

DONATUS WANG

# Loan-to-Own

*Schriften zum  
Unternehmens- und Kapitalmarktrecht*  
98

---

**Mohr Siebeck**

# Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Jörn Axel Kämmerer, Karsten Schmidt und Rüdiger Veil

98





Donatus Wang

# Loan-to-Own

Fremdkapitalbasierte Übernahmen  
sanierungsbedürftiger Unternehmen

Mohr Siebeck

*Donatus Wang*, geboren 1993; Studium der Rechtswissenschaften an der EBS Universität für Wirtschaft und Recht, EBS Law School in Wiesbaden; Studium der Betriebswirtschaftslehre (Master of Arts) an der EBS Business School in Oestrich-Winkel; Visiting Researcher Program an der Harvard Law School; Referendariat am Landgericht Frankfurt am Main und in einer international tätigen Rechtsanwaltskanzlei in München.

Zugleich Dissertation Justus-Liebig-Universität Gießen, Fachbereich Rechtswissenschaft.

Gedruckt mit freundlicher Unterstützung des Vereins zur Förderung des Deutschen, Europäischen und Vergleichenden Wirtschaftsrechts e.V.

ISBN 978-3-16-161126-1 / eISBN 978-3-16-161127-8

DOI 10.1628/978-3-16-161127-8

ISSN 2193-7273 / eISSN 2569-4480 (Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht)

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliographie; detaillierte bibliographische Daten sind über <http://dnb.dnb.de> abrufbar.

© 2022 Mohr Siebeck Tübingen. [www.mohrsiebeck.com](http://www.mohrsiebeck.com)

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für die Verbreitung, Vervielfältigung, Übersetzung und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Das Buch wurde von epline in Böblingen aus der Times gesetzt, von Gulde Druck in Tübingen auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt und von der Buchbinderei Spinner in Ottersweier gebunden.

Printed in Germany.

*Meiner Freundin L.*



## Vorwort

Mit der Veröffentlichung dieser Arbeit findet meine Promotionszeit ihren Abschluss. Vorausgegangen ist eine intensive Zeit der Forschung im In- und Ausland, die eine Vielfalt fachlicher und persönlicher Eindrücke mit sich gebracht hat. Nachfolgende Generationen möchte ich zur Promotion ermutigen. Betrieben mit der nötigen Überzeugung und Hingabe, können am Abschluss wertvolle Beiträge zum wissenschaftlichen Diskurs stehen. Dem Individuum gibt sie Gelegenheit zur vertieften wissenschaftlichen Auseinandersetzung im eigenen Interessenbereich. In beruflicher sowie persönlicher Hinsicht eröffnet sie Raum für Entwicklung und Entfaltung. Ich werde immer mit Freude auf die Zeit zurückblicken.

Ich danke meinem Doktorvater Herrn Professor Dr. Jens Ekkenga für die Betreuung der Promotion und die Unterstützung auf allen Abschnitten des Weges. Herrn Professor Dr. Tobias Tröger, LL.M. (Harvard) danke ich für die Begutachtung sowie die einsichtsreiche Disputation. Ferner Herrn Professor Mark J. Roe, welcher die rechtsvergleichenden Untersuchungen während eines Forschungsaufenthalts an der Harvard Law School im Frühjahr 2018 ermöglicht und betreut hat.

Die Forschung wurde durch ein Promotionsstipendium der Studienstiftung des deutschen Volkes sowie ein Stipendium der Daniela und Jürgen Westphal-Stiftung gefördert, welchen ich meinen Dank aussprechen möchte.

München, im Januar 2022

Donatus Wang



## Inhaltsübersicht

Vorwort .....	VII
Inhaltsverzeichnis .....	XI
Einleitung .....	1
<i>A. Loan-to-Own im Gepräge des modernen deutschen Restrukturierungsrechts .....</i>	<i>4</i>
<i>B. Schöne neue Sanierungswelt – Die Gläubiger okkupieren die Burg? .....</i>	<i>7</i>
<i>C. Sanierungskultur und neue Herausforderungen in Zeiten des Distressed-Debt-Investing .....</i>	<i>9</i>
<i>D. Rechtsvergleichende Umschau im Restrukturierungsrecht der USA .....</i>	<i>12</i>
<i>E. Gang der Untersuchung .....</i>	<i>14</i>
Teil I: Loan-to-Own-Investitionsstrategien .....	17
<i>A. Begriffsdefinition: Loan-to-Own .....</i>	<i>18</i>
<i>B. Loan-to-Own-Investitionsstrategien im Gefüge des Distressed-Debt-Investing in Unternehmensrestrukturierungen .....</i>	<i>20</i>
<i>C. Typisierung: Loan-to-Own-Investoren .....</i>	<i>28</i>
<i>D. Investitionshypothese des Loan-to-Own: Renditequellen und Wertschöpfungsmechanismen .....</i>	<i>33</i>
<i>E. Loan-to-Own-Investitionsprozess .....</i>	<i>37</i>
Teil II: Rechtsrahmen des Loan-to-Own in Deutschland .....	107
<i>A. Debt-Equity-Swap mittels gesellschaftsrechtlichen Kapitalschnitts .....</i>	<i>107</i>
<i>B. Konsensualer Debt-Equity-Swap und Debt-Asset-Swap gegen Verzicht auf Kredite .....</i>	<i>173</i>

C.	<i>Verwertung von Pfandrechten an Gesellschaftsanteilen (Share Pledge Enforcement)</i> .....	181
D.	<i>Debt-Equity-Swap und Debt-Asset-Swap im Insolvenzverfahren</i> .....	213
E.	<i>Debt-Equity-Swap in der Anleiherestrukturierung nach dem SchVG</i> ....	282
F.	<i>Scheme of Arrangement</i> .....	304
G.	<i>Ausblick: Loan-to-Own nach der Implementierung des präventiven Restrukturierungsrahmens</i> .....	341

### Teil III: Rechtsrahmen des Loan-to-Own

	<i>unter dem US Bankruptcy Code</i> .....	361
A.	<i>Anlass und Fokus der Untersuchung</i> .....	365
B.	<i>Methodik und Gang der Untersuchung</i> .....	370
C.	<i>Überblick über das Insolvenzrecht der USA</i> .....	370
D.	<i>Bedeutung der Insolvenzstandorte Delaware und New York</i> .....	372
E.	<i>Verfahrensvarianten des Loan-to-Own unter dem Bankruptcy Code</i> ....	372
F.	<i>Loan-to-Own im Chapter 11 Verfahren</i> .....	374
G.	<i>Loan-to-Own im 363sale</i> .....	474
H.	<i>Verfahrensübergreifendes Instrument gerichtlicher Kontrolle: Equitable Subordination, 11 U. S. C. § 510(c) – Subordination von Forderungen aus Billigkeitsgründen</i> .....	497

### Teil IV: Vergleichende Betrachtungen und Reformüberlegungen .....

A.	<i>Vote Designation – Stimmrechtsausschlüsse im Anwendungsbereich der InsO</i> .....	534
B.	<i>Equitable Subordination – insolvenzrechtliche Subordination aus Billigkeitsgründen</i> .....	581

	<i>Literaturverzeichnis</i> .....	611
	<i>Stichwortverzeichnis</i> .....	641

## Inhaltsverzeichnis

Vorwort .....	VII
Inhaltsübersicht .....	IX
Einleitung .....	1
<i>A. Loan-to-Own im Gepräge des modernen deutschen Restrukturierungsrechts .....</i>	<i>4</i>
<i>B. Schöne neue Sanierungswelt – Die Gläubiger okkupieren die Burg? .....</i>	<i>7</i>
<i>C. Sanierungskultur und neue Herausforderungen in Zeiten des Distressed-Debt-Investing .....</i>	<i>9</i>
<i>D. Rechtsvergleichende Umschau im Restrukturierungsrecht der USA .....</i>	<i>12</i>
<i>E. Gang der Untersuchung .....</i>	<i>14</i>
Teil I: Loan-to-Own-Investitionsstrategien .....	17
<i>A. Begriffsdefinition: Loan-to-Own .....</i>	<i>18</i>
<i>B. Loan-to-Own-Investitionsstrategien im Gefüge des Distressed-Debt-Investing in Unternehmensrestrukturierungen .....</i>	<i>20</i>
<i>I. Überblick: Distressed-Debt-Investitionsstrategien .....</i>	<i>21</i>
<i>II. Loan-to-Own als Variante des Active Control Investing .....</i>	<i>24</i>
<i>III. Diversität und Dynamik von Loan-to-Own-Strategien .....</i>	<i>26</i>
<i>C. Typisierung: Loan-to-Own-Investoren .....</i>	<i>28</i>
<i>I. Distressed-Debt-Hedgefonds .....</i>	<i>29</i>
<i>II. Turnaround Private Equity Fonds .....</i>	<i>31</i>
<i>III. Investmentbanken .....</i>	<i>32</i>
<i>IV. Strategische Investoren .....</i>	<i>32</i>
<i>D. Investitionshypothese des Loan-to-Own: Renditequellen und Wertschöpfungsmechanismen .....</i>	<i>33</i>
<i>I. Forderungserwerb zu günstigen Konditionen: market value vs. intrinsic value .....</i>	<i>34</i>

II.	Realisierung des erworbenen Unternehmenswertes: plan value vs. true value . . . . .	35
III.	Maximierung und Realisierung des erlangten Wertes . . . . .	36
E.	<i>Loan-to-Own-Investitionsprozess</i> . . . . .	37
I.	Identifikation potenzieller Loan-to-Own-Zielgesellschaften . . . . .	38
1.	Typisierung: Loan-to-Own-Zielgesellschaften . . . . .	38
a)	Good companies with bad balance sheets . . . . .	39
b)	Gescheiterte Leveraged Buyouts . . . . .	40
2.	Marktanalyse . . . . .	41
a)	Indikatoren einer Krise . . . . .	42
b)	Informationsquellen . . . . .	42
c)	Vermittlung von Investitionsoportunitäten durch Dritte . . . . .	43
II.	Bewertung der potenziellen Investitionsoportunität . . . . .	43
1.	Bewertung von Distressed-Debt-Titeln . . . . .	45
2.	Unternehmensbewertung . . . . .	46
a)	Überblick: Unternehmensbewertungen in Restrukturierungsverfahren nach deutschem Recht . . . . .	47
aa)	Konsensbasierte Verfahren der Unternehmensbewertung . . . . .	47
bb)	Marktbasierte Verfahren der Unternehmensbewertung . . . . .	49
b)	Methoden der Unternehmensbewertung . . . . .	50
aa)	Gegenwartsbezogene, marktorientierte Unternehmensbewertung im Multiplikatorverfahren . . . . .	51
bb)	Zukunftsgerichtete, intrinsische Bewertung anhand der Discounted Cashflow Methode . . . . .	52
cc)	Leveraged-Buyout-Analyse . . . . .	52
dd)	Besonderheiten bei der Bewertung restrukturierungsbedürftiger Unternehmen . . . . .	53
(1)	Multiplikatorverfahren und Discounted Cashflow Methode . . . . .	53
(2)	Liquidationswerte . . . . .	55
3.	Strategische Unternehmensbewertungen in Restrukturierungsprozessen . . . . .	56
a)	Anreizrichtungen im Rahmen der strategischen Unternehmensbewertung beim Loan-to-Own . . . . .	57
b)	Anreizrichtung der Kapitalbeteiligten in Abhängigkeit von ihrer Stellung in der Kapitalstruktur . . . . .	58
c)	Einflussnahme auf das schuldnerische Management . . . . .	59
aa)	Eigenkapitalbeteiligungen des schuldnerischen Managements . . . . .	59
bb)	Perspektive des bisherigen Managements zum Verbleib in der Geschäftsleitung . . . . .	62
cc)	Beteiligung langzeitigen Managements an der Bewertung . . . . .	63
III.	Due-Diligence-Prüfung . . . . .	63
IV.	Aufbau einer Fremdkapitalposition in der Kapitalstruktur der Zielgesellschaft . . . . .	64

1. Bedeutung der Fremdkapitalinhaberschaft für das Loan-to-Own . . . . .	65
2. Wirtschaftliche oder unmittelbare rechtliche Berechtigung am Zielobjekt . . . . .	66
3. Debt-Equity-Swap: Erwerbsaussicht aufgrund der Stellung der Forderung in der Kapital- und Sicherheitenstruktur der Gesellschaft: <i>Fulcrum Security</i> . . . . .	66
a) Verhandlungsposition der Gläubiger der <i>Fulcrum Security</i> in der Restrukturierung . . . . .	68
b) Determinierung auch außerinsolvenzlicher Verhandlungsmacht und Wandlungsperspektive: Verhandlungsführung im Schatten des Insolvenzrechts . . . . .	69
c) Bestimmung der <i>Fulcrum Security</i> durch den Investor . . . . .	70
d) Beispielsfall . . . . .	71
4. Debt-Asset-Swap bei Zielobjekt-spezifischer Berechtigung: Verwertung von Sicherheiten an Vermögensgegenständen des Schuldners . . . . .	72
5. Bedeutung von Covenants für das Loan-to-Own . . . . .	73
a) Reporting Covenants . . . . .	75
b) Financial Covenants . . . . .	76
c) Folgen eines Covenant Breach und strategische Nutzbarkeit beim Loan-to-Own . . . . .	77
d) Risiken für Gläubiger bei übermäßiger Einflussnahme auf die schuldnerische Gesellschaft . . . . .	80
6. Der Erwerb von Distressed Debt am Sekundärmarkt . . . . .	80
a) Der Handel mit Distressed Debt – Claims Trading . . . . .	81
aa) Anreizrelevante Aspekte auf Verkäuferseite beim Handel mit Distressed Debt . . . . .	82
bb) Wirksamkeit der Forderungsübertragung . . . . .	84
cc) Implikationen des Claims Trading für Unternehmensrestrukturierungen . . . . .	85
(1) Argumentationslinien contra Claims Trading in Unternehmensrestrukturierungen . . . . .	87
(2) Argumentationslinien pro Claims Trading in Unternehmensrestrukturierungen . . . . .	90
b) Gehandelte Forderungstypen – Bedeutung für das Loan-to-Own . . . . .	92
aa) Bankdarlehen . . . . .	92
bb) Konsortialkredite . . . . .	93
(1) Bedeutung von Konsortialkrediten für das Loan-to-Own . . . . .	94
(2) Entscheidungsfindung in Kreditkonsortien . . . . .	96
cc) Anleihen . . . . .	98
(1) Einflussmöglichkeiten als Anleihegläubiger . . . . .	99
(2) Distressed-Debt-Investoren als Interessenvertreter der Anleihegläubiger in Ad-hoc-Komitees . . . . .	101
dd) Schuldscheindarlehen . . . . .	102

(1) Schuldscheindarlehen in der Restrukturierungspraxis . . . . .	102
(2) Bedeutung von Schuldscheindarlehen für das Loan-to-Own . . . . .	104
ee) Trade Claims . . . . .	104
V. Umsetzung des Debt-Equity-Swap oder Debt-Asset-Swap . . . . .	106
Teil II: Rechtsrahmen des Loan-to-Own in Deutschland . . . . .	107
A. <i>Debt-Equity-Swap mittels gesellschaftsrechtlichen Kapitalschnitts</i> . . . . .	107
I. Anwendungsbereich für das Loan-to-Own . . . . .	108
II. Vor- und Nachteile der Verfahrensvariante . . . . .	109
III. Vereinfachte Kapitalherabsetzung . . . . .	110
IV. Sachkapitalerhöhung . . . . .	112
1. Bezugsrechtsausschluss . . . . .	114
2. Rechtmäßigkeit des Bezugsrechtsausschlusses . . . . .	115
a) Formelle Anforderungen . . . . .	116
b) Materielle Anforderungen: Kriterium sachlicher Rechtfertigung . . . . .	116
aa) Kali+Salz-Rechtsprechung des BGH . . . . .	117
bb) Vorrang weniger eingriffsintensiver Gestaltungsvarianten . . . . .	120
(1) Barkapitalerhöhung ohne Bezugsrechtsausschluss . . . . .	121
(2) Kombinierte Bar-/Sachkapitalerhöhung . . . . .	122
(a) Kombinierte Bar-/Sachkapitalerhöhung in einheitlichem Beschluss ohne Bezugsrechtsausschluss . . . . .	123
(b) Kombinierte Bar-/Sachkapitalerhöhung in zwei Beschlüssen mit gekreuztem Bezugsrechtsausschluss . . . . .	125
(c) Barkapitalerhöhung mit nachgeschalteter Sachkapitalerhöhung bei Nichtausübung des Bezugsrechts . . . . .	125
(3) Nachforschungspflicht und Vermutung fehlender Mitwirkungsbereitschaft der Altgesellschafter – Darlegungs- und Beweislastverteilung . . . . .	126
V. Neue Entwicklungen: SolarWorld-Beschluss des OLG Köln von 2014 . . . . .	128
1. Sachverhalt . . . . .	129
2. Relevanz der Entscheidung für die Restrukturierungspraxis und das Loan-to-Own . . . . .	131
3. Entscheidungstragende Wertung: Rechtfertigung sanierender Kapitalmaßnahmen mangels erfolgversprechender Alternativkonzepte . . . . .	132
4. Sachliche Rechtfertigung des Bezugsrechtsausschlusses . . . . .	133
a) Entscheidung des OLG Köln . . . . .	133
b) Prüfungsmaßstab des OLG Köln: Überprüfung des Kapitalschnitts im Freigabeverfahren, § 246a AktG . . . . .	135
c) Abwägung von Vollzugs- und Aussetzungsinteresse, § 246a Abs. 2 Nr. 3 Hs. 1 AktG . . . . .	136

d) Kein genereller Vorrang weniger eingriffsintensiver Gestaltungsvarianten . . . . .	136
e) Sachliche Rechtfertigung aufgrund bedingungsmaßiger Verknüpfung alternativlosen Sanierungskonzepts mit Mindestbeteiligungsquote seitens der Gläubiger . . . . .	138
f) Individuelles Bezugsrecht des Altgesellschafters A außerhalb der Kapitalerhöhung bei vollständigem Bezugsrechtsausschluss: Überprüfung des Restrukturierungskonzepts anhand von Gleichbehandlungsgesichtspunkten . . . . .	140
aa) Anfechtbarkeit gemäß § 243 Abs. 2 AktG wegen unzulässiger Verfolgung von Sondervorteilen . . . . .	141
(1) Entscheidung des OLG Köln i. S. SolarWorld . . . . .	141
(2) Sondervorteil durch exklusives Erwerbsrecht in der Sanierung (a) Vergleichsmarktkonzept . . . . .	143
(b) Kriterium wirtschaftlicher Rechtfertigung . . . . .	145
(c) Verkehrsblichkeit einer Vorteilsgewährung . . . . .	146
(3) Stellungnahme und Würdigung der Rechtsansicht des OLG Köln . . . . .	148
bb) Vereinbarkeit der Einräumung eines individuellen Bezugsrechts zugunsten eines Einzelgesellschafters mit dem gesellschaftsrechtlichen Gleichbehandlungsgebot . . . . .	149
(1) Teilausschluss in personeller Hinsicht gemäß § 186 Abs. 3 S. 1 AktG . . . . .	151
(2) Konstellation im Fall SolarWorld: vollständiger Bezugsrechtsausschluss unter Einräumung eines individuellen Bezugsrechts zugunsten eines Altaktionärs . . . . .	152
(3) Tendenzen in der Rechtsprechung und der Entscheidung des OLG Köln . . . . .	153
(4) Stellungnahme und Würdigung der Entscheidung des OLG Köln mit Blick auf das Gleichbehandlungsgebot . . . . .	155
cc) Zusammenfassung . . . . .	156
(1) Unzulässige Verfolgung von Sondervorteilen gemäß § 243 Abs. 2 AktG . . . . .	158
(2) Gesellschaftsrechtliches Gleichbehandlungsgebot . . . . .	158
VI. Foderungsbewertung, Differenzhaftung und Bewertungsrüge . . . . .	159
1. Grundsätze der Foderungsbewertung . . . . .	160
2. Differenzhaftung . . . . .	161
VII. Haftung aufgrund faktischer Geschäftsführung . . . . .	162
1. Grundlagen der Haftung aufgrund faktischer Geschäftsführung . . . . .	162
2. Faktische Geschäftsführung als Gläubiger beim Loan-to-Own . . . . .	163
VIII. Beschlussfassung . . . . .	165
1. Sicherung der Zustimmung durch die Altgesellschafter . . . . .	165

2.	Stimmbindung der Gesellschafter in der Abstimmung über die Kapitalmaßnahmen . . . . .	167
a)	Rechtsprechung des BGH in den Entscheidungen Girmes und Sanieren oder Ausscheiden . . . . .	169
aa)	Girmes (1995) . . . . .	169
bb)	Sanieren oder Ausscheiden (2009) . . . . .	171
b)	Prozessuale Durchsetzung der Stimmrechtsbindung . . . . .	171
B.	<i>Konsensualer Debt-Equity-Swap und Debt-Asset-Swap gegen Verzicht auf Kredite</i> . . . . .	173
I.	Erwerb von Beteiligungen am Schuldner von den Altgesellschaftern . . . . .	174
1.	Vorraussetzung: Übertragungsbereitschaft der Altgesellschafter . . . . .	174
2.	Risiken . . . . .	175
II.	Debt-Asset-Swap: Erwerb von Vermögensgegenständen vom Schuldner . . . . .	176
1.	Zustimmungsvorbehalt zugunsten der Altgesellschafter gemäß § 179a AktG . . . . .	177
2.	Rechtliche Risiken aus Investorensicht . . . . .	178
a)	Insolvenzanfechtung . . . . .	178
aa)	Anfechtungstatbestände . . . . .	178
bb)	Reduktion von Anfechtungsrisiken . . . . .	179
b)	Erfüllungsablehnung . . . . .	180
c)	Haftung für rückständige Leistungen . . . . .	180
C.	<i>Verwertung von Pfandrechten an Gesellschaftsanteilen (Share Pledge Enforcement)</i> . . . . .	181
I.	Pfandverwertung als Mittel zur Überwindung von Blockadehaltungen . . . . .	184
II.	Überblick: Share Pledge Enforcements im Gefüge des internationalen Restrukturierungsrechts . . . . .	185
III.	Verfahrensvarianten . . . . .	185
IV.	Besonderheiten der Pfandverwertung bei syndizierten und mehrstufigen Krediten . . . . .	186
1.	Verwertung von Pfandrechten an Gesellschaftsanteilen in Gläubigerkonsortien . . . . .	187
2.	Implikationen für das Loan-to-Own . . . . .	189
3.	Erlass von Junior-Verbindlichkeiten auf Grundlage von LMA Freigabeklauseln . . . . .	190
V.	Enforcement unter Geltung luxemburgischen Rechts . . . . .	192
VI.	Rechtsrahmen der Pfandverwertung nach deutschem Recht . . . . .	193
1.	Praktische Untauglichkeit des deutschen Rechts zur Verwertung von Pfandrechten an Gesellschaftsanteilen . . . . .	193
2.	Anwendbares Recht . . . . .	194
3.	Risiko des Insolvenzeintritts durch Fälligestellung der Forderung . . . . .	195

a)	Lösungsansätze aus der Praxis und deren Schwächen . . . . .	196
b)	Lösungsansatz der Restrukturierungspraxis: kein ernsthaftes Einfordern der Forderung bei Fälligkeitstellung . . . . .	197
c)	Risiko der Insolvenz des Schuldners bei der Verwertung von Pfandrechten an Tochtergesellschaften . . . . .	198
4.	Zulässigkeit der Pfandverwertung trotz unter den übrigen Gläubigern erzielten Sanierungsvergleichs bzw. laufender Verhandlungen . . . . .	198
5.	Verwertungsart – Grundsatz öffentlicher Versteigerung . . . . .	199
6.	Androhung des Verkaufs durch Versteigerung . . . . .	201
7.	Öffentliche Bekanntmachung der Versteigerung . . . . .	201
8.	Öffentlichkeit des Versteigerungstermins . . . . .	203
9.	Versteigerungsbedingungen . . . . .	203
10.	Möglichkeit einer Due-Diligence-Prüfung für potenzielle Bieter . . . . .	204
11.	Fusionskontrolle . . . . .	206
12.	Versteigerung, Zuschlag und Credit Bidding . . . . .	207
13.	Verwertung von Pfandrechten an Beteiligungen des Schuldners in dessen Insolvenz . . . . .	209
a)	Verwertungsrecht hinsichtlich im Vermögen des Schuldners stehender Gesellschaftsanteile . . . . .	210
b)	Praxis: Abschluss von Verwertungsvereinbarungen . . . . .	211
14.	Einstweiliger Rechtsschutz gegen die Pfandverwertung . . . . .	212
<i>D.</i>	<i>Debt-Equity-Swap und Debt-Asset-Swap im Insolvenzverfahren . . . . .</i>	<i>213</i>
<i>I.</i>	<i>Grundlagen des Loan-to-Own im Insolvenzverfahren . . . . .</i>	<i>215</i>
1.	Einflussnahme auf die Auswahl des (vorläufigen) Insolvenzverwalters nach § 56a Abs. 2 S. 1 InsO . . . . .	215
a)	Einflussnahme über die Beteiligung des vorläufigen Gläubigerausschusses . . . . .	216
b)	Vorschlagsrecht des vorläufigen Gläubigerausschusses, § 56a Abs. 2 S. 1 InsO . . . . .	217
c)	Einflussnahme auf die Zusammensetzung des vorläufigen Gläubigerausschusses . . . . .	219
d)	Abwahl eines Insolvenzverwalters . . . . .	221
2.	Fortführungsfinanzierung durch einen Loan-to-Own-Investor . . . . .	221
a)	Fortführungsfinanzierung in der Insolvenz als Element einer Loan-to-Own-Strategie . . . . .	222
b)	Grundlagen der Fortführungsfinanzierung in der Insolvenz . . . . .	225
aa)	Insolvenzeröffnungsverfahren . . . . .	225
bb)	Eröffnetes Insolvenzverfahren, Bestellung von Sicherheiten . . . . .	226
c)	Fortführungsfinanzierung im Insolvenzplanverfahren . . . . .	227
d)	Kündigung der Finanzierung . . . . .	227
<i>II.</i>	<i>Variante 1: Übertragende Sanierung im Regelinsolvenzverfahren . . . . .</i>	<i>228</i>
1.	Möglichkeit des Credit Bidding . . . . .	230

2.	Einflussmöglichkeiten absonderungsberechtigter Gläubiger auf den Verfahrensverlauf . . . . .	230
3.	Stellung des Loan-to-Own-Investors im Bieterprozess . . . . .	231
	a) Wettbewerbsvorteil als Gläubiger . . . . .	232
	b) Planbarkeit der übertragenden Sanierung . . . . .	233
4.	Zustimmung des Gläubigerausschusses, § 160 Abs. 1, 2 Nr. 1 InsO . . . . .	233
III.	Variante 2: Insolvenzplanverfahren . . . . .	235
	1. Vor- und Nachteile des Insolvenzplanverfahrens zur Verfolgung von Loan-to-Own-Strategien . . . . .	236
	2. Verfahrensvarianten . . . . .	237
	a) Überblick . . . . .	237
	b) Share Deal Variante 1: Debt-Equity-Swap mittels Kapitalschnitt . . . . .	238
	aa) Strukturierung des Kapitalschnitts . . . . .	239
	bb) Forderungsbewertung und Differenzhaftung . . . . .	240
	cc) Kein Debt-Equity-Swap gegen den Willen eines Gläubigers, § 225a Abs. 2 S. 2 InsO . . . . .	240
	dd) Bezugsrechtsausschluss . . . . .	241
	(1) Zulässigkeit eines Bezugsrechtsausschlusses . . . . .	242
	(2) Erfordernis einer sachlichen Rechtfertigung . . . . .	244
	c) Share Deal Variante 2: Einziehung der Anteile der Altgesellschafter und Übertragung auf Gläubiger gegen Forderungsverzicht (unechter Debt-Equity-Swap) . . . . .	246
	d) Asset Deal: Übertragende Sanierung auf Grundlage eines Insolvenzplans . . . . .	247
	3. Möglichkeiten eines Loan-to-Own-Investors zur Einflussnahme auf die Plangestaltung . . . . .	248
	a) Kein Planinitiativrecht der Gläubiger . . . . .	249
	b) Planvorgabe durch die Gläubigerversammlung, § 157 S. 2 InsO . . . . .	249
	c) Beratende Mitwirkung des Gläubigerausschusses, § 218 Abs. 3 InsO . . . . .	251
	4. Zeit- und Wissensvorsprung des Planverfassers . . . . .	252
	5. Pre-packed und pre-arranged Insolvenzplan . . . . .	252
	a) Eingeschränkte Planbarkeit des pre-packed und pre-arranged Planverfahrens . . . . .	253
	b) Einbringung des pre-pack oder pre-arranged Insolvenzplans . . . . .	254
	6. Abstimmungsverfahren . . . . .	255
	a) Mehrheitsorientierte Gruppenbildung im Insolvenzplan . . . . .	256
	aa) Grundlagen mehrheitsorientierter Gruppenbildung . . . . .	256
	bb) Gebot sachgerechter Gruppenbildung, § 222 Abs. 2 S. 1 InsO . . . . .	257
	cc) Nutzbarkeit aus Sicht von Loan-to-Own-Investoren . . . . .	258
	b) Mehrheitsbeschaffung und Planblockade durch Forderungserwerb . . . . .	259
	aa) Nichtigkeit eines Forderungskaufs als verbotener Stimmkauf gemäß § 226 Abs. 3 InsO . . . . .	260

bb)	BGH, Beschluss vom 3. März 2005 – IX ZB 153/04 . . . . .	261
cc)	Würdigung der Entscheidung mit Blick auf das Loan-to-Own . . . . .	263
c)	Obstruktionsverbot – Schlechterstellungsverbot . . . . .	265
aa)	Schlechterstellungsverbot, § 245 Abs. 1 Nr. 1 InsO . . . . .	266
bb)	Vergleichsrechnung als zentraler Determinant des Insolvenzplanverfahrens . . . . .	267
cc)	Vergleichsszenario “ohne einen Plan” . . . . .	268
dd)	Manipulationsfähigkeit der Vergleichsrechnungen und Kritik mit Blick auf das Loan-to-Own . . . . .	270
7.	Eigenverwaltung und Schutzschirmverfahren . . . . .	272
a)	Potenziale der Eigenverwaltung und des Schutzschirmverfahrens aus Sicht von Loan-to-Own-Investoren . . . . .	273
b)	Kooperation mit dem Management der Zielgesellschaft . . . . .	274
c)	Haftungsrisiken auf Seiten des schuldnerischen Managements sowie des Loan-to-Own-Investors . . . . .	275
d)	Eigenverwaltung (§ 270 InsO) . . . . .	277
e)	Schutzschirmverfahren (§ 270b InsO) . . . . .	278
f)	Sanierungsgeschäftsführer (CRO) . . . . .	280
<i>E.</i>	<i>Debt-Equity-Swap in der Anleiherestrukturierung nach dem SchVG</i> . . . . .	282
I.	Überblick: Verfahrensvarianten . . . . .	284
II.	Debt-Equity-Swap in der außerinsolvenzlichen Anleiherestrukturierung nach dem SchVG . . . . .	285
1.	Zwangsumwandlung qua Mehrheitsbeschluss gemäß § 5 Abs. 3 S. 1 Nr. 5 Var. 1 SchVG . . . . .	286
2.	Einräumung von Erwerbsrechten qua Mehrheitsbeschluss gemäß § 5 Abs. 3 Nr. 5 SchVG ( <i>Erwerbsrechtmodell</i> ) . . . . .	287
3.	Gesellschaftsrechtliche Umsetzung des Debt-Equity-Swap . . . . .	288
4.	Beschlussfassung der Anleihegläubiger . . . . .	290
a)	Erforderliche Mehrheit, Beschlussfähigkeit und Abstimmungspräsenzen . . . . .	290
b)	Kein Erfordernis einer Kopfmehrheit und Missbrauchspotenziale de lege lata . . . . .	291
c)	Einnahme einer Blockadeposition . . . . .	293
d)	Hinzuerwerb von Stimmrechtsmacht durch Forderungszukauf . . . . .	293
e)	Ruhensanordnung (§ 6 Abs. 1 S. 2–4 SchVG) und Stimmrechtsausschluss . . . . .	295
5.	Kapitalmarktrechtliche Fragen im Falle börsennotierter Zielgesellschaften . . . . .	295
6.	Rechtsschutz gegen Beschlüsse der Anleihegläubigerversammlung . . . . .	297
7.	Außerinsolvenzliche Restrukturierung von US-Anleihen . . . . .	299
III.	Restrukturierung von Anleihen in der Insolvenz des Emittenten . . . . .	300

1.	Beschlussfassung der Anleihegläubiger in der Gläubigerversammlung gemäß § 19 Abs. 1 SchVG	300
2.	Debt-Equity-Swap im Insolvenzplanverfahren	302
<i>F.</i>	<i>Scheme of Arrangement</i>	304
I.	Entwicklung des Scheme of Arrangement in der deutschen Restrukturierungs- und Loan-to-Own-Praxis	305
II.	Das Scheme of Arrangement als Sanierungsverfahren	308
1.	Kein Eröffnungstatbestand – solvent und insolvent Scheme of Arrangement	309
2.	Entscheidung nach dem Mehrheitsprinzip	309
3.	Inhaltliche Gestaltungsfreiheit	310
4.	Kein Gesamtverfahren	310
5.	Kein Moratorium	311
6.	Zeiteffiziente Durchführbarkeit	312
7.	Keine Verwalteraufsicht	312
8.	Restrukturierung internationaler Konzernstrukturen	312
9.	Verfahrenskosten	313
III.	Überblick: Ablauf des Scheme of Arrangement-Verfahrens	313
IV.	Internationale Zuständigkeit englischer Gerichte für die Bestätigung eines Scheme of Arrangement einer nicht in England ansässigen Gesellschaft	313
1.	Anknüpfung nach englischem internationalem Privatrecht (Sec. 895(1) CA 2006)	315
a)	Sufficient connection jedenfalls bei COMI in England	316
b)	Re Rodenstock GmbH [2011] EWHC 1104 (Ch)	317
c)	Re APCOA Parking [2014] EWHC 997 (Ch)	317
aa)	Sachverhalt	317
bb)	Würdigung mit Blick auf das Loan-to-Own	318
2.	Internationale Zuständigkeit englischer Gerichte nach europäischem Zivilverfahrensrecht	319
a)	Keine Anknüpfung nach der EuInsVO	320
b)	Internationale Zuständigkeit nach Kapitel II der EuGVVO	321
V.	Die Anerkennung der Rechtsfolgen eines Scheme of Arrangement durch deutsche Gerichte	323
1.	Keine Anerkennungsfähigkeit nach EuInsVO und § 343 InsO	323
2.	Anerkennung nach Kapitel III der EuGVVO	324
3.	Anerkennung nach den Vorschriften der Rom I-VO	325
4.	Anerkennung der Rechtswirkungen des Scheme of Arrangement post Brexit	325
a)	Verfahrensrechtliche Anerkennung nach Titel III des Lugano-Übereinkommens	326
b)	Verfahrensrechtliche Anerkennung nach § 328 ZPO	327

c)	Anerkennung der materiell-rechtlichen Rechtswirkungen eines Scheme of Arrangement nach Art. 12 Rom I-VO . . . . .	327
VI.	Verfahrensablauf . . . . .	329
1.	Phase 1: Eröffnung des Verfahrens durch Vorlage eines Scheme bei Gericht . . . . .	329
a)	Antragsberechtigung – Durchführbarkeit eines hostile scheme . . . . .	329
b)	First Hearing . . . . .	331
2.	Phase 2: Versammlungen der Gläubiger und Anteilseigner und Abstimmung . . . . .	332
a)	Klasseneinteilung . . . . .	332
b)	Erforderliche Mehrheiten . . . . .	334
c)	Kein klassenübergreifender Cram Down . . . . .	334
d)	De facto-Cram Down: Zwangsweiser Eingriff in Gesellschafter- und Gläubigerrechte . . . . .	335
aa)	Keine Stimmberechtigung formal in das Scheme einbezogener, wirtschaftlich jedoch indifferenter Gläubiger . . . . .	335
bb)	Kombination von Scheme of Arrangement und Administration . . . . .	336
3.	Phase 3: Bestätigung des Scheme of Arrangement durch das Gericht . . . . .	338
a)	Einhaltung der formellen Verfahrensregelungen des Part 26 CA 2006 . . . . .	338
b)	Überprüfung der Regelungen des Scheme anhand materieller Erwägungen . . . . .	339
VII.	Mögliche Regelungsgegenstände des Scheme of Arrangement . . . . .	340
G.	<i>Ausblick: Loan-to-Own nach der Implementierung des präventiven Restrukturierungsrahmens . . . . .</i>	341
I.	Grundzüge des präventiven Restrukturierungsrahmens . . . . .	345
1.	Gegenstand und Anwendungsbereich . . . . .	346
2.	Antragsberechtigung . . . . .	346
3.	Restrukturierung mittels Plan . . . . .	347
4.	Eigenverwaltung . . . . .	347
5.	Aussetzung von Einzelvollstreckungsmaßnahmen (Moratorium) . . . . .	347
6.	Planvorlage und Abstimmung . . . . .	348
7.	Planbestätigung . . . . .	349
8.	Klassenübergreifender Cram Down . . . . .	349
9.	Bewertung des Unternehmensvermögens . . . . .	351
10.	Privilegierung von Rechtsgeschäften zu Sanierungszwecken . . . . .	351
11.	Rechtsschutz . . . . .	351
II.	Loan-to-Own unter dem künftigen deutschen präventiven Restrukturierungsrahmen . . . . .	352
1.	Erweiterung des Spektrums möglicher Loan-to-Own-Verfahrensvarianten im vorinsolvenzlichen Bereich . . . . .	353
2.	Inhaltliche Gestaltungsfreiheit . . . . .	354
3.	Eigenverwaltung und Verwalterbeteiligung . . . . .	356

- 4. Aufsicht über das Verfahren . . . . . 357
- 5. Stellung der Gesellschafter im Verfahren . . . . . 358
- 6. Mehrheitserfordernisse . . . . . 358

Teil III: Rechtsrahmen des Loan-to-Own  
unter dem US Bankruptcy Code . . . . . 361

- A. *Anlass und Fokus der Untersuchung* . . . . . 365
  - I. Ursprung und Etablierung von Loan-to-Own-Strategien in den USA . . . . . 365
  - II. Fokussierung auf das Loan-to-Own unter dem US Bankruptcy Code . . . . . 366
  - III. Chapter 11 des Bankruptcy Code als Vorbild des deutschen  
Insolvenzplanverfahrens . . . . . 367
  - IV. Instrumente gerichtlicher Kontrolle des Bankruptcy Code und  
Transparenzvorschriften . . . . . 368
- B. *Methodik und Gang der Untersuchung* . . . . . 370
- C. *Überblick über das Insolvenzrecht der USA* . . . . . 370
- D. *Bedeutung der Insolvenzstandorte Delaware und New York* . . . . . 372
- E. *Verfahrensvarianten des Loan-to-Own unter dem Bankruptcy Code* . . . . . 372
  - I. Debt-Equity-Swap oder Debt-Asset-Swap auf Grundlage eines  
Chapter 11-Plans . . . . . 373
  - II. Erwerb von Vermögensgegenständen im Wege des 363sale . . . . . 373
  - III. Finanzierung der Eigenverwaltung im Chapter 11 Verfahren  
(DIP-Financing) als Teil einer Loan-to-Own-Strategie . . . . . 373
- F. *Loan-to-Own im Chapter 11 Verfahren* . . . . . 374
  - I. Eröffnung des Verfahrens . . . . . 375
  - II. Vorlage des Reorganisationsplans . . . . . 376
    - 1. Exclusivity Period, 11 U. S. C. § 1121(b) . . . . . 376
    - 2. Pre-arranged, pre-packed und pre-voted Pläne . . . . . 378
  - III. Gestaltungsvarianten des Loan-to-Own im Chapter 11 Verfahren . . . . . 379
    - 1. Erwerb der Fulcrum Security . . . . . 379
    - 2. Exchange offers, rights offering und funding the plan . . . . . 380
    - 3. Credit Bidding im Asset Sale gemäß 11 U. S. C. § 363(b) . . . . . 381
  - IV. Fortführungsfinanzierung des eigenverwaltenden Schuldners  
(DIP-Financing) als Teil einer Loan-to-Own-Strategie . . . . . 383
    - 1. Das DIP-Financing als Element einer Loan-to-Own-Strategie  
im Chapter 11 Verfahren . . . . . 384
    - 2. Gesetzliche Privilegierung und daraus folgende Strukturierung  
von DIP-Finanzierungen . . . . . 386
    - 3. Kontrollvermittelnde Bestimmungen in DIP-Finanzierungen . . . . . 388

4.	DIP-Financing als Element des Loan-to-Own qua Credit Bidding im Rahmen eines 363sale im Chapter 11 Verfahren . . . . .	391
V.	Abstimmungsverfahren . . . . .	393
1.	Ausschließliche Stimmberechtigung beeinträchtigter Gläubiger und Stimmgewicht der <i>Fulcrum Security</i> -Gläubiger. . . . .	393
2.	Gruppenbildung . . . . .	394
3.	Mehrheitserfordernisse . . . . .	395
4.	Einnahme einer Blockadeposition in der Planabstimmung . . . . .	396
VI.	Planbestätigung durch das Gericht . . . . .	397
1.	Planbestätigung trotz fehlender Zustimmung einzelner Gruppen: Cram Down, 11 U. S. C. § 1129(b) . . . . .	398
2.	Exkurs: Ausnahme zur Absolute Priority Rule – New Value Exception . . . . .	400
3.	Grundsatz konsensbasierter Unternehmensbewertung und Wertverteilung	402
4.	Best interests of creditors test, 11 U. S. C. § 1129(a)(7) – Schlechterstellungsverbot . . . . .	402
5.	Disqualifikation eines Votums in der Planbestätigung – <i>Vote Designation</i> , 11 U. S. C. § 1126(e) . . . . .	403
a)	Bedeutung der <i>Vote Designation</i> für das Loan-to-Own . . . . .	404
b)	Tatbestand und Rechtsfolge der <i>Vote Designation</i> gemäß 11 U. S. C. § 1126(e) . . . . .	405
c)	Der ( <i>not in</i> ) <i>good faith</i> -Begriff des 11 U. S. C. § 1126(e) . . . . .	406
aa)	Telos und Schutzzweck des 11 U. S. C. § 1126(e) . . . . .	407
(1)	Ausgangspunkt: Stimmrecht des Gläubigers als hohes Schutzgut . . . . .	408
(2)	<i>Designation power</i> als Garant wertmaximierender Stimmrechtsausübung . . . . .	408
(3)	Gerichtliche <i>designation power</i> als Korrektiv aufgrund der gegenseitigen Einwirkungsmöglichkeit stimmberechtigter Gläubiger . . . . .	410
bb)	Definition des <i>genuinen Gläubigerinteresses</i> . . . . .	411
cc)	Konturierung des <i>good faith</i> -Begriffs anhand von Fallgruppen der <i>Vote Designation</i> aus der Rechtsprechung – <i>badges of bad faith</i> . . . . .	412
(1)	Nicht als <i>bad faith</i> klassifizierte Fallgruppen . . . . .	412
(a)	Opportunismus bzw. Eigensinnigkeit allein begründet keinen <i>bad faith</i> . . . . .	412
(b)	Forderungserwerb am Sekundärmarkt . . . . .	413
(c)	Forderungserwerb zur Beschaffung einer Zustimmungsmehrheit oder der Einnahme einer Blockadeposition . . . . .	414
(d)	Interessenkonflikt innerhalb einer Abstimmungsgruppe aufgrund von Mehrfachbeteiligungen . . . . .	416

(2) Badges of bad faith nach der US-gerichtlichen Rechtsprechung . . . . .	417
(a) Schädigungsabsicht gegenüber dem Schuldner . . . . .	417
(b) Externe Anreize entgegen einem wertmaximierenden Votum, insbesondere: Drittvereinbarungen . . . . .	417
(c) Einnahme einer Holdout-Position zwecks Wertextraktion . . . . .	418
(3) Uneinheitliche Handhabung: Fallgruppe der Absicht zur Übernahme der Kontrolle über den Schuldner (u. a. Loan-to-Own) . . . . .	419
d) Fallstudien zur Handhabung der Vote Designation in Loan-to-Own-Konstellationen . . . . .	421
aa) In re Allegheny International, Inc., 118 B. R. 282 (Bkrcty.W. D.Pa. 1990) . . . . .	422
(1) Sachverhalt . . . . .	422
(2) Entscheidung . . . . .	423
(3) Vorgehensweise des Investors als bad faith . . . . .	424
(4) Equitable Powers des Bankruptcy Court gemäß 11 U. S. C. § 105(a) . . . . .	427
(5) Analyse . . . . .	429
(a) Absicht der Kontrollübernahme als bad faith: Differenzierende Betrachtung der Umstände des Einzelfalls geboten . . . . .	429
(b) Notwendigkeit einer differenzierenden Betrachtung . . . . .	431
(c) Gebrauch der Equitable Powers: Überführung der Beteiligung des Investors in eine Treuhandstruktur . . . . .	432
bb) In re Adelphia Communications Corp., 359 B. R. 54 (Bkrcty.S. D. N. Y. 2006) . . . . .	435
(1) Sachverhalt . . . . .	435
(2) Erwägungen des Gerichts . . . . .	437
(a) Aggressive Vorgehensweise allein rechtfertigt im Regelfall keine Vote Designation . . . . .	437
(b) Ulterior Motive bei Votum zur Begünstigung einer parallelen Position in einer anderen Abstimmungsgruppe ( <i>Mehrfachbeteiligungen</i> ) . . . . .	438
(3) Analyse . . . . .	439
(a) Strikte Orientierung des bad faith-Begriffs am Kriterium des genuinen Gläubigerinteresses . . . . .	439
(b) Handhabung konfligierender Mehrfachbeteiligungen . . . . .	440
(c) Reformvorschlag der ABI Kommission von 2014 . . . . .	442
cc) In re DBSD North America, Inc. . . . .	443
(1) Sachverhalt . . . . .	443
(2) Entscheidungen der Gerichte . . . . .	445
(3) Analyse . . . . .	448

dd)	Zusammenfassung und abschließende Reflektion unter Berücksichtigung der Ergebnisse der Fallstudien . . . . .	450
e)	Übersicht über die Einordnung einzelner für das Loan-to-Own relevanter Fallgruppen mit Blick auf das bad faith-Kriterium . . . . .	452
VII.	Fremdkapitalbezogene Offenlegungspflichten im Chapter 11 . . . . .	454
1.	Offenlegungspflichten im Chapter 11 Verfahren gemäß Bankruptcy Rule 2019 . . . . .	454
a)	Historie der Bankruptcy Rule 2019 . . . . .	455
b)	Neufassung der Bankruptcy Rule 2019 im Jahr 2011 . . . . .	456
c)	Tatbestand und Reichweite der Offenlegungspflicht . . . . .	457
aa)	Adressatenkreis der Offenlegungspflicht . . . . .	457
(1)	Repräsentation . . . . .	458
(2)	Acting in Concert . . . . .	458
(3)	Adressaten: <i>every group or committee</i> sowie <i>entity</i> mit Repräsentationsfunktion . . . . .	459
bb)	Offenlegungspflichtige Informationen . . . . .	460
(1)	Offenlegungspflichtige Positionen: disclosable economic interest . . . . .	461
(2)	Keine Verpflichtung zur Offenlegung des Erwerbszeitpunkts oder -preises . . . . .	461
cc)	Zeitlicher Bezugspunkt der Verpflichtung zur Offenlegung . . . . .	462
(1)	Verpflichtung zur erstmaligen Offenlegung: initial statement . . . . .	462
(2)	Bei nachträglicher Änderung wesentlicher Umstände: supplemental statement . . . . .	463
d)	Rechtsfolgen bei Nichterfüllung der Offenlegungspflicht . . . . .	464
e)	Bedeutung der Offenlegungspflicht im Chapter 11 Verfahren . . . . .	465
aa)	Historischer Telos der Transparenzregelung: Verhinderung von Missbräuchen der Repräsentantenstellung durch protective committees . . . . .	465
bb)	Offenlegung gegenüber den Verfahrensbeteiligten: Transparenz als Grundlage fairer Verhandlungsführung und informierter Entscheidungen . . . . .	466
cc)	Offenlegung gegenüber dem Gericht: Beteiligungstransparenz als Voraussetzung gerichtlicher Gesetzesanwendung und -durchsetzung . . . . .	466
(1)	Ermessensausübung durch das Gericht . . . . .	466
(2)	Gerichtliche Anwendung von Schutzmechanismen und Kontrollinstrumenten . . . . .	467
dd)	Informationsinteresse primär im Hinblick auf aktive Investoren und Ad-hoc-Komitees . . . . .	468
ee)	Geheimhaltungsinteresse offenlegungspflichtiger Distressed-Debt-Investoren . . . . .	469

ff) Abnehmende Organisation von Gläubigern in Komitees als Folge erweiterter Transparenzpflichten . . . . .	470
f) Stellungnahme ABI Kommission zur Reformierung des Chapter 11 Verfahrens . . . . .	472
2. Offenlegungspflichten im Rahmen der Forderungsanmeldung, Bankruptcy Rule 3001(e) . . . . .	473
G. <i>Loan-to-Own im 363sale</i> . . . . .	474
I. Überblick: Verwertung von Vermögensgegenständen im Wege des 363sale . .	476
II. Verfahrensablauf . . . . .	477
III. Das Recht gesicherter Gläubiger zum Credit Bidding (11 U. S. C. § 363(k)) . . . . .	479
1. Grundlagen: Funktionsweise und Telos . . . . .	479
2. Credit Bidding als Teil einer Loan-to-Own-Strategie . . . . .	481
a) Renditepotenzial und Wettbewerbsvorteil in einer Auktion . . . . .	482
b) Taktische Nutzung des Credit Bidding zur Dämpfung des kompetitiven Bieterprozesses (Chill Bidding) . . . . .	483
3. Gerichtliche Beschränkungen des Credit Bidding (11 U. S. C. § 363(k)) . . . . .	485
a) Keine Restriktion des Credit Bidding allein zur Wiederherstellung des Interesses potenzieller Bieter . . . . .	487
aa) In re Fisker Auto. Holdings, Inc., 510 B. R. 55 (Bankr.D.Del. 2014): Restriktion des Credit Bidding bereits, um einen kompetitiven Bieterprozess zu fördern . . . . .	487
bb) Bericht der ABI Kommission von 2014 . . . . .	488
cc) In re Aéropostale, Inc., 555 B. R. 369 (Bkrcty.S. D. N. Y. 2016): Restriktion des Credit Bidding nur bei Vorliegen eines <i>inequitable conduct</i> . . . . .	489
dd) Zwischenergebnis: Erfordernis eines <i>inequitable conduct</i> . . . . .	489
b) Voraussetzung: <i>inequitable conduct</i> . . . . .	490
aa) Verdeckte Drittvereinbarungen . . . . .	490
bb) Zweifel am rechtlichen Bestand von Sicherungsrecht oder Forderung oder den Voraussetzungen der Vollstreckbarkeit . . . . .	491
cc) Nichteinhaltung der durch das Gericht bestimmten prozeduralen Anforderungen an das Verkaufsverfahren . . . . .	491
dd) Restriktion des Credit Bidding aufgrund der Verfolgung einer Loan-to-Own-Strategie . . . . .	491
(1) Fallstudie: In re Free Lance-Star Publishing Co. of Fredericksburg, VA, 512 B. R. 798 (Bankr.E. D. Va. 2014) . . . .	492
(a) Versuch der Fälligestellung von Sicherheiten an nicht vom Sicherungsrecht umfassten Vermögensgegenständen des Schuldners . . . . .	493

(b) Versuch eine Bewerbung der Auktion am Markt zu unterbinden . . . . .	494
(c) Drängen des Investors auf die Annahme einer offerierten Finanzierung der Eigenverwaltung durch den Schuldner . . . . .	494
(d) Umkehrung der wertmaximierenden Funktion des Credit Bidding beim Chill Bidding . . . . .	494
(e) Gesamtwürdigung des Verhaltens erfordert eine Restriktion der Berechtigung zum Credit Bidding . . .	495
(2) Würdigung . . . . .	496
H. <i>Verfahrensübergreifendes Instrumente gerichtlicher Kontrolle:</i> <i>Equitable Subordination, 11 U. S. C. § 510(c) –</i> <i>Subordination von Forderungen aus Billigkeitsgründen . . . . .</i>	497
I. Schutzzweck, Rechtsfolge und zulässige Reichweite der Equitable Subordination . . . . .	500
II. Abgrenzung zur Debt Recharacterization (11 U. S. C. § 105(a)) – Reklassifizierung von Fremd- als Eigenkapital . . . . .	501
III. Voraussetzungen der Equitable Subordination – <i>Mobile Steel Test</i> . . . . .	503
1. Voraussetzung 1: inequitable conduct . . . . .	505
a) Prüfungsmaßstab: strengere gerichtliche Kontrolle im Falle von Insidern und Trägern besonderer Treupflichten ( <i>fiduciaries</i> ) . . . . .	507
aa) Prüfungsmaßstab im Falle von insiders und fiduciaries . . . . .	508
bb) Prüfungsmaßstab im Falle sonstiger Personen . . . . .	508
cc) Einordnung als insider oder fiduciary . . . . .	509
(1) Status als insider oder fiduciary aufgrund einer Entsendung von Mitgliedern des schuldnerischen Managements durch den Gläubiger (In re Quvis, Inc., 446 B. R. 490, 497–98 (Bkrty.D.Kan. 2011)) . . . . .	511
(2) Einordnung als fiduciary aufgrund der Ausübung vollständiger Kontrolle über den Schuldner . . . . .	513
b) In der Rechtsprechung anerkannte Fallgruppen des inequitable conduct . . . . .	514
aa) Unbeachtlichkeit des Erwerbs der Forderung am Sekundärmarkt sowie des gezahlten Kaufpreises . . . . .	515
bb) Verfolgung einer Loan-to-Own-Strategie nicht per se als inequitable conduct einzustufen . . . . .	515
cc) Zulässigkeit der Einnahme einer Blockadeposition in einer Forderungsklasse . . . . .	517
dd) Unzulässigkeit der Blockade des gesamten Verfahrens . . . . .	517
ee) Ausübung extensiver Kontrolle über den Schuldner durch einen Nicht-Insider . . . . .	518

ff) Umgehung kreditvertraglicher Restriktionen zugelassener Forderungserwerber .....	518
2. Voraussetzung 2: Schädigung der Gläubiger oder Erlangung unfairen Vorteils .....	519
3. Voraussetzung 3: Subordination stünde in Einklang mit den Bestimmungen des Bankruptcy Code .....	520
IV. Fallstudie: In re LightSquared, Inc., 511 B. R. 253 (Bkrcty.S. D. N. Y. 2014) .	521
1. Sachverhalt .....	521
2. Inequitable conduct .....	524
3. Beeinträchtigung der übrigen Gläubiger des Schuldners .....	526
4. Grundlage einer Equitable Subordination bietet nicht zwingend auch Grundlage einer kumulativen Vote Designation .....	527
5. Würdigung .....	527
V. Verteilung der prozessualen Darlegungs- und Beweislast .....	529
VI. Folgen einer Equitable Subordination für das Credit Bidding (11 U. S. C. § 363(k)) .....	530

#### Teil IV: Vergleichende Betrachtungen und Reformüberlegungen ..... 533

A. <i>Vote Designation – Stimmrechtsausschlüsse im Anwendungsbereich     der InsO</i> .....	534
I. Status quo: Kein praktisches Bedürfnis zur Ausweitung des geltenden Systems von Stimmrechtsausschlüssen im deutschen Insolvenzverfahren ...	537
II. Rahmen der Untersuchung .....	540
III. Ausgangspunkt und Gegenstand der Untersuchung .....	541
IV. Gang der Untersuchung .....	542
V. Stimmrechtsschranken in der kollektiven Willensbildung der Gläubiger: Anerkannte Stimmrechtsausschlüsse im Gläubigerausschuss sowie der Gläubigerversammlung .....	543
1. Einheitlicher Anknüpfungspunkt: Interessenkonflikt aufgrund Selbstbetroffenheit und Verbot der Verfolgung verbandsfremder Sonderinteressen .....	545
2. Schwelle zum Interessenkonflikt aufgrund übermäßiger Selbstbetroffenheit und Prüfungsmaßstab .....	547
3. Stimmrechtsausschlüsse im Gläubigerausschuss .....	549
a) Konstitution des Gläubigerausschusses .....	549
b) Das Stimmrecht des Gläubigers als Ausschussmitglied .....	551
c) Reichweite und Fallgruppen anerkannter Stimmrechtsausschlüsse im Gläubigerausschuss .....	552
d) Rechtsfolgen und praktische Durchsetzung von Stimmrechtsausschlüssen im Gläubigerausschuss .....	554
4. Stimmrechtsausschlüsse in der Gläubigerversammlung .....	555

a)	Das Stimmrecht des Gläubigers in der Gläubigerversammlung . . . . .	556
b)	Reichweite und Fallgruppen anerkannter Stimmrechtsausschlüsse in der Gläubigerversammlung . . . . .	556
c)	Rechtsfolgen und praktische Durchsetzung von Stimmrechtsausschlüssen in der Gläubigerversammlung . . . . .	558
d)	Überprüfung von Beschlüssen der Gläubigerversammlung gemäß § 78 InsO . . . . .	560
aa)	Grundlagen der Beschlussprüfung gemäß § 78 Abs. 1 InsO . . . . .	560
bb)	Einordnung in das System der Überprüfung der Stimmrechtsausübung in der Gläubigerversammlung . . . . .	562
e)	Keine Anerkennung von Stimmrechtsausschlüssen für die Abstimmung über den Insolvenzplan . . . . .	563
5.	Stimmrechtsausschlüsse in Abstimmungen nach dem SchVG . . . . .	566
a)	Ruhensanordnung, § 6 Abs. 1 S. 2–4 SchVG . . . . .	566
b)	Stimmrechtsausschlüsse nach allgemeinen Grundsätzen . . . . .	567
c)	Stimmrechtsausschluss nach allgemeinen Grundsätzen bei Mehrfachbeteiligung in interessenmäßig konfligierenden Forderungstranchen . . . . .	569
6.	Fazit: Geltendes System der Überprüfung und Beschränkung der Stimmrechtsausübung durch Gläubiger unter der InsO sowie dem SchVG . . . . .	570
VI.	Überlegungen zur Fortentwicklung und Erweiterung des geltenden Systems von Stimmrechtsausschlüssen im deutschen Insolvenzverfahren . . .	572
1.	Leitgedanken einer Fortentwicklung des geltenden Rechts . . . . .	573
a)	Schutzgüter . . . . .	573
b)	Erweiterung auf die Abstimmung über den Insolvenzplan . . . . .	574
c)	Potenzielle Fallgruppen . . . . .	576
d)	Stimmrecht des Gläubigers als wertvollstes Beteiligungsrecht und Gebot restriktiver Handhabung . . . . .	577
2.	Keine Anerkennungsfähigkeit weiterreichender Stimmrechtsbeschränkungen de lege lata . . . . .	580
3.	Notwendigkeit einer gesetzlichen Neuregelung . . . . .	580
	<i>B. Equitable Subordination – insolvenzrechtliche Subordination aus Billigkeitsgründen . . . . .</i>	581
I.	Überblick: Subordination der Forderungen gesellschaftergleicher Dritter gemäß § 39 Abs. 1 Nr. 5 Alt. 2 InsO . . . . .	583
II.	Gang der Untersuchung . . . . .	584
III.	Entwicklung vom Eigenkapitalersatzrecht hin zum insolvenzrechtlichen Nachrang de lege lata . . . . .	585
IV.	Neue Entwicklungen mit der Entscheidung des OLG Frankfurt a. M., Urt. v. 8. 8. 2018 – 4 U 49/17 . . . . .	586
V.	Folgen des Nachrangs für den subordinierten Gläubiger . . . . .	587

VI.	Nachrang der Forderungen einflussstarker Kreditgeber als <i>gesellschaftergleiche Dritte</i> im Sinne von § 39 Abs. 1 Nr. 5 Alt. 2 InsO . . . . .	589
1.	Legitimationsgrundlage der Subordination und Normzweck des § 39 Abs. 1 Nr. 5 InsO . . . . .	590
a)	Finanzierungsfolgenverantwortung . . . . .	591
b)	Inanspruchnahme der Haftungsbeschränkung . . . . .	593
c)	Doppelrolle als Gesellschafter und Kreditgeber . . . . .	594
aa)	Gesellschaftergleichheit bei weitreichenden Einflussbefugnissen . . . . .	594
bb)	Gesellschaftergleichheit bei weitreichenden Informations- und Einflussbefugnissen . . . . .	595
cc)	Gesellschaftergleichheit bei Teilhabe an Vermögen und Ertrag . . . . .	595
2.	Leitlinien bei der Anwendung des § 39 Abs. 1 Nr. 5 Alt. 2 InsO auf die Forderungen aktivistischer Distressed-Debt-Investoren . . . . .	597
a)	Informationsvorsprung allein rechtfertigt keine Subordination. . . . .	597
b)	Beurteilung bei Anknüpfung an das unternehmerische Eigeninteresse . . . . .	598
c)	Einflussbefugnisse des Gläubigers gegenüber der Gesellschaft (BGH, Urt. v. 13. Juli 1992 – II ZR 251/91 = BGHZ 119, 191 – <i>atypischer Pfandgläubiger</i> ) . . . . .	599
aa)	Einflussnahme von Gläubigerseite in Falle des <i>atypischen Pfandgläubigers</i> . . . . .	599
bb)	Würdigung mit Blick auf das aktivistische Distressed-Debt-Investing sowie speziell das Loan-to-Own . . . . .	601
d)	Folgerungen nach der Entscheidung des OLG Frankfurt a. M., Urt. v. 8.8.2018 – 4 U 49/17 . . . . .	603
VII.	Vergleichende Betrachtung . . . . .	604
1.	Regelungsstruktur und Telos . . . . .	604
a)	Konzeption der Equitable Subordination (11 U. S. C. § 510(c)) . . . . .	604
b)	Gegenüberstellung der Konzeption der Nachrangregelung gemäß § 39 Abs. 1 Nr. 5 Alt. 2 InsO . . . . .	605
c)	Rangstellung von Gesellschafterdarlehen und Equitable Subordination bei Unterkapitalisierung unter dem Bankruptcy Code . . . . .	606
2.	Folgerungen mit Blick auf das Loan-to-Own . . . . .	607
3.	Zur Perspektive der Erweiterung der deutschen Nachrangregelung nach dem Vorbild der Equitable Subordination . . . . .	608
	Literaturverzeichnis . . . . .	611
	Stichwortverzeichnis . . . . .	641

## Einleitung

Blickt man heute auf die deutsche Restrukturierungslandschaft der 1990er Jahre zurück, so ist auf demselben Grund nur wenig Gemeinsames verblieben. Die finanzielle Krise eines Unternehmens wird nicht allein mehr mit Begriffen wie dem Konkurs oder der Zerschlagung assoziiert, die Gläubiger nicht mehr allein mit einer unfreiwilligen Schicksalsgemeinschaft Betroffener und durch die Krise Ge-einter. Vielmehr als einen temporären Rückzug des Unternehmens aus dem Markt bringt die Krise nunmehr zunehmend eine Hinwendung in dessen Richtung. Sie öffnet alten und neuen Beteiligten Türen vom, sowie auch auf das Spielfeld der Restrukturierung und verspricht auf allen Seiten vielfältige Opportunitäten. Bestimmen noch bis zum Ende der 2000er Jahre Rügen fehlender Sanierungsinstrumente, einer hoheitlichen Bevormundung der Beteiligten, sowie insgesamt fehlender Flexibilität und Sanierungstauglichkeit des deutschen Rechts die Diskussion, so sind diese Stimmen nunmehr weithin verstummt. Zwar schafft der deutsche Rechtsrahmen noch immer nicht die Rahmenbedingungen der anvisierten *corporate rescue culture* in gewünschtem Maße, die Wende ist jedoch eingeleitet und Reformbestrebungen der vergangenen Jahre brachten sukzessive Fortschritte. Aktuelle Bestrebungen folgen dem.

Mit der legislativen Flexibilisierung und Deregulierung der Krisenbewältigung rückten zugleich neue Felder in den Blickpunkt der Diskussion. Wo in der Vergangenheit noch ein starrer, unflexibler Regelungsrahmen kritisiert wurde, sieht man sich heute vielfach mit zunehmender Komplexität, Intransparenz, einer Heterogenisierung der Beteiligteninteressen sowie einer insgesamt prägenden Schnelllebigkeit des Restrukturierungsprozesses konfrontiert. Bei näherer Betrachtung fühlt man sich in vielen Facetten unweigerlich an die Restrukturierungslandschaft der USA erinnert.

Den historischen Ausgangspunkt dieser Entwicklungen bildet die auf dem US-amerikanischen Markt bereits früh gewonnene Erkenntnis, dass in der Forderung ein handelbares Gut liegt. Kündigt sich eine finanzielle Krise einer schuldnerischen Gesellschaft an oder ist diese bereits eingetreten, so entscheiden sich Finanzgläubiger angesichts der geminderten Bonität der Gesellschaft oftmals zu einer Veräußerung ihrer notleidenden Forderungen am Markt unter Inkaufnahme signifikanter Abschläge auf den Nominalwert.<sup>1</sup> So sehen sich insbesondere Kredit-

---

<sup>1</sup> Ausführlich sowie mit umfangreichen Nachweisen zu den nachfolgend erörterten Thematiken in den jeweiligen Abschnitten in den Teilen I–IV.

institute aufgrund der verschärften Eigenkapitalanforderungen nach Basel II und III<sup>2</sup> etwa regelmäßig zum Verkauf ihrer notleidenden Engagements gezwungen. Dies gilt gleichsam für institutionelle Investoren wie Versicherungen oder Pensionsfonds, welchen das Halten von Titeln im Sub-Investment Grade oftmals gesetzlich oder kraft ihrer Portfolioverwaltungsverträge untersagt ist.

Beflügelt durch den Ausbau der Kapitalmärkte sowie die verstärkte Nutzung dieser im Rahmen der Unternehmensfinanzierung hat sich so seit Beginn der 1980er Jahre, schwerpunktmäßig in den USA und Großbritannien, sowie seit Beginn der 2000er Jahre in Deutschland ein bedeutender Sekundärmarkt für *Distressed Debt* fest etabliert. Der europäische Markt für *Non-performing Loans* erreichte nach Jahren steten Wachstums im Jahr 2018 einen neuen Höchststand. Während der Branchendienstleister *Debtwire* im Jahr 2017 noch Veräußerungen notleidender Darlehen durch Primärgläubiger mit einem Nominalwert von 144 Mrd. € verzeichnete, so lag der Wert im vergangenen Jahr 2018 bereits bei rund 205 Mrd. €. <sup>3</sup> Weniger streng regulierten Investoren, insbesondere Hedgefonds, Private Equity Fonds und Investmentbanken eröffnet das *Claims Trading* nunmehr ein breites Angebot an Corporate Distressed Debt zum Erwerb am Sekundärmarkt und damit vielfältige Investitionsoportunitäten in deutschen Unternehmensrestrukturierungen.

Die Etablierung eines Handels von Schuldtiteln unternehmerischer Schuldner am Sekundärmarkt hat damit für Unternehmen letztlich eine Situation geschaffen, wie sie zuvor nur von der Eigenkapitalseite börsennotierter Gesellschaften bekannt war. Mit dem Handel umfangreicher Positionen auf der Fremdkapitalseite einer Gesellschaft vollzieht sich eine Integration derer Kapitalstruktur in den offenen Markt mit all dessen bekannten Folgen. Anders als zuvor liegt die Entscheidung über die Person, welcher eine wirtschaftliche Berechtigung am Unternehmensvermögen eingeräumt wird, nicht mehr allein in der Hand des Schuldners. Während für den Schuldner in Zeiten hinreichender Liquidität allein die Erfüllung dessen Tilgungs- und Zinszahlungsverpflichtungen sowie etwaiger Nebenpflichten von Bedeutung ist und er damit der konkreten Identität des Forderungsinhabers häufig indifferent gegenüberstehen kann, zeigen sich die weitreichenden Implikationen des Gläubigerwechsels in der Krise potenziell umso deutlicher. So werden mit der Leistungsstörung insbesondere im Bereich der Unternehmens- und Akquisitionsfinanzierung regelmäßig eine Reihe vertraglicher sowie allgemeiner gesetzlicher Gläubigerrechte akut. Eine der signifikantesten Erscheinungsformen dessen im Kontext des *Claims Trading* liegt in der Perspektive eines Gläubigers, sich an der Restrukturierung zu beteiligen und im Rahmen dessen mittels Debt-Equity-Swap oder Debt-Asset-Swap Beteiligungen an der restrukturierten schuld-

---

<sup>2</sup> Vorschriften des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht zur Sicherung einer angemessenen Eigenkapitalausstattung und Liquidität von Banken.

<sup>3</sup> *Debtwire*, European NPLs – FY 2018, S. 3: So verzeichnete der Branchendienstleister *Debtwire* am europäischen Markt im Jahr 2018 Verkäufe von *Non-performing Loans* durch Primärgläubiger in 142 Transaktionen mit einem Volumen von 205,2 Mrd. € Nominalwert.

nerischen Gesellschaft oder spezifische Vermögensgegenstände dieser (einschließlich Beteiligungen an Tochtergesellschaften) zu übernehmen. Erfolgt der Aufbau der Fremdkapitalposition („Loan-“) in der Kapitalstruktur der schuldnerischen Gesellschaft mit dieser Zielsetzung der Übernahme von Beteiligungen an der Gesellschaft oder von Vermögensgegenständen dieser („to-Own“), so fällt das Vorgehen unter den Sammelbegriff des Loan-to-Own für ein breites Spektrum an Investitionsstrategien und Vorgehensweisen dieser Art.<sup>4</sup> Die Vorgehensweise hat sich mittlerweile fest am deutschen Markt als Strategie zur Sanierung und Übernahme stark überschuldeter, jedoch im Kern fortführungswürdiger Gesellschaften etabliert.

Die Loan-to-Own-Konzeption einer mittelbaren, fremdkapitalbasierten Übernahme einer wirtschaftlichen Berechtigung an schuldnerischen Vermögenswerten ist dabei nicht strikt auf Beziehungen zwischen Subjekten des Privatrechts beschränkt, sondern kann in der Theorie vielmehr in sämtlichen Forderungsbeziehungen implementiert werden, deren Restrukturierung auf vertraglicher oder gesetzlicher Grundlage in Betracht kommt. Bemerkenswerte Entwicklungen sind etwa im Bereich staatlicher chinesischer Investitionen in Entwicklungsländern zu vernehmen. So zogen umfangreiche Investitionen des chinesischen Staates in Infrastruktur-Großprojekte in Entwicklungsländern im Rahmen des Projekts zur Errichtung des *Transport Corridor Europe-Caucasus-Asia* bzw. der *Neuen Seidenstraße* in den vergangenen Jahren die Aufmerksamkeit der Weltwirtschaft und Politik auf sich. Kontrovers wurde im Rahmen dessen insbesondere die Restrukturierung eines Engagements zur Finanzierung der Entwicklung des Hafens der Stadt Hambantota im Süden Sri Lankas (sog. Hambantota Port Development Project) diskutiert. So wurde dem zu diesem Zeitpunkt bereits stark verschuldeten Staat Sri Lanka unter dessen vormaliger Regierung unter Regierungschef Mahinda Rajapaksa im Jahr 2013 eine umfangreiche Finanzierung zum Ausbau der Infrastruktur des Hafens ausgereicht, wengleich Prognosen der Auslastung die Rentabilität und Finanzierungssicherheit des Projekts nicht gesichert sahen und auch andere Staaten (unter anderem etwa Indien) eine Finanzierung zuvor bereits abgelehnt hatten.<sup>5</sup> Nach Zahlungsausfällen und Monaten der Verhandlung wurde die Restrukturierung schließlich umgesetzt, indem dem chinesischen Staat im Jahr 2017 an dem strategisch bedeutsam gelegenen Hafen ein 99-jähriges Pachtrecht eingeräumt wurde.<sup>6</sup> Damit wurde in der Sache letztlich eine Restrukturierung mittels Debt-Asset-Swap vollzogen. Die Vorgehensweise wurde von vielen Seiten als Loan-to-Own-Strategie des chinesischen Staates als Teil eines geopolitischen Gesamtkonzepts wahrgenommen und teils scharf kritisiert.<sup>7</sup> Die Entwicklung verdeutlicht

---

<sup>4</sup> Eine Begriffsdefinition wird auf den S. 18 ff. formuliert.

<sup>5</sup> S. *New York Times*, Meldung v. 25.6.2018 – How China Got Sri Lanka to Cough Up a Port (online abrufbar).

<sup>6</sup> *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, Meldung v. 30.10.2018 – Wie China und Indien im Hintergrund die Strippen ziehen (online abrufbar); *New York Times*, Meldung v. 12.12.2017 – Sri Lanka, Struggling With Debt, Hands a Major Port to China (online abrufbar).

<sup>7</sup> S. etwa die Stellungnahme von *Ray Washburne*, dem Präsidenten und CEO der Overseas Private Investment Corporation (OPIC), einer Institution der US-amerikanischen Regierung zur Fi-

einmal mehr das Potenzial der Investition in Fremdkapitaltitel als Verfahren der Kontrollerlangung und die wachsende globale Bedeutung der häufig unter dem Stichwort Lender Control<sup>8</sup> diskutierten Thematik.

### A. Loan-to-Own im Gepräge des modernen deutschen Restrukturierungsrechts

Zeitgleich in etwa mit der Etablierung des deutschen Sekundärmarkts für Distressed Debt Mitte der 2000er Jahre begann auch das deutsche Restrukturierungsrecht einen grundlegenden Wandel zu durchleben. Die Entwicklungen legten letztlich gemeinsam das Fundament für die Entfaltung des Loan-to-Own in deutschen Unternehmensrestrukturierungen. Sogleich näher erörtert, lässt sich dieser Wandel der deutschen Restrukturierungslandschaft anhand vierer Motive charakterisieren: (i) der Stärkung der Gläubigerautonomie, (ii) der Flexibilisierung und Deregulierung der Krisenbewältigung, (iii) der Zurücksetzung von Obstruktionspotenzialen, sowie (iv) der Internationalisierung der Finanzierungs- und Restrukturierungspraxis. Geleitet durch all diese Effekte hat sich so schrittweise eine zunehmende Marktöffnung und -integration deutscher Unternehmensrestrukturierungen vollzogen, womit die schuldnerische Krise heute mehr denn je als Investitionsopportunität verstanden wird.

Nachdem mit der Ablösung des weitgehend funktionsunfähig gewordenen Konkurs- und Vergleichsrechts<sup>9</sup> durch die Einführung der Insolvenzordnung im Jahr 1999 bereits eine Zeitenwende für das deutsche Restrukturierungsrecht eingeläutet war, entschloss sich der deutsche Gesetzgeber zwischen 2009 und 2012 etappenweise zu einer weiteren Reformierung. Zu Beginn dieser Reformbestrebungen stand die Erkenntnis, dass das Recht in seiner damaligen Gestalt frühzeitige Sanierungen hinderte, die Gläubiger nicht hinreichend in die Sanierung einbezog, effektive Gestaltungsmittel für die Sanierung stellenweise fehlten und die Anfälligkeit gegenüber Berufsklägern die Prozesse oftmals um Monate oder gar Jahre hinauszögerte.<sup>10</sup> Insgesamt stand die deutsche Rechtsordnung sinnvollen Sanierungen damit häufig im Wege. Um schnelle, effektive und frühzeitige Sanierun-

---

finanzierung von Entwicklungsprojekten: „Their projects economically don’t make a lot of sense.“, „It’s a loan-to-own program the Chinese are doing.“, s. dazu *Wall Street Journal*, Meldung v. 31.8.2018 – To Counter China, U. S. Looks to Invest Billions More Overseas (online abrufbar); die Loan-to-Own Programme würden Staaten schaffen, welche von Fesseln aus Schulden gefangen seien („with shackles of debt around them“), die Taktik gipfeln in ökonomischer Kriegsführung („economic warfare“), zitiert nach *Financial Times*, Meldung v. 23.8.2018 – US to set up \$60bn agency to counter China in developing world (online abrufbar); zudem *Southern China Morning Post*, Meldung v. 13.9.2018 – China hasn’t changed belt and road’s ‚predatory overseas investment model‘, US official says (online abrufbar).

<sup>8</sup> Dazu aus dem internationalen Schrifttum etwa *Baird/Rasmussen*, 154 UPenn. L. Rev. 1209 (2006), 1209 ff.; s. zudem die Nachw. in Fußn. 307.

<sup>9</sup> Begr. RegE InsO, BT-Drs. 12/2443, unter A. Zielsetzung.

<sup>10</sup> S. nur RegE ESUG, BT-Drs. 17/5712, S. 1 f., eingehend auch auf den S. 235 ff.

gen zu begünstigen, wurde mit dem Inkrafttreten des ESUG<sup>11</sup> am 1. März 2012 insbesondere das Insolvenzplanverfahren entscheidenden Änderungen unterzogen. Maßgeblich war dabei unter anderem die Einsicht, dass die Zustimmung der Altgesellschafter zu sanierungsnotwendigen gesellschaftsrechtlichen Maßnahmen regelmäßig nur durch Zugeständnisse seitens der Gläubiger erkaufte werden konnte, welche weit außer Verhältnis zu dem geringen wirtschaftlichen Restwert der Beteiligungen standen. So wurden durch die Einbeziehung der Anteils- und Mitgliedschaftsrechte der Gesellschafter in den Insolvenzplan (§§ 217 S. 2, 225a Abs. 1, 3 InsO), die Stärkung der Gläubigerautonomie sowie den Abbau von Störpotenzialen im Rechtsschutzverfahren bedeutende Sanierungshindernisse abgebaut. Damit wurde wiederum ein zentrales Anliegen der Reform verwirklicht, den Debt-Equity-Swap als Sanierungsinstrument zu stärken<sup>12</sup> und zugleich ein Meilenstein in der Entwicklung des Loan-to-Own in deutschen Unternehmensrestrukturierungen gesetzt.

Das reformierte Insolvenzplanverfahren ermöglicht wandlungswilligen Investoren heute die Durchführung eines Debt-Equity-Swap oder Debt-Asset-Swap ohne das Erfordernis einer konsensualen Einigung mit den Altgesellschaftern und stärkt damit zugleich deren Verhandlungsposition als sanierungswillige Gläubiger im vorinsolvenzlichen Bereich. Einen maßgebenden Beitrag zur Etablierung des Debt-Equity-Swap als Sanierungsinstrument hat in den vergangenen Jahren insbesondere auch die zunehmende Sophistizierung des Loan-to-Own auf dem deutschen Markt geleistet. So fehlt es auf Seiten konventioneller Gläubigergruppen nicht selten an einem Interesse an dem Erhalt von Eigenkapitalbeteiligungen an der restrukturierten Gesellschaft und damit an der Bereitschaft, die gehaltene Forderungsposition im Gegenzug aufzugeben und damit zur anvisierten Entschuldungsmaßnahme beizutragen. Die Eignung des Instruments zur Insolvenzbewältigung sowie zur bilanziellen Sanierung wurde schließlich in den vergangenen Jahren in einer Reihe von Restrukturierungsverfahren unter maßgeblicher Führung von Loan-to-Own-Investoren unter Beweis gestellt, wobei insbesondere die Restrukturierungen in Sachen *Pfleiderer* (2012) sowie *IVG Immobilien* (2014) ein hohes Maß an öffentlicher Aufmerksamkeit erfahren haben.

Im Bereich des Schuldverschreibungsrechts wurde mit dem SchVG von 2009<sup>13</sup> zudem erstmals ein Regime zur effektiven vorinsolvenzlichen Restrukturierung notleidender Finanzinstrumente eingeführt. Die Regelungen ermöglichen in Gestalt eines Opt-in für Collective-Action-Clauses den konsensbasierten Eingriff in Gläubigerrechte durch Instrumente wie den Haircut und sanierende Debt-Equity-Swaps<sup>14</sup> bei der Restrukturierung notleidender Schuldverschreibungen. Mit der

<sup>11</sup> Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen (ESUG) v. 7.12.2011, BGBl. I 2011, S. 2582.

<sup>12</sup> Begr. RegE ESUG, BT-Drs. 17/5712, S. 18, 31 f.

<sup>13</sup> Gesetz über Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen (Schuldverschreibungsgesetz – SchVG) v. 31. Juli 2009 (BGBl. I 2009 S. 2512).

<sup>14</sup> Zum Katalog möglicher Maßnahmen s. § 5 Abs. 3 S. 1 SchVG.

flankierenden Einführung des Freigabeverfahrens im schuldverschreibungsrechtlichen Rechtsschutzsystem (§ 20 Abs. 4 SchVG, § 246a AktG) wurde letztlich ein deutlicher Wandel zwecks Abbau von Blockadepotenzialen in der Sanierung vollzogen.<sup>15</sup>

Eine zentrale Entwicklung für Unternehmensrestrukturierungen sowie auch das Loan-to-Own in Deutschland brachte schließlich die zunehmende Internationalisierung der deutschen Restrukturierungspraxis. So hat sich in den vergangenen Jahren etwa das Scheme of Arrangement Verfahren (Sec. 895–901 Companies Act 2006) nach dem Recht des Vereinigten Königreichs fest als Verfahren der außerinsolvenzlichen Sanierung deutscher Unternehmen etabliert. Erfolgreiche Loan-to-Own-Transaktionen unter Nutzung des solvent Scheme of Arrangement, zu Teilen in Kombination mit dem englischen Insolvenzverfahren in Gestalt der Administration, haben dabei eine Reihe bedeutender Entwicklungen mit sich gebracht. So sind die Entscheidungen des englischen High Court in den Verfahren *Tele Columbus* (2010), *Rodenstock* (2011), *Primacom* (2012), *Monier* (2014) sowie *APCOA* (2014) für die deutsche Restrukturierungspraxis in dem Bereich noch immer richtungsweisend. Gleichsam von ganz zentraler Bedeutung, wenn auch in der wissenschaftlichen Diskussion im Bereich des Loan-to-Own in Deutschland noch immer wenig beleuchtet, hat sich im Feld des Loan-to-Own die Restrukturierung mittels Verwertung von Pfandrechten an Gesellschaftsanteilen des Schuldners, dessen operativer Tochtergesellschaften oder weiterer Konzerngesellschaften (etwa Holdinggesellschaften), sog. *Share Pledge Enforcement*, als Variante des Debt-Equity-Swap etabliert. Der Restrukturierungspraxis bietet das Vorgehen eine wertvolle Möglichkeit, Blockadepositionen obstruierender Altgesellschafter zu überwinden und gegebenenfalls auch unter Kontrollwechsel eine Finanzrestrukturierung einzuleiten. Nachdem das aus dem 19. Jahrhundert stammende und weitgehend auf die Verwertung von Pfandrechten an Sachen zugeschnittene deutsche Recht der Pfandverwertung (§§ 1277 Hs. 2, 1233 ff. BGB) sich als praktisch untauglich zur Verwertung verpfändeter Gesellschaftsanteile erwiesen hat, bildet nunmehr erforderlichenfalls der Gang über das luxemburgische Recht mittels Vollstreckung in luxemburgische Holdinggesellschaften der Zielgruppe häufig die Variante der Wahl. Da die Finanzierung mittels Konsortialkredit unter Geltung englischen Rechts sowie die Besicherung mit Pfandrechten an Gesellschaftsanteilen mittlerweile zum Kern der deutschen Praxis der Unternehmens- und Akquisitionsfinanzierung zählen, sind die Verfahrensweisen zur finanziellen Restrukturierung nach internationalem Recht heute relevanter denn je.

Damit seien einleitend nur einige zentrale aus der Fülle denkbarer Verfahrensvarianten zur Verfolgung von Loan-to-Own-Strategien angesprochen, deren Vielfalt wiederum um eine Reihe denkbarer Gestaltungsvarianten in der praktischen Umsetzung erweitert wird. Eben dieses breite Spektrum möglicher Erscheinungsformen gepaart mit der für Unternehmensrestrukturierungen klassischen Beweg-

---

<sup>15</sup> S. RegE SchVG 2009, BT-Drs. 16/12814, S. 26.

lichkeit und Interdependenz aller Faktoren verleiht dem Loan-to-Own dessen Gepräge. Die Untersuchungen im zweiten Teil werden dies verdeutlichen.

## B. Schöne neue Sanierungswelt – Die Gläubiger okkupieren die Burg?

Nachdem das Loan-to-Own in Deutschland Anfang der 2000er Jahre noch als wenig beachtete Randerscheinung einzuordnen war, bildet es heute zunehmend ein prägendes Element der deutschen Sanierungslandschaft.<sup>16</sup> So wurde das konventionelle Verständnis maßgebender Stakeholdergruppen in der Restrukturierung (Schuldner, Gläubiger, Verwalter, Arbeitnehmer, Zulieferer usw.) mittlerweile in den oberen Marktsegmenten (mittelgroße und große Unternehmen) um Distressed-Debt-Investoren erweitert. Die Investoren nehmen nunmehr in größeren Unternehmensrestrukturierungen zunehmend eine zentrale Rolle in der Verhandlung des Restrukturierungskonzepts ein und dienen nicht selten als zentraler Ansprechpartner im Verfahren. Hat ein mittelgroßes oder großes schuldnerisches Unternehmen mit hohem Verschuldungsgrad und fortführungswürdigem Kern eine Kapitalmarktfinanzierung (insbesondere Anleihen, Schuldscheindarlehen usw.) oder jedenfalls kapitalmarktnahe Finanzierung (z. B. syndizierter Kredit) ausgereicht, ist mittlerweile regelmäßig mit einer jedenfalls punktuellen Beteiligung von Distressed-Debt-Investoren an der Restrukturierung zu rechnen.

So ist es bezeichnend für diese Entwicklung, dass in den vergangenen Jahren eine Reihe mittelgroßer und großer Unternehmensrestrukturierungen in Deutschland unter maßgebender Führung von Loan-to-Own-Investoren geführt wurde, etwa in den Fällen *Treofan* (2005), *Ihr Platz* (2006), *Kiekert* (2006), *Honsel* (2009), *Monier* (2009), *Almatis* (2010), *Bavaria Yachtbau* (2010), *Stabilus* (2010), *Tele Columbus* (2010), *Conergy* (2011), *Rodenstock* (2011), *Klöckner Pentaplast* (2012), *Pfleiderer* (2012), *Primacom* (2012), *Q-Cells* (2012), *centrotherm photovoltaics* (2013), *SolarWorld* (2013), *APCOA* (2014), *IVG Immobilien* (2014), *Walther Services* (2014), *A. T. U.* (2016), *Singulus* (2016) und *Jack Wolfskin* (2017).<sup>17</sup>

Bei der fortschreitenden Etablierung des Loan-to-Own in deutschen Unternehmensrestrukturierungen handelt es sich um eine Entwicklung, welche in dieser Art nicht in den geltenden restrukturierungsrechtlichen Regimen reflektiert ist und zur Zeit derer Ausarbeitung nicht in selbem Maße präsent war. So ist das Verhaltensmuster des Erwerbs von Forderungen gegen den Schuldner und anschließendem Beitritt zum Restrukturierungsprozess mit der Zielrichtung einer Übernahme der Beteiligungen an der schuldnerischen Gruppe oder bestimmter Vermögensgegen-

---

<sup>16</sup> Krit. K. Schmidt, ZIP 2012, 2085 ff. (Titel des Beitrags: „Schöne neue Sanierungswelt: Die Gläubiger okkupieren die Burg!“).

<sup>17</sup> Jahreszahlen jeweils nach Abschluss der finanziellen Restrukturierung und damit des Kontrollwechsels; Details zu den Verfahren und Nachweise jeweils im weiteren Verlauf in den Teilen I und II.

stände dieser in den geltenden Kodifikationen nicht angelegt. Nicht zuletzt deshalb werden fremdkapitalbasierte Übernahmestrategien in deutschen Unternehmensrestrukturierungen zuweilen mit einem Störgefühl wahrgenommen.

Die Untersuchungen des Loan-to-Own im zweiten Teil werden hingegen verdeutlichen, dass eine Bewertung der Thematik ohne eingehende Auseinandersetzung mit den diversen Facetten fremdkapitalbasierter Übernahmestrategien im Gesamtgefüge deutscher Unternehmensrestrukturierungen nicht sachgerecht ist. So gilt es auch das Loan-to-Own als spezifische Variante dessen zuverordnen unter dem Blickwinkel der finanziellen Restrukturierung einer notleidenden Gesellschaft mittels Debt-Equity-Swap zu betrachten. Detailfragen der Rechtsanwendung, der Einflussgewichte und der Schutzgewähr im Verfahren sowie rechtspolitische Erwägungen sind einer differenzierten und durch die Realität der Restrukturierungspraxis geleiteten Betrachtung nachzuordnen. So kann auch nach eingehendem Studium der Rechtslage und der Situation am deutschen Markt für das Loan-to-Own kein breites Aufkommen gezielt taktisch disruptiver, aktivistischer Distressed-Debt-Investitionsstrategien verzeichnet werden, welche einer ausgewogenen Sanierungskultur abträglich sind oder weitreichende, Loan-to-Own spezifische Missbrauchspotenziale zulasten einzelner Beteiligter eröffnen. Vielmehr gilt es im Dienste einer differenzierten und reflektierten Auseinandersetzung mit der Thematik ein offenes Auge für die vielfältigen positiven Implikationen der Beteiligung restrukturierungserfahrener und -williger sowie zugleich finanzstarker Akteure in der Krisenbewältigung zu wahren.

So hat die zunehmende Beteiligung von Distressed-Debt- und auch speziell Loan-to-Own-Investoren in deutschen Unternehmensrestrukturierungen vielmehr auch eine Reihe positiver Effekte für den Sanierungsstandort Deutschland mit sich gebracht. Nachdem sich Kreditinstitute aufgrund verschärfter aufsichtsrechtlicher Anforderungen zunehmend aus dem Feld der Fortführungsfinanzierung zurückgezogen haben, schließen nunmehr nicht selten auch investierte Finanzinvestoren diese Lücke und leisten mit der Bereitstellung sanierungsnotwendiger Liquidität einen wertvollen Beitrag zum Gelingen von Unternehmenssanierungen. Ferner konnte sich mit der zunehmenden Sophistizierung auf Investorenmehrheit auch der Debt-Equity-Swap dem gesetzgeberischen Bestreben entsprechend fest als taugliches Sanierungsinstrument etablieren. Dass der Debt-Equity-Swap dabei Gläubigern eine Perspektive zur Erlangung gesellschaftsrechtlichen Einflusses auf die restrukturierte Gesellschaft eröffnet, war etwa auch in den Reformgedanken des ESUG ausdrücklich angelegt.<sup>18</sup> Durch eine Organisation und Bündelung der Gläubigerinteressen tragen Distressed-Debt-Investoren häufig zu einer effizienten Krisenbewältigung und damit letztlich zu einer wertmaximierenden Verwertung des Schuldnervermögens im Interesse aller bei.

---

<sup>18</sup> S. Begr. RegE ESUG, BT-Drs. 17/5712, S. 31.

### C. Sanierungskultur und neue Herausforderungen in Zeiten des Distressed-Debt-Investing

Dennoch stellt die zunehmende Präsenz des Distressed-Debt-Investing sowie speziell auch des Loan-to-Own in deutschen Unternehmensrestrukturierungen das Recht vor neue Herausforderungen. Kern dessen ist hingegen nicht eine festzustellende Umgehung geltender Vorschriften des Übernahmerechts, sondern vielmehr der weitreichende Wandel traditioneller Verhaltensmuster. Es zeichnet sich mit den aktuellen Entwicklungen zunehmend ein grundlegender Wandel in der deutschen Sanierungskultur ab. Stakeholderstrukturen in größeren Unternehmensrestrukturierungen werden regemäßig nicht mehr durch eine Gruppe interessenmäßig weitgehend homogener Altgläubiger gebildet, sondern sind vielmehr durch ein zunehmend heterogenes und vielschichtiges Kollektiv von Gläubigerinteressen geprägt. Der Restrukturierungsprozess entwickelt sich umso mehr vom vorübergehenden, partiellen Rückzug des Unternehmens aus dem Markt zum Zwecke der internen Restrukturierung zu einem Markt für vielfältige Distressed-Debt-Investitionsopportunitäten. Intensiver als zuvor wirken nunmehr Marktkräfte auf jeden Bereich des Restrukturierungsprozesses ein, womit das Distressed-Debt-Investing Unternehmensrestrukturierungen in Deutschland eine neue Facette verliehen hat.

Wenngleich das aktive Distressed-Debt-Investing sowie auch das Loan-to-Own zunehmend die deutsche Restrukturierungslandschaft prägen, erfährt der Bereich sowohl in der Wissenschaft sowie auch von Seiten der Politik noch immer wenig Aufmerksamkeit. Dies verdeutlichte jüngst auch der Abschlussbericht der Evaluierung des ESUG, in welchem die Präsenz von Distressed-Debt-Investoren und auch des Loan-to-Own in deutschen Unternehmensrestrukturierungen nur punktuell und als Randnotiz Erwähnung fand.<sup>19</sup> Zwar hat die Thematik bereits Anfang der 2000er Jahre Eingang in die juristische Literatur gefunden<sup>20</sup>; wissenschaftliche Auseinandersetzungen mit dem Feld bleiben jedoch weiterhin vereinzelt. Eingehende Untersuchungen des Loan-to-Own von Seiten der deutschen Literatur fehlen bis dato vollständig. Dabei handelt es sich beim Distressed-Debt-Investing hingegen nicht um ein vorübergehendes Phänomen. Vielmehr ist von einer dauerhaften Verwurzelung dessen in der deutschen Sanierungslandschaft auszugehen. So gaben im Jahr 2018 bei einer Befragung durch den Branchendienstleister *Debtwire* 75% der befragten Distressed-Debt-Investoren an, im Jahr 2019 bevorzugt kontrollorientierte Loan-to-Own-Strategien auf dem europäischen Markt verfolgen zu wollen.<sup>21</sup> Darüber hinaus neigen sich die vergangenen Jahre historisch

<sup>19</sup> S. *Jacoby/Madaus/Sack/Schmidt/Thole*, Evaluierung ESUG (2018), S. 171 f., 173, 181, 273, 276.

<sup>20</sup> S. etwa *Kestler/Striegel/Jesch*, NZI 2005, 417 (418); von *Sydow/Beyer*, AG 2005, 635 (635); *Himmelsbach/Achsnick*, NZI 2006, 561 ff.

<sup>21</sup> *Debtwire*, European Distressed Debt Market Outlook 2019, S. 42; historische Werte nach der *Debtwire* Befragung in den Jahren: 2014 (85%), 2015 (74%), 2016 (74%), 2017 (52%), 2018 (75%), Nachw. ebd.

niedriger Fremdkapitalzinsen und stetigen konjunkturellen Aufschwungs absehbar ihrem Ende zu, womit in naher Zukunft mit erschwerenden Bedingungen zur Refinanzierung der aktuell hohen Fremdfinanzierungsvolumina und damit wiederum mit erhöhten Ausfallraten in der deutschen Unternehmensfinanzierung zu rechnen ist. Zudem brachten auch vergangene Hochphasen des Leveraged Buyout in den Jahren 1998–1999 sowie 2005–2007 in einem anschließenden konjunkturellen Abschwung traditionell eine Reihe überschuldeter, jedoch im Kern gesunder Unternehmen und damit für Loan-to-Own-Investoren attraktiver Zielgesellschaften hervor. Die signifikante Aktivität am M&A Markt der vergangenen Jahre gepaart mit weit angestiegenen Fremdfinanzierungsquoten und geringer Covenant-Ausstattung verspricht für die Zukunft eine vergleichbare Entwicklung. Für den Bereich des Distressed-Debt-Investing sowie das Loan-to-Own lässt dies wiederum eine signifikante Zunahme an Investitionsoportunitäten am Markt und damit einen gesteigerten Stellenwert des Loan-to-Own für Praxis und Rechtswissenschaft erwarten. Umso vielversprechender ist deshalb eine eingehende Auseinandersetzung mit dem Loan-to-Own unter deutschem Recht.

Schließlich spiegelt die bisherige Auseinandersetzung mit dem Loan-to-Own auch nicht all dessen Facetten wieder und erfasst damit nicht dessen Wesen vollends. Vielmehr lassen sich bisher zwei distinktive Strömungen in der Literatur unterscheiden. Dabei steht am einen Ende des Spektrums zunächst eine kritische Betrachtung des Loan-to-Own im Vordergrund: So wird im Loan-to-Own verbreitet ein neuartiger Typus von Unternehmensübernahmen gesehen, welche außerhalb des für eigenkapitalbasierte Unternehmensübernahmen geschaffenen und damit „außerhalb sämtlicher dort vorgesehener Schutz- und Kontrollmechanismen vonstatten gehen“.<sup>22</sup> Dem geltenden Recht werden im Bereich dessen Nutzung zur Verfolgung von Loan-to-Own-Strategien zuweilen signifikante Macht- und Informationsgefälle unter Distressed-Debt-Investoren und strukturell schwächeren Beteiligungsgruppen attestiert. Gesprochen wird von einer *Okkupation* der schuldenrischen Gesellschaft durch die Gläubiger<sup>23</sup>, von einer *Ausnutzung* der neuen Instrumente des Insolvenzplanverfahrens<sup>24</sup>, gar von einer *waffenartigen Verwendung* finanzieller Instrumente beim Loan-to-Own<sup>25</sup>. Dabei steht zu Teilen wiederum die Forderung nach einem regulierenden Eingriff des Gesetzgebers im Vordergrund, wobei Potenziale maßgeblich in einer Einführung von Transparenzvorschriften und Offenlegungspflichten auf Gläubigerseite gesehen werden.<sup>26</sup>

---

<sup>22</sup> Paulus, ZRP 2018, 151 (152); das spezifische Zitat ist an dieser Stelle rein exemplarisch und steht vielmehr für eine nachfolgend näher erläuterte Strömung in der Einordnung des Loan-to-Own innerhalb der deutschen Rechtswissenschaft; Nachw. zur analogen Diskussion in der US-amerikanischen Rechtswissenschaft in Fußn. 17 (Teil III).

<sup>23</sup> K. Schmidt, ZIP 2012, 2085 ff.

<sup>24</sup> Brinkmann, WM 2017, 1033 (1033).

<sup>25</sup> Paulus, ZRP 2018, 151 (152) unter Bezugnahme auf den Terminus der *weaponization of financial instruments*.

<sup>26</sup> S. insb. Brinkmann, WM 2017, 1033 ff.; Florstedt, ZIP 2015, 2345 ff.; ferner Bücken/Petersen, ZGR 2013, 802 ff.

## Stichwortverzeichnis

- Absolute Priority Rule
  - Chapter 11 Verfahren 399 f.
  - New Value Exception 400 f.
  - Präventiver Restrukturierungsrahmen 349 f.
- Bankruptcy Rule 2019
  - Adressatenkreis der Offenlegungspflicht 457–459
  - Bedeutung der Offenlegungspflicht im Chapter 11 Verfahren 465–472
  - Offenlegungspflichtige Informationen 460–462
  - Rechtsfolgen bei Nichterfüllung 464
  - Zeitlicher Bezugspunkt der Verpflichtung zur Offenlegung 462–464
- Claims Trading
  - Anreizrelevante Aspekte 82–84
  - Europäischer Markt 2
  - Gehandelte Forderungstypen und ihre Bedeutung für das Loan-to-Own 92–106
  - Implikationen für Unternehmensrestrukturierungen 85–92
  - Nichtigkeit eines Forderungskaufs als verbotener Stimmkauf gemäß § 226 Abs. 3 InsO 260–265
- Covenants
  - Bedeutung für das Loan-to-Own 73–80
  - Financial Covenants 76
  - Kontrollvermittelnde Bestimmungen in DIP-Finanzierungen 388–391
  - Kreditgeber als gesellschaftergleicher Dritter gemäß § 39 Abs. 1 Nr. 5 Alt. 2 InsO 596
  - Reporting Covenants 75 f.
- Credit Bidding
  - Asset Sale gemäß 11 U. S. C. § 363(b) 381 ff.
  - Gerichtliche Beschränkung gemäß 11 U. S. C. § 363(k) 485 ff.
  - Loan-to-Own im 363sale 479 ff.
  - Übertragende Sanierung im Regelinsolvenzverfahren 230
- Debt-Asset-Swap
  - Chapter 11 Verfahren 373
  - Konsensualer Debt-Asset-Swap gegen Verzicht auf Kredite 176–181
  - Übertragende Sanierung im Regelinsolvenzverfahren 228–235
  - Variante des Loan-to-Own 72 f.
- Debt-Equity-Swap
  - Anleiherestrukturierung im Insolvenzplanverfahren 302–304
  - Außerinsolvenzliche Anleiherestrukturierung nach dem SchVG 285–300
  - Einziehung von Gesellschaftsanteilen im Insolvenzplanverfahren 246 f.
  - Kapitalschnitt im Insolvenzplanverfahren 238–246
- Debt Recharacterization
  - Reklassifizierung von Fremd- als Eigenkapital unter dem US Bankruptcy Code 501–503
- Differenzhaftung
  - Debt-Equity-Swap in der Anleiherestrukturierung unter dem SchVG 289
  - Gesellschaftsrechtlicher Kapitalschnitt 159–162
  - Insolvenzplanverfahren 240
- DIP-Financing
  - Fortführungsfinanzierung des eigenverwaltenden Schuldners als Loan-to-Own-Strategie im Chapter 11 Verfahren 383–386
  - Gesetzliche Privilegierung unter dem US Bankruptcy Code 386 f.

- Kontrollvermittelnde Bestimmungen 388–391
- Eigenverwaltung
  - Bedeutung für das Loan-to-Own im Insolvenzplanverfahren 272–281
- Equitable Subordination
  - Folgen für das Credit Bidding 530 f.
  - Inequitable conduct 505–519
  - Insiders and fiduciaries 507–514
  - Instrument gerichtlicher Kontrolle unter dem US Bankruptcy Code 497–500
  - Rechtsvergleichende Betrachtungen mit dem deutschen Recht 581–583, 604–610
  - Schutzzweck 500 f.
- Faktische Geschäftsführung
  - Gesellschaftsrechtlicher Kapitalschnitt 162–165
- Freigabeklauseln
  - Erlass von Junior-Verbindlichkeiten beim Share Pledge Enforcement 190–192
- Fulcrum Security
  - Erwerb als Gestaltungsvariante des Loan-to-Own im Chapter 11 Verfahren 379
  - Grundlagen 66–71
  - Stimmgewicht im Chapter 11 Verfahren 393 f.
- Gruppenbildung
  - Mehrheitsorientierte Gruppenbildung im Chapter 11 Verfahren 394 f.
  - Mehrheitsorientierte Gruppenbildung im Insolvenzplanverfahren 256–259
- Insolvenzplan
  - Pre packed-Insolvenzplan und pre arranged-Insolvenzplan 252–255
- Insolvenzplanverfahren
  - Abstimmung und Mehrheitsbeschaffung 255–265
  - Einflussnahme auf die Plangestaltung durch einen Loan-to-Own-Investor 248–252
  - Nutzung zur Verfolgung von Loan-to-Own-Strategien 235–237
- Verfahrensvarianten 237 f.
- Kapitalschnitt
  - Bezugsrechtsausschluss bei der Sachkapitalerhöhung 114–128
  - Stimmrechtsbindung 167–173
  - Variante des Debt-Equity-Swap 107 f.
- Loan-to-Own
  - Begriffsdefinition 18–20
  - Investitionshypothese 33–37
  - Typisierung – Loan-to-Own-Investoren 28–33
  - Zielgesellschaften 38–43
- Mehrfachbeteiligungen
  - In re Adelphia Communications Corp. 438–443
  - Stimmrechtsausschluss nach dem SchVG 569 f.
  - Vote Designation im Chapter 11 Verfahren 416 f.
- Präventiver Restrukturierungsrahmen
  - Verfahrensvariante des Loan-to-Own – Ausblick 341–344, 352–359
- Sanierungsgeschäftsführer (CRO)
  - Bedeutung für das Loan-to-Own im Chapter 11 Verfahren 385
  - Bedeutung für das Loan-to-Own im Insolvenzplanverfahren 280 f.
  - Insolvenzzrechtliche Subordination aktivistischer Distressed-Debt-Investoren 603
- Scheme of Arrangement
  - Anerkennung der Rechtsfolgen durch deutsche Gerichte 323–329
  - Bedeutung für das Loan-to-Own in Deutschland 304–308
  - De facto-Cram Down 335–337
  - Internationale Zuständigkeit englischer Gerichte 313–323
  - Sanierung mittels Scheme of Arrangement 308–313
- Schlechterstellungsverbot
  - Best interests of creditors test im Chapter 11 Verfahren 402 f.

- Manipulationsanfälligkeit von Vergleichsrechnungen 270–272
- Obstruktionsverbot 265–272
- Share Pledge Enforcement
  - Deutsches Recht 193–213
  - Luxemburgisches Recht 192 f.
  - Variante des Loan-to-Own 181–184
- Stalking horse-Bieter
  - Credit Bidding 481
  - 363sale 392, 478, 484
- Stimmrechtsausschlüsse
  - Abstimmungen nach dem SchVG 566–570
  - Fortentwicklung für das deutsche Insolvenzverfahren 572–581
  - Gläubigerausschuss 549–555
  - Gläubigerversammlung 555–560
- Subordination
  - Aktivistische Distressed-Debt-Investoren unter der InsO 597–604
  - Atypischer Pfandgläubiger 599–604
  - Eigenkapitalersatzrecht 585
- Kreditgeber als gesellschaftergleiche Dritte im Sinne des § 39 Abs. 1 Nr. 5 Alt. 2 InsO 589–596
- Unternehmensbewertung
  - Methoden 50–56
  - Konsensbasierte Unternehmensbewertung im Chapter 11 Verfahren 402
  - Strategische Unternehmensbewertung 56–63
- US Bankruptcy Code
  - Überblick über das Insolvenzrecht der USA 370 f.
- Vote Designation
  - Fallstudien 421–452
  - Genuines Gläubigerinteresse 406 f.
  - Good faith-Begriff 406–421
  - Rechtsvergleichende Betrachtungen mit dem deutschen Recht 534–537, 572–581
  - Fallgruppen 452 f.