swap <i>ohne</i> Kapitalschnitt auf null | 388 | 178 |
| cc) Keine Auswirkung durch etwaiges Insolvenz- verfahren | 389 | 179 |

| | Rn. | Seite |
|--|-----|-------|
| c) Schwellenberührung durch „Erwerb“ | 390 | 179 |
| 2. Zurechnung von Stimmrechten nach § 34 WpHG | 393 | 180 |
| a) Überblick über die Zurechnungstatbestände des § 34 WpHG | 394 | 180 |
| b) Zurechnung gem. § 34 Abs. 1 WpHG beim echten Debt to Equity Swap | 400 | 183 |
| c) Acting in Concert gem. § 34 Abs. 2 WpHG | 406 | 184 |
| aa) Abstimmung außerhalb der Hauptversammlung, § 34 Abs. 2 S. 2 Alt. 2 WpHG | 407 | 184 |
| (1) Art der Abstimmung | 411 | 185 |
| (a) Gegenseitige Kommunikation | 413 | 187 |
| (b) Freiwilligkeit erforderlich? | 415 | 188 |
| (2) Gegenstand der Abstimmung | 418 | 190 |
| (a) Abgestimmter Erwerb von Aktien | 422 | 191 |
| (b) Übernahme und Restrukturierung | 427 | 193 |
| bb) Abstimmung bezüglich Stimmrechtsausübung, § 34 Abs. 2 S. 2 Alt. 1 WpHG | 430 | 194 |
| (1) Ausübung von Stimmrechten | 430 | 194 |
| (2) Abstimmung | 434 | 195 |
| (3) Gegenstand der Abstimmung | 437 | 197 |
| cc) Einzelfallausnahme | 438 | 198 |
| (1) Materielles oder formelles Begriffs- verständnis? | 440 | 198 |
| (2) Auslegung des Einzelfallkriterium nach formeller Ansicht | 443 | 200 |
| (3) Übernahme per Debt to Equity Swap als Einzelfall? | 448 | 202 |
| 3. Meldepflicht für Instrumente gem. § 38 Abs. 1 WpHG | 451 | 203 |
| 4. Zwischenfazit: Veröffentlichungspflichten beim echten Debt to Equity Swap | 454 | 203 |
| III. Meldepflichten bei unechtem Debt to Equity Swap, Debt Asset Swap und Share Pledge Enforcement | 456 | 204 |
| 1. Meldepflichten nach §§ 33, 34 WpHG | 458 | 205 |
| 2. Meldepflichten gem. § 38 Abs. 1 WpHG | 461 | 205 |
| a) Allgemeines | 462 | 206 |
| b) Instrumente | 464 | 206 |
| c) Erwerbsrecht, § 38 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpHG | 466 | 207 |
| d) Forderungen als Instrumente mit vergleichbarer wirtschaftlicher Wirkung i. S. d. § 38 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG? | 469 | 208 |
| aa) Telos: Verhinderung eines „Anschleichens“ | 471 | 209 |
| bb) Mit Aktien vergleichbare wirtschaftliche Wirkung? | 472 | 210 |

| | Rn. | Seite |
|---|-----|-------|
| cc) Erwerbsmöglichkeit unmittelbar im Instrument angelegt | 478 | 213 |
| dd) „Wirtschaftliche Logik“ des Anteilserwerbs | 482 | 214 |
| ee) Share Pledge Enforcement – Besonderheit bei Pfandrechten? | 487 | 216 |
| e) Möglichkeit der analogen Anwendung | 491 | 219 |
| 3. Fazit | 497 | 221 |
| IV. Bewertung der Transparenzregeln | 499 | 222 |
| 1. Aufdecken der bestehenden Macht- und Einfluss- strukturen | 500 | 222 |
| 2. Offenlegung bevorstehender Stimmrechtstransaktionen | 506 | 224 |
| 3. Informationseffizienz | 510 | 226 |
| 4. Freefloat | 515 | 227 |
| C. Kapitalmarktrechtliche Ad-hoc-Publizität | 517 | 228 |
| I. Sachlicher und persönlicher Anwendungsbereich des Art. 17 MAR | 519 | 229 |
| II. Gegenstand der Veröffentlichungspflicht: Insider- informationen | 521 | 229 |
| 1. Präzise Information | 522 | 230 |
| a) Allgemein | 522 | 230 |
| b) Präzise Informationen bei Loan-to-Own-Situationen | 526 | 231 |
| aa) Objektive Umstände | 527 | 232 |
| bb) Subjektive Umstände | 529 | 232 |
| 2. Nicht öffentlich bekannt | 534 | 234 |
| 3. Bezug zum Emittenten oder einem Finanzinstrument | 538 | 235 |
| 4. Kursrelevanz | 539 | 235 |
| a) Der verständige Anleger | 541 | 236 |
| b) Geeignetheit zur erheblichen Kursbeeinflussung | 545 | 237 |
| c) Kursrelevanz bei schuldenbasierten Übernahmen | 549 | 239 |
| aa) Der Erwerb einer beherrschenden Stellung im Fremdkapital | 551 | 240 |
| (1) Bei Fremdkapitalpositionen, die nicht börsen- notiert sind | 552 | 241 |
| (2) Fremdkapital als Finanzinstrument gem. Art 3 Abs. 1 Nr. 1 MAR | 559 | 245 |
| bb) Veränderung der Leitungsstruktur schon vor der Übernahme | 563 | 246 |
| cc) Einleitung eines Restrukturierungsverfahrens | 570 | 249 |
| dd) Durchführung von Debt to Equity Swap und anderen Sanierungsmaßnahmen | 574 | 250 |
| ee) Loan-to-Own-Übernahmen als gestreckte Sach- verhalte | 577 | 252 |

| | Rn. | Seite |
|---|------------|------------|
| 5. Zusammenfassung | 582 | 254 |
| III. Veröffentlichungspflicht bei unmittelbarer Betroffenheit, | | |
| Art. 17 Abs. 1 MAR | 583 | 254 |
| IV. Bewertung der Publizitätswirkung des Art. 17 MAR | 587 | 256 |
| 1. Informationsallokation: Wer weiß was? | 588 | 256 |
| 2. Möglichkeit der Selbstbefreiung gem. Art. 17 Abs. 4 MAR | 593 | 258 |
| a) Berechtigtes Interesse des Emittenten | 594 | 258 |
| b) Keine Irreführung des Marktes | 600 | 261 |
| c) Geheimhaltung der Insiderinformation | 602 | 262 |
| d) Fazit Selbstbefreiung | 603 | 263 |
| 3. Folge: Informationsasymmetrie | 605 | 263 |
| D. Schlussbetrachtung: Informationelles Vakuum? | 607 | 264 |
| I. Offenlegungspflicht für Geschäfte mit nahestehenden Personen | 608 | 264 |
| II. Publizitätspflichten nach KAGB | 611 | 266 |
| III. Aktienrechtliche Meldepflichten | 615 | 268 |
| IV. Offenlegung durch die Investoren | 617 | 269 |
| V. Sonstige Informationsquellen | 619 | 269 |
| VI. Zwischenergebnis | 622 | 271 |
| Kapitel 4: Transparenzbedürfnis aus gesellschaftsrechtlicher Sicht | 623 | 273 |
| A. Erhöhte Eingriffsqualität des StaRUG | 625 | 273 |
| B. Ausschaltung der privatautonomen Investitionsfreiheit | 628 | 274 |
| I. Handlungsoptionen für den Schuldner | 629 | 275 |
| II. Corporate Governance – Einfluss der Gesellschafter | 632 | 276 |
| III. Frühzeitige Kenntnis als Voraussetzung | 634 | 277 |
| C. Ex ante-Kontrolle der Geschäftsleitung | 637 | 278 |
| D. Informationsasymmetrie im ex post-Rechtsschutz | 640 | 279 |
| E. Fazit | 644 | 281 |
| Kapitel 5: Veröffentlichungspflichten de lege ferenda | 646 | 283 |
| A. Bisherige Vorschläge de lege ferenda | 648 | 283 |
| I. Vorschlag von <i>Lipson</i> | 648 | 283 |
| II. Vorschlag von <i>Harner</i> | 650 | 284 |
| III. Der Vorschlag von <i>Florstedt</i> | 652 | 284 |
| IV. Reformvorschlag von <i>Brinkmann</i> | 654 | 285 |
| V. Der Vorschlag <i>Palenkers</i> | 656 | 286 |

| | Rn. | Seite |
|--|-----|-------|
| B. Eigener Regelungsvorschlag | 658 | 287 |
| I. Kreis der erfasste Zielgesellschaften: Wie weit reicht das Regulierungsbedürfnis? | 661 | 288 |
| 1. Offenlegungsinteresse für private und börsennotierte Unternehmen | 662 | 288 |
| 2. Schutz durch die Legislative notwendig? | 664 | 289 |
| II. Offenzulegende Positionen | 668 | 292 |
| 1. Art der offenzulegenden Forderungen: Finanzverbindlich- keiten | 669 | 292 |
| 2. Offenlegung auch für originären Erwerb | 673 | 295 |
| 3. Schwellenwerte | 677 | 296 |
| 4. Schwellenberechnung | 681 | 297 |
| 5. Zurechnungstatbestände | 685 | 298 |
| III. Begrenzung des persönlichen Anwendungsbereichs | 688 | 299 |
| 1. Konzeption von Palenker: Eingrenzung auf Investment- fonds | 689 | 299 |
| 2. Eigener Vorschlag: Eingrenzung auf aktivistische Investoren | 690 | 300 |
| a) Begründung | 691 | 301 |
| aa) Funktionale Begründung der Transparenz- pflichten | 691 | 301 |
| bb) Transaktionskosten | 692 | 302 |
| cc) Anreize zur Informationssuche | 697 | 303 |
| dd) Kein Offenlegungsinteresse von Seiten des Emittenten | 698 | 304 |
| b) Umsetzung | 699 | 304 |
| aa) Differenzierung auf Tatbestandsebene untauglich ... | 700 | 304 |
| bb) Selektion auf Rechtsfolgenebene: Meldung als Obliegenheit | 702 | 305 |
| IV. Offenlegung unabhängig von einer finanziellen Krise des Targets | 705 | 307 |
| 1. Vor- und Nachteile einer Beschränkung auf die finan- zielle Krise der Zielgesellschaft | 706 | 307 |
| 2. Vorschlag eines krisenunabhängigen Transparenzregimes ... | 711 | 309 |
| a) Kein Information Overload | 713 | 309 |
| b) Keine zusätzliche Belastung für Investoren | 714 | 310 |
| V. Sanktionierung eines Verstoßes | 715 | 310 |
| 1. Einzige Sanktion: Stimmrechtsverlust | 717 | 311 |
| 2. Kein weitergehender Rechtsverlust | 720 | 312 |
| 3. Keine aufsichtsrechtlichen Sanktionen | 724 | 313 |

Inhaltsverzeichnis

| | Rn. | Seite |
|---|-----|-------|
| VI. Weitere Detailfragen | 725 | 313 |
| 1. Offenlegung der Handelsstrategie? | 726 | 314 |
| 2. Keine Offenlegung des Kaufpreises | 730 | 315 |
| 3. Zu guter Letzt: europaweite Reform | 733 | 316 |
| Fazit | 734 | 317 |
| Literaturverzeichnis | | 321 |
| Stichwortverzeichnis | | 369 |