

# Vorinsolvenzliche Restrukturierung durch Kapitalmaßnahmen in Österreich, Deutschland und den USA

## Die neue Restrukturierungsordnung im Kontext internationaler Reformbestrebungen

ZfRV 2022/4

ReO;  
RIRUG;  
RIRL;  
IO;  
InsO;  
ESUG;  
StaRUG;  
United States  
Code;  
Title 11 (Bank-  
ruptcy)

Insolvenz;

Restrukturierung;

Restrukturierungsrichtlinie;

debt-equity-  
swap;

Kapitalschnitt;

cram-down;

absolute priority  
rule;

übertragende  
Sanierung;

Chapter 11;

distressed debt  
trading;

schuldenbasierte  
Übernahme

Die Restrukturierungsordnung ist am 17. 7. 2021 als österreichische Umsetzung der Restrukturierungs- und Insolvenz-Richtlinie in Kraft getreten. Das Desiderat der heimischen Sanierungspraktiker, zwangskollektiv in die Organisationsstruktur von Unternehmen einzugreifen, wie es nach US-amerikanischem und deutschem Insolvenzrecht möglich ist, ist (leider) nicht in das Gesetz aufgenommen worden. In diesem Beitrag wird die ReO der deutschen Richtlinienumsetzung (StaRUG) und dem US-amerikanischen Chapter-11-Verfahren gegenübergestellt und verglichen, wie die Rechtsordnungen den systemimmanenten Konflikt zwischen Gläubigern und Anteilseignern zu lösen und den Fortführungswert von Krisenunternehmen zu heben versuchen.

Von Karl Wörle

### Inhaltsübersicht:

- A. Einleitung
- B. USA: Kapitalmaßnahmen unter dem Chapter-11-Verfahren
  1. Überblick und geschichtlicher Hintergrund
  2. Verfahrensablauf
  3. Reformdiskussion um das Chapter-11-Verfahren
    - a) Absolute priority rule
    - b) Distressed debt trading und schuldenbasierte Übernahmen
- C. Die EU-Restrukturierungs-RL
- D. Österreichische Restrukturierungsordnung
  1. Überblick und Verfahrensablauf
  2. Sanierungsbeitrag der Gesellschafter?
- E. Deutschland: Kapitalmaßnahmen unter dem Insolvenzplan- und Restrukturierungsverfahren
  1. ESUG
  2. StaRUG
- F. Bewertung der unterschiedlichen Ansätze
  1. Rechtsträgersanierung sinnvoll oder gar notwendig?
  2. Vorteile gegenüber übertragender Sanierung
- G. Zusammenfassung und Thesen

### A. Einleitung

Die Restrukturierungsordnung (ReO) ist als österreichische Umsetzung der EU-Restrukturierungs- und Insolvenz-Richtlinie<sup>1)</sup> (RIRL) am 17. 7. 2021 in Kraft getreten.<sup>2)</sup> Bestandsfähigen Unternehmen soll die Fort-

setzung ihres Betriebs ermöglicht und ihnen durch volle Entschuldung eine zweite Chance gegeben werden.<sup>3)</sup> Die RIRL stellt dazu einen sog Restrukturierungsrahmen bereit, in dem in einem vorinsolvenzlichen Verfahren Unternehmenskrisen bewältigt werden sollen. Dies hat – gerade nach der Corona-Krise – beträchtliche praktische Relevanz. Häufig hat man es in der Sanierungspraxis mit Unternehmen zu tun, die sich in einer Krise befinden, aber noch nicht zahlungsfähig sind. Man versucht, sich mit einer außergerichtlichen, freien Sanierung zu behelfen, wobei der „stille Ausgleich“ der Zustimmung aller Beteiligten bedarf und deshalb häufig scheitert (ökonomisch spricht man vom Holdout-Problem).<sup>4)</sup> Das Sanierungsverfahren nach den §§ 140ff IO mit seinem Stigma und ent-

1) RL (EU) 2019/1023 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 20. 6. 2019 über präventive Restrukturierungsrahmen, über Entschuldung und über Tätigkeitsverbote sowie über Maßnahmen zur Steigerung der Effizienz von Restrukturierungs-, Insolvenz- und Entschuldungsverfahren und zur Änderung der RL (EU) 2017/1132, ABl L 2019/172, 18.

2) Bundesgesetz, mit dem zur Umsetzung der Richtlinie über Restrukturierung und Insolvenz ein Bundesgesetz über die Restrukturierung von Unternehmen geschaffen wird sowie die Insolvenzordnung, das Gerichtsgebührengesetz, das Gerichtliche Einbringungsgesetz, das Rechtsanwaltsstarifgesetz und die Exekutionsordnung geändert werden (Restrukturierungs- und Insolvenz-Richtlinie-Umsetzungsgesetz – RIRUG), BGBl I 2021/147; 347/BNR; AB 981; RV 950 BlgNR 27. GP 96/ME.

3) Siehe ErwGr 1 und 2 RIRL. Präventive Restrukturierungsrahmen sollten darüber hinaus dem Aufbau notleidender Kredite vorbeugen (ErwGr 3 RIRL).

4) Die Schwierigkeiten der freien Sanierung zeigen auch statistische Erhebungen; s Mayr, Die außergerichtliche Sanierung in der Unternehmenspraxis – Abschlussbericht einer empirischen Erhebung in Österreich (2015) 10. In der Praxis kann man sich mit Gläubigerran-

sprechendem Vertrauensverlust bei Lieferanten und Kunden erscheint auch nicht attraktiv.

Die Brücke zwischen beiden Möglichkeiten schlägt der Restrukturierungsansatz der RIRL, die zwangskollektiven Charakter hat und Forderungsverzicht und Forderungsstundungen gegen den Willen betroffener Gläubiger(gruppen) bereits im Stadium der wahrscheinlichen Insolvenz ermöglicht.<sup>5)</sup> Dieser Restrukturierungsansatz wurde im Wesentlichen aus dem US-amerikanischen Chapter-11-Verfahren (und dem englischen *Scheme of Arrangement*) übernommen.<sup>6)</sup> Das amerikanische (und englische) Sanierungsrecht sind für ihren sanierungsfreundlichen Zugang bekannt, der auf eine möglichst rasche Entschuldung abzielt, Unternehmen einen *fresh start* ermöglichen und den Fortführungswert – der regelmäßig weit über dem Liquidationswert liegt – für die Gläubiger heben soll.<sup>7)</sup> Man spricht dadurch auch vom Paradigma der *Schuldnerzentrierung*. Dieser Zugang wird aus rechtshistorischer Perspektive verständlich, geht das Chapter-11-Verfahren doch auf die Sanierung von Eisenbahnunternehmen Mitte des 19. Jahrhunderts zurück, die wegen ihrer volkswirtschaftlichen Bedeutung für die Erschließung der USA gen Westen in der Insolvenz nicht zerschlagen werden durften (dazu näher in Kap B.1.).

Der US-amerikanische Restrukturierungsmechanismus geht jedoch einen Schritt weiter. Bei der Restrukturierung von Kapitalgesellschaften werden Sanierungsbeiträge nicht nur von den Gläubigern, sondern auch von den Anteilseignern gefordert. Die Altgesellschafter sind am Chapter-11-Verfahren beteiligt, jedoch in der Befriedigungshierarchie letztgereiht. In einer erzwungenen Kapitalherabsetzung verlieren sie regelmäßig ihre Mitgliedschaft und die Gläubiger tauschen in einer anschließenden Sachkapitalerhöhung ihre Forderung (*Debt*) gegen eine Eigenkapital-Beteiligung (*Equity*). Die Gläubiger werden damit zu neuen Gesellschaftern, man bezeichnet diesen Vorgang als Schuld-Beteiligungstausch bzw *debt-equity-swap* (kurz: DES).<sup>8)</sup> Wie in diesem Beitrag aufgezeigt wird, haben derartige Zwangseingriffe in Gesellschafterrechte den Vorteil, den systemimmanenten Konflikt mit den Gläubigern zu lösen (s Kap F.1.).

Die RIRL stellt den Mitgliedstaaten zur Wahl, ob und inwieweit sie die Anteilseigner bei der Restrukturierung in die Pflicht nehmen wollen. Insolvenz- und Gesellschaftsrecht zu verschränken und damit DES zu erleichtern, ist Desiderat zahlreicher heimischer Sanierungspraktiker.<sup>9)</sup> Diesen Wunsch hat der österreichische Gesetzgeber bei Umsetzung der RIRL jedoch nicht erfüllt.<sup>10)</sup> Dies überrascht, zumal in Deutschland bereits 2011 mit dem ESUG<sup>11)</sup> im Insolvenzplanverfahren die Brücke zwischen Gesellschafts- und Insolvenzrecht geschlagen wurde. Dieser (mutige) Schritt ist zwischenzeitlich vom deutschen Gesetzgeber evaluiert worden, wobei ihm durchwegs positive Erfahrungen attestiert wurden.<sup>12)</sup> Folglich wird der eingeschlagene Weg nun auch unter dem StaRUG, als deutsche Umsetzung der RIRL, im vorinsolvenzlichen Stadium weiterverfolgt. Im Vergleich zu Deutschland, England (und auch den Niederlanden) muss das heimische Restrukturierungsrecht wohl als unmodern bezeichnet werden.<sup>13)</sup>

Freilich ist der US-amerikanische Sanierungsansatz nicht unumstritten. Es wird in die Rechte der Gesellschafter eingegriffen, obwohl die Gesellschafterstellung nicht zur Insolvenzmasse gehört (s Kap F.1.). Auch besteht die Gefahr, dass durch die Möglichkeit zum Schuld-Beteiligungstausch sog *Vulture investors* Forderungen gegen Krisenunternehmen erwerben, sie anschließend in Anteilsrechte umwandeln und auf diesem Weg egoistische Übernahmestrategien verfolgen können (s Kap B.3.b). In diesem Beitrag wird der Versuch unternommen, das komplexe Thema in seiner internationalen Dimension auszuleuchten, die unterschiedlichen nationalen Zugänge zu vergleichen (ua mit Methoden der Rechtsökonomie) und daraus normative Empfehlungen für das heimische Recht abzuleiten.

## B. USA: Kapitalmaßnahmen unter dem Chapter-11-Verfahren

### 1. Überblick und geschichtlicher Hintergrund

Das US-amerikanische Chapter-11-Verfahren hat eine globale Ausstrahlungswirkung und das kontinentaleuropäische Insolvenzrecht mit seinem Sanierungsleitbild bereits seit Jahrzehnten stark beeinflusst.<sup>14)</sup> Zusammengefasst handelt es sich bei dem Verfahren

kings behelfen, was aber das Problem nicht beseitigt, s *Jaufer*, Unternehmenssanierung<sup>3</sup> (2013).

- 5) Vgl *Wakounig*, Die neue Restrukturierungsordnung, AR aktuell 2021 H 3, 95 (101): ReO und RIRL schließen die Lücke zwischen Insolvenzverfahren und konsensualer außergerichtlicher Sanierung. Differenzierend *Mohr*, Der Vorschlag der Restrukturierungsrichtlinie aus österreichischer Sicht, in *Grininger/Jaufer/Schumacher*, Deutsch-Österreichischer Rechts- und Praxisvergleich im Insolvenzrecht (2018) 15 (17f), kann doch das Sanierungsverfahren auch bereits bei *drohender Zahlungsunfähigkeit* eröffnet werden (§ 167 Abs 2 IO).
- 6) *Schneid*, Sanierung: Ein Chapter 11 für Europa? Die Presse 2018/52/01; *Heese*, Die Funktion des Insolvenzrechts im Wettbewerb der Rechtsordnungen (2018) 61; *Madaus*, Europäische Ideen für einen präventiven Restrukturierungsrahmen und Handlungsspielräume für das deutsche Recht, in *Ebke*, Unternehmensrestrukturierung im Umbruch?! (2017) 43; *Madaus*, Insolvenzrechtliche Prinzipien für Restrukturierungshilfen? WP 2021–1, 9f.
- 7) *Leitner*, Das Chapter 11-Reorganisationsverfahren des US-amerikanischen Bankruptcy Codes aus österreichischer Sicht, ZfK 1995, 113; *Heese*, Funktion Insolvenzrecht 14f; *Thomas*, Tipping the Scales in Chapter 11: How distressed debt investors decrease debtor leverage and the efficacy of business reorganization, *Emory Bankruptcy Developments Journal* 2010, 213.
- 8) *Posner*, *Economic Analysis of Law* (2014) 550; *Höller*, Chapter 11: Deutschland folgt, Österreich zögert, Standard v 12. 4. 2011.
- 9) *Höller/Simsa*, Erleichterung von Unternehmenssanierungen ist ein richtiger Schritt, Der Standard 25. 2. 2021; *Jaufer/Painsi*, Restrukturierungsverfahren mit grenzüberschreitenden Schwächen, Der Standard 16. 7. 2021; *Wabl/Gassner in Konecny* (Hrsg), RIRUG – ZfK Spezial 2021, 201 (213); wohl auch *Riel*, Der Restrukturierungsplan, *ecolx* 2021/508, 786 (787).
- 10) *Trenker/Lutschounig*, Stellungnahme zum Restrukturierungs- und Insolvenz-Richtlinie-Umsetzungsgesetz (2021) 66.
- 11) Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen vom 7. 12. 2011 (BGBl I 2011/64, 2582).
- 12) *Jacobi/Madaus/Sack/Schmidt/Thole*, Evaluierung des Gesetzes zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen (ESUG) vom 7. 12. 2011, 182.
- 13) Vgl die Stellungnahme von *Madaus* zur österreichischen Umsetzung der RIRL, <https://stephanmadaus.de/2021/02/24/oesterreichs-entwurf-einer-restrukturierungsordnung-das-planverfahren-der-inso-1999/> (abgerufen am 9. 2. 2022), sowie *Hagel/Üken/Crayen*, Angelsächsische Restrukturierungsmodelle auf dem Weg nach Kontinentaleuropa, in *Knops/Bamberger/Maier-Reimer*, Recht der Sanierungsfinanzierung (2005) 142 (143).
- 14) *Warren/Westbrook*, The Success of Chapter 11: A Challenge to the Critics, 107 MICH. L. REV. (2009) 603; *Thole*, Restrukturierung und

um ein (vor)insolvenzliches Restrukturierungsverfahren, in dem unter einem Prozess- und Vollstreckungsstopp (*automatic stay*) eine Vereinbarung über die Entschuldung und Restrukturierung des Unternehmens getroffen wird (Reorganisationsplan), wobei Gläubiger und Gesellschafter in Gruppen hierarchisiert werden und die Vereinbarung mit Mehrheitsbeschluss – auch gegen den Willen von Gläubiger- und Gesellschaftergruppen – gerichtlich bestätigt und damit vollstreckbar wird (*cram-down*). Das Instrument verbindet also den verfahrensrechtlichen Kontrahierungszwang<sup>15)</sup> des Insolvenzrechts mit der Flexibilität einer außergerichtlichen Sanierung.

Während etwa in Deutschland vor Umsetzung der RIRL noch gar kein vorinsolvenzliches Restrukturierungsrecht bestanden hat<sup>16)</sup> und in Österreich lediglich das in der Praxis nie angekommene Unternehmensreorganisationsgesetz (URG),<sup>17)</sup> hat sich in den USA bereits Mitte des 19. Jahrhunderts ein Restrukturierungsrecht herausgebildet, dessen Ursprünge auf die Sanierung von Eisenbahnunternehmen zurückgehen. Die Eisenbahnprojekte wurden mit hypothekarisch besicherten Unternehmensanleihen finanziert und wenn diese nicht mehr bedient werden konnten, konnten außergerichtliche Sanierungsversuche oft die Liquidation nicht mehr abwenden.<sup>18)</sup> Mangels Bundeszuständigkeit für Unternehmenssanierungen war es der Gerichtspraxis der Bundesstaaten überlassen, ein geeignetes Instrument zur Rettung der Eisenbahnunternehmen zu finden. Da Eisenbahngesellschaften nur in ihrer Gesamtheit funktionieren und bei der Restrukturierung nicht filetiert werden dürfen,<sup>19)</sup> entwickelten die Gerichte das *Equity receivership*-Verfahren. Es handelt sich dabei um eine Art übertragender Sanierung, bei der das Vermögen des Schuldnerunternehmens von einem Zwangsverwalter (*receiver*) auf eine Auffanggesellschaft übertragen wurde, an der die Gläubiger (und Altgesellschafter) beteiligt wurden.<sup>20)</sup> Da sich die Eisenbahnunternehmen über Unternehmensanleihen mit unterschiedlicher Seniorität finanzierten, war die Bildung von Rangklassen erforderlich. Den Erwerb der Krisenunternehmen in der Auffanggesellschaft leiteten eine Art Gläubiger- und Gesellschafterausschuss, die Reorganisationskomitees (*reorganization committees*). Das Verfahren war allerdings missbrauchsanfällig. So standen häufig die Mitglieder der Reorganisationskomitees dem Management der Schuldnerunternehmen nahe, wodurch die Alteiligentümer Vermögenswerte aus der Konkursmasse einbehalten oder zurückholen konnten.<sup>21)</sup> Um dies zu verhindern, stellten die Gerichte die Anteilseigner bei der Restrukturierung hinten an, was heute als *absolute priority rule* (kurz: APR) bekannt ist.<sup>22)</sup> In der Leitentscheidung *Northern Pacific Railway Company v. Boyd*<sup>23)</sup> erkannte der US Supreme Court, dass kein Gesellschafter Anteile am reorganisiertem Unternehmen erhalten darf, bevor nicht alle Gläubiger voll befriedigt wurden oder ihnen im Plan ein faires Angebot für Aktien oder Anleihen am reorganisierten Unternehmen im Austausch gegen ihre Forderungen gemacht wurde.<sup>24)</sup>

Wie aufgezeigt, ist der US-amerikanische Sanierungsansatz ein Kind der Praxis. In der zweiten Hälfte des 20. Jahrhunderts wurde er durch eine Vielzahl

rechtsökonomischer Untersuchungen wissenschaftlich beleuchtet und verfeinert<sup>25)</sup> und präsentiert sich heute als eine ausgefeilte, wenn auch nicht unumstrittene Form der finanziellen Restrukturierung. Der amerikanische Sanierungszugang wird häufig als „modern“ bezeichnet,<sup>26)</sup> was, wie hier aufgezeigt wird, jedoch nur aus europäischer Perspektive zutrifft, gehen die Ursprünge eben bis in die Mitte des 19. Jahrhunderts zurück (während etwa die alte österreichische KO aus dem Jahr 1914 stammt).

## 2. Verfahrensablauf

Das US-amerikanische Insolvenzverfahren ist im United States Code, Title 11 (*Bankruptcy*), verankert. Es wird die *Liquidation* nach Chapter 7 und die *Reorganization* nach Chapter 11 unterschieden – ähnlich der heimischen Dichotomie von Konkurs- und Sanierungsverfahren.

Das Chapter-11-Verfahren kann vom Schuldner (*voluntary petition*, 11 U.S.C. § 301) oder von den Gläubigern (*involuntary petition*, 11 U.S.C. § 303) eingeleitet werden. Es besteht keine Zugangshürde, das Chapter-11-Verfahren kann auch ohne Vorliegen eines Insolvenzgrunds eingeleitet werden.<sup>27)</sup> Wichtigste Folge der Verfahrenseröffnung ist die sofortige und automatische Unterbrechung sämtlicher Gerichts- und Vollstreckungsverfahren gegen den Schuldner (*automatic stay*, 11 U.S.C. § 362). Im Anschluss steht dem Schuldner eine Frist von 120 Tagen zur Erstellung des Reorganisationsplans zur Verfügung, anschließend

Insolvenz: Quo vadis? in Heinrich (Hrsg.), Unternehmenssanierung im Fokus der Arbeits- und Insolvenzrechtspraxis (2015) 87 (100f).

15) Madaus, Insolvenzzrechtliche Prinzipien für Restrukturierungshilfen? WP 2021–1, 9f.

16) Heß, Die Restrukturierung des Insolvenzrechts (2018) 24.

17) Dellinger/Oberhammer/Koller, Insolvenzzrecht<sup>4</sup> Rz 582; Schumacher, Das Regime der IO und die außergerichtliche Sanierung, in Grininger/Jaufer/Schumacher, Deutsch-Österreichischer Rechts- und Praxisvergleich im Insolvenzzrecht (2018) 9f.

18) Fuller, The Background and Techniques of Equity and Bankruptcy Railroad Reorganizations. A Survey, L Cont Problems (1940) 377f.

19) Fuller, The Background and Techniques of Equity and Bankruptcy Railroad Reorganizations. A Survey, L Cont Problems (1940) 377 (378).

20) Martin, The Role of History and Culture in Developing Bankruptcy and Insolvency Systems: The Perils of Legal Transplantation, Boston College international and comparative law review 2005, Vol 28, 31.

21) Tabb, The History of the Bankruptcy Laws in the United States, American Bankruptcy Institute Law Review, Vol 3, 1995, 5 (22).

22) American Bankruptcy Institute (ABI) Commission, 2012–2014 Final Report and Recommendations 213.

23) US Supreme Court, 28. 4. 1913, *Northern Pacific Railway Company v. Boyd*, 228 U.S. 482.

24) US Supreme Court, 28. 4. 1913, *Northern Pacific Railway Company v. Boyd*, 228 U.S. 482 (508): "This conclusion does not, as claimed, require the impossible and make it necessary to pay an unsecured creditor in cash as a condition of stockholders retaining an interest in the reorganized company. His [the creditor's] interest can be preserved by the issuance, on equitable terms, of income bonds or preferred stock."

25) Vgl etwa *Bebchuk*, A New Approach to Corporate Reorganizations, 101 HARV. L. REV. 775 (1988); *Ayer*, Rethinking Absolute Priority After Ahlers, 87 MICH. L. REV. 963 (1989); *Haines*, The Unwarranted Attack on New Value, 72 AM. BANKR. L.J. 387 (1998); *Markell*, Owners, Auctions, and Absolute Priority in Bankruptcy Reorganizations, 44 STAN. L. REV. 69, 84–85 (1991).

26) *Paulus*, § 1 InsO und sein Insolvenzmodell, NZI 2015, 1001 (1003f); *Baird/Rasmussen*, The End of Bankruptcy, John M. Olin Law & Economics Working Paper No. 173 (2002) 4.

27) *Heese*, Funktion Insolvenzrecht 42; *Bronger*, Debt Equity Swaps als finanzwirtschaftliches Sanierungsinstrument (2019) 286f.

dürfen auch Gläubiger Planvorschläge einbringen (11 U.S.C. § 1121).<sup>28)</sup> Im Verfahren bleibt der Schuldner geschäftsführungsbefugt (*debtor in possession*).

Herzstück des Chapter-11-Verfahrens bildet der Reorganisationsplan, in dem der Planersteller die Ansprüche der Gläubiger (*claims*) und der Anteilhaber (*interests*) in Klassen einteilen muss. Der Reorganisationsplan kann diverse Kapitalmaßnahmen vorsehen wie die Übertragung von Vermögen an Auffanggesellschaften oder Verschmelzungen (11 U.S.C. § 1123 (a) (5)). Der berühmte DES wird nach 11 U.S.C. § 1123 (a) (5) (J) ermöglicht, gemäß dem im Plan die Ausgabe neuer Anteile im Austausch gegen Forderungen vorgesehen werden kann.

Dem Reorganisationsplan müssen in jeder Klasse zwei Drittel der Gläubigerforderungen und die Kopf-mehrheit der Gläubiger zustimmen (11 U.S.C. § 1126 (c)).<sup>29)</sup> Bei Gesellschaftern ist die Summenmehrheit ausreichend (11 U.S.C. § 1126 (d)). Falls der Reorganisationsplan nicht in allen Gläubigerklassen Zustimmung findet, kann er nach der Regel des *Cram-down* (11 U.S.C. § 1129 (b)) gerichtlich bestätigt werden.<sup>30)</sup> Es handelt sich um ein Obstruktionsverbot, nach dem die Zustimmung dissentierender Klassen gerichtlich ersetzt werden kann.<sup>31)</sup> Für die gerichtliche Zustimmung darf der Plan nicht unfair diskriminieren und muss *fair and equitable* sein, was insb erfüllt ist, wenn die bereits erwähnte APR eingehalten wurde.<sup>32)</sup> Nach der APR sind Forderungen dissentierender, nicht besicherter Gläubiger bzw der Gesellschafter entweder voll zu befriedigen oder es dürfen zumindest ihnen nachrangige Klassen keinen Vermögenswert erhalten. Umgekehrt formuliert dürfen die nachrangigen Gläubiger also erst einen Vermögenswert erhalten, nachdem die vorrangigen Gläubiger voll befriedigt wurden.<sup>33)</sup> Dies führt zu einer Befriedigungshierarchie nach dem Wasserfallprinzip, nach der alle Beteiligten, die einer dissentierenden Klasse nachgereiht sind, leer ausgehen. Dies trifft regelmäßig die Anteilseigner, die nach Planablehnung durch die unbesicherten Gläubiger ihre Gesellschafterstellung verlieren.<sup>34)</sup> Den besicherten Gläubigern muss der Plan angeboten werden, die Sicherheit zu behalten oder stattdessen eine Ersatzsicherheit oder Ratenzahlung zu erhalten. Übersteigt die Forderung die Sicherheit, ist der überschießende Teil als unbesicherte Forderung zu behandeln.<sup>35)</sup> Die unbesicherten Gläubiger erhalten typischerweise Eigenkapital im Tausch gegen ihre Forderung.<sup>36)</sup>

Für die gerichtliche Bestätigung des Plans muss dieser nicht nur *fair and equitable* sein, sondern auch den *best-interest-test* bestehen. Dissentierende Gruppenmitglieder müssen zumindest erhalten, was sie im Fall der Liquidation nach Chapter 7 erhalten hätten (11 U.S.C. § 1129 (a) (7) (A) (ii)).<sup>37)</sup>

### 3. Reformdiskussion um das Chapter-11-Verfahren

Das US-amerikanische Sanierungsrecht ist vielfacher Kritik ausgesetzt. Es wird ihm eine überschießende Schuldnerzentrierung vorgeworfen, die zur Weiterführung liquidationsreifer Zombie-Unternehmen auf Gläubigerkosten führe.<sup>38)</sup> Darüber hinaus wird die An-

fälligkeit für Verfahrensmisbrauch beanstandet, weil das Chapter-11-Verfahren auch ohne Vorliegen eines Insolvenzgrunds eingeleitet werden kann.<sup>39)</sup> In diesem Kapitel soll der Fokus jedoch auf die APR und das Problem des *Distressed debt trading* gelenkt werden.

#### a) Absolute priority rule

Wie oben in Kapitel B.1. aufgezeigt, haben US-amerikanische Gerichte die APR entwickelt, um die unbesicherten Gläubiger vor einer Übervorteilung durch die Gesellschafter zu schützen. Auch muss sichergestellt sein, dass die besicherten Gläubiger voll befriedigt werden, weil sie ansonsten keinen Anreiz haben, einer Restrukturierung zuzustimmen.<sup>40)</sup> Allerdings hat das Wasserfallprinzip zugleich die Konsequenz, dass Altgesellschafter aus dem Unternehmen gedrängt werden und nicht mehr am Erfolg des restrukturierten Unternehmens partizipieren können, während Gläubiger Beteiligungen zum Discountpreis erwerben und im Laufe der Zeit damit mehr als den Nennwert der Forderung erhalten.<sup>41)</sup>

Dieser *All or nothing*-Ansatz ist vor allem in Kombination mit der korrekten Bewertung des Krisenunternehmens beim *Cram-down* problematisch. Während bei der übertragenden Sanierung – die rechtsökonomisch ein Auktionsverfahren darstellt – eine Bewertung durch den Markt erfolgt (Bestbieter erhält das Unternehmen), ist die Bewertung von Forderungen und des Restwerts des Unternehmens in den Verhandlungen um den Reorganisationsplan umso schwieriger.<sup>42)</sup> Der Wert der Beteiligung, den Gläubiger im Gegenzug für ihre offenen Forderungen erhalten, orientiert sich nämlich am Wert des reorganisierten Schuld-

28) Mitter, Investieren in Krisenunternehmen (Vulture Investing), ÖBA 2004, 593 (594).

29) Ginsberg and Martin, On bankruptcy 2008, 14–6.

30) Weijs/Jonkers/Malakotipour, The Imminent Distortion of European Insolvency Law: How the European Union Erodes the Basic Fabric of Private Law by Allowing 'Relative Priority' (RPR), Centre for the Study of European Contract Law, Working Paper Series, No. 2019–05, 7; Bronger, Debt Equity Swaps 317.

31) Schatz, Entwicklung und Zukunftsperspektive der Unternehmensrestrukturierung (2020) 37 FN 321: *Cram-down* bezeichnet wörtlich übersetzt das Verhalten einer Mutter, die ihrem Kind Nahrung aufzwingt.

32) Nishimoto, Shifting Paradigms within Corporate Bankruptcy Law: The History and Future of Chapter 11 and Its Global Effects on Business Restructurings, 5 Creighton Int'l & Comp. L.J. 102 (2013–2014); Schatz, Entwicklung Unternehmensrestrukturierung 29 ff.

33) Vgl Baird, Priority Matters: Absolute Priority, Relative Priority, and the Costs of Bankruptcy, 165 U Pa L Rev (2017) 785f; Madaus, Der Insolvenzplan (2011) 140f.

34) Heese, Funktion Insolvenzrecht 33f; Martin, The Role of History and Culture in Developing Bankruptcy and Insolvency Systems: The Perils of Legal Transplantation, Boston College international and comparative law review, Vol 28, 46.

35) Bronger, Debt Equity Swaps 307 f.

36) Baird, 165 U Pa L Rev (2017) 785f; Mitter, ÖBA 2004, 593 (597).

37) Madaus, Insolvenzplan 139ff; Ginsberg and Martin, On bankruptcy 2008, 13–127; Bronger, Debt Equity Swaps 314 f.

38) Heese, Funktion Insolvenzrecht 47; Schäfer/Ott, Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts<sup>9</sup> 719f; Warren/Westbrook, The Success of Chapter 11: A Challenge to the Critics, 107 Mich L Rev (2009) 603f: bzw seien die Sanierungserfolge zumindest nicht anhaltend.

39) Heese, Funktion Insolvenzrecht 42; Bronger, Debt Equity Swaps 286.

40) Posner, Economic Analysis 551 f.

41) American Bankruptcy Institute (ABI) Commission, 2012–2014 Final Report and Recommendations 213; Leitner, ZIK 1995, 113 (114).

42) Baird, 165 U Pa L Rev (2017) 785 (788).

ners (*reorganization value*), der bei einem Krisenunternehmen kaum prognostizierbar ist.<sup>43)</sup> Freilich ist auch der Bewertungszeitpunkt eine wichtige Variable, fließen doch in die Bewertung auch externe Faktoren, wie etwa ein volkswirtschaftlicher Abschwung, ein, was die Gefahr einer willkürlichen Bewertung birgt.<sup>44)</sup>

Die Probleme mit der APR sind auch in den USA wahrgenommen worden, wo eine Reformkommission renommierter Richter und Anwälte für das Chapter 11 eingesetzt wurde (*ABI Reform Commission*). Die Kommission hat in ihrem 2014 veröffentlichten Report der APR eine „zu starke Inflexibilität“ attestiert<sup>45)</sup> und empfahl zumindest ihre Abmilderung in Form einer *Relative priority rule*, bei der unbesicherte Gläubiger zumindest den *Redemption option value* erhalten müssen. Es handelt sich dabei um eine (hypothetische) Option auf eine der Forderung entsprechende Unternehmensbeteiligung für den Fall, dass das Unternehmen innerhalb von drei Jahren nach Insolvenzeröffnung wieder derart an Wert gewonnen hat, dass vorrangige Gläubiger voll befriedigt werden können.<sup>46)</sup> Der US-amerikanische Gesetzgeber ist diesem Vorschlag jedoch nicht gefolgt, die Diskussion um eine Reform der APR geht daher weiter.

#### b) Distressed debt trading und schuldenbasierte Übernahmen

Eine Konsequenz der Möglichkeit, notleidende Schulden (*Distressed debt*) in Unternehmensbeteiligungen umzuwandeln, ist, dass diese von Finanzinvestoren für schuldenbasierte Unternehmensübernahmen genutzt bzw. missbraucht werden können (*Distressed debt takeover* bzw. *Loan-to-own-strategy*).<sup>47)</sup> Beim *Distressed debt takeover* werden Forderungen gegen das Schuldnerunternehmen erworben, um diese anschließend in Anteilsrechte umzutauschen und so die Kontrolle über das Unternehmen zu übernehmen.<sup>48)</sup> So hat sich in den USA ein aktiver Sekundärmarkt für Forderungen gegen Krisenunternehmen (*distressed debt market*) entwickelt,<sup>49)</sup> wo alle möglichen Arten von Forderungen gehandelt werden.<sup>50)</sup>

Kritisiert wird vor allem, dass am *distressed debt market* spezialisierte *Hedge Funds* auftreten (auch *Vulture investors* genannt),<sup>51)</sup> denen nachgesagt wird, gar kein Interesse an einer erfolgreichen Reorganisation zu haben, ähnlich den berüchtigten *Wallstreet Corporate Raiders* der 1980er-Jahre.<sup>52)</sup> Sie haben viel Erfahrung in der Bewertung von Krisenunternehmen und der Ver-

handlung des Reorganisationsplans,<sup>53)</sup> sie agieren aggressiv und wenden eigennützige Strategien an, um die übrigen Beteiligten im Sanierungsverfahren (Unternehmen, Arbeitnehmer, Anteilseigner und unbesicherte Gläubiger) zu übervorteilen.<sup>54)</sup> Zur Anwendung kommen etwa Verzögerungstaktiken, um höhere Rückzahlungsbeträge zu „erpresen“.<sup>55)</sup> Ein Problem ist auch das oben erwähnte Bewertungsdilemma (s. Kap. B.3.a), das *Vulture investors* ermöglicht, den Unternehmenswert bei den Verhandlungen des Reorganisationsplans zu drücken und damit andere Gläubiger/Gesellschafter aus dem Verfahren zu drängen. Ein weiteres Problem ist, dass über den Kauf notleidender Eigentum an Unternehmen erworben werden kann und *Distressed debt takeovers* im Schatten kapitalmarkt-rechtlicher Transparenzvorschriften stattfinden.<sup>56)</sup> Im Fall börsennotierter Krisenunternehmen hat ein Gläubiger, der mindestens 30% der Stimmrechte erwirbt, zwar ein Übernahmeangebot zu unterbreiten,<sup>57)</sup> doch greift die Beteiligungspublizität nicht und bleiben damit die Anleger im Unklaren über die wahren Beteiligungsverhältnisse. Es droht auch ein Missbrauch von Insider-Informationen über beabsichtigte schuldenbasierte Übernahmen.<sup>58)</sup> So konstatiert auch die *ABI Commission* in ihrem Report, dass das Wachstum der *distressed-debt*-Märkte der Effektivität des Bankruptcy Codes abträglich ist.<sup>59)</sup>

Es wäre jedoch zu einseitig betrachtet, das *Distressed debt trading* ausschließlich negativ zu beurteilen, kann ihm doch auch Positives abgewonnen werden. So können Gläubiger, die nicht in den Sanierungsprozess involviert sein wollen, ihre Forderungen auf einem liquiden Markt veräußern. Auch wird der Einstieg neuer

43) Bronger, Debt Equity Swaps 314f.

44) ABI Commission Report Chapter 11 (2014) 213.

45) ABI Commission Report Chapter 11 (2014) 213: „The absolute priority rule is an important creditor protection in chapter 11 cases, but it also has proven to be inflexible and often a barrier to a debtor's successful reorganization.“

46) ABI Commission Report Chapter 11 (2014) 207ff.

47) Palenker, Loan-to-own 40; Baird/Rasmussen, Antibrankruptcy, 119 Yale L J (2010).

48) Palenker, Loan-to-own 40.

49) Harner, Trends in Distressed Debt Investing: An Empirical Study of Investors' Objectives American Bankruptcy Institute Law Review, Vol 16, No. 69, 2008, 69 (98).

50) Mitter, ÖBA 2004, 593 (595): Gehandelt werden zB Bankkredite, Anleihen, Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen oder Schadenersatzansprüche.

51) Jiang/Li/Wang, Hedge Funds and Chapter 11, The Journal Of Finance, Vol Lxvii, No. 2, April 2012, 513 (514).

52) Thomas, Emory Bankruptcy Developments Journal, 2010, 213f; Harner, Activist Distressed Debtholders: The New Barbarians at the Gate? Washington University Law Review 2011, 55 (157).

53) Mitter, ÖBA 2004, 593 (596).

54) Harner, American Bankruptcy Institute Law Review, Vol 16, No. 69, 2008, 69 (98). Vgl auch folgende (kritische) Presse-Stellungnahmen: Batchelor, US distressed debt investors cast an eye across Atlantic, Financial Times; London (UK), 19. 1. 2005; Ross, US distressed debt investors target HSH Nordbank, Financial Times; London (UK), 23. 10. 2014; Rennison/Fortado, Distressed debt tempts investors in anticipation of the next downturn, Financial Times; London (UK) 19. 6. 2018.

55) Mitter, ÖBA 2004, 593 (598); Baird, 165 U Pa L Rev (2017) 785 (827f).

56) ABI Commission Report Chapter 11 (2014) 242; Harner, Trends in Distressed Debt Investing: An Empirical Study of Investors' Objectives American Bankruptcy Institute Law Review, Vol 16, No. 69, 2008, 69 (96); Mitter, ÖBA 2004, 593 (597f).

57) So die deutsche Rechtslage, s Haas in Kayser/Thole, Heidelberger Kommentar zur Insolvenzordnung<sup>10</sup> § 225 a Rz 35; Bronger, Debt Equity Swaps 146ff. Komplexer ist die Situation in den USA, wo „Pflichtangebote“ in bundesstaatlichen *anti-takeover statutes* geregelt sind.

58) Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht I<sup>2</sup> (2015) § 18, I. Grundsätzliches Rz 8. Vgl Posner, Economic Analysis 564ff: Darüber hinaus wird es *Vulture Investors* erheblich erleichtert, mit der Übernahme schlecht geführter und am Markt unterbewerteter Unternehmen, durch Austausch des Managements nach Controllerlangung, hohe Renditen zu erzielen.

59) ABI Commission Report Chapter 11 (2014) 3: „In light of the expansion of the use of secured credit, the growth of distressed-debt markets and other externalities that have affected the effectiveness of the current Bankruptcy Code [...]“

Investoren durch den Forderungskauf ermöglicht.<sup>60)</sup> Das Problem fehlender Transparenz wurde in den USA im Jahr 2011 durch eine entsprechende Offenlegungspflicht (11a U.S.C. § 2019, *Disclosure Regarding Creditors and Equity Security Holders in Chapter 9 and Chapter 11 Cases*) entschärft.<sup>61)</sup>

### C. Die EU-Restrukturierungs-RL

Am 20. 6. 2019 haben das Europäische Parlament und der Rat – nach kontroversiellen Verhandlungen<sup>62)</sup> – die RIRL erlassen. Zur Sicherung der Betriebsfortführung bestandsfähiger Unternehmen führt sie einen EU-weit einheitlichen, präventiven Restrukturierungsrahmen (Titel II RIRL) ein,<sup>63)</sup> der am Chapter-11-Verfahren und dem englischen *Scheme of Arrangement* orientiert ist. Es handelt sich dabei um ein in Eigenverwaltung geführtes Verfahren, in dem der Schuldner bei wahrscheinlicher Insolvenz mit seinen Gläubigern (und Gesellschaftern) einen Restrukturierungsplan aushandelt. Um die Verhandlungen zu unterstützen und die Fortsetzung des Betriebs zu ermöglichen, kann der Schuldner einen Vollstreckungsstopp beantragen (Art 6 Abs 1 RIRL). Über den Restrukturierungsplan wird nach Mehrheitsprinzip in separaten Klassen abgestimmt, für die überstimmten Klassen greift der *Cram-down* (Art 11 RIRL).<sup>64)</sup> Dabei dürfen in den einzelnen Gläubigerklassen die erforderlichen Mehrheiten nicht höher als 75% sein, wobei eine Kopfmehrheit optional ist (Art 9 Abs 6 RIRL).

Die RIRL lässt den Mitgliedstaaten durch zahlreiche Öffnungsklauseln viele Wahlmöglichkeiten, so ist auch die Einbeziehung der Anteilhaber in den Restrukturierungsrahmen dem Umsetzungsgesetzgeber überlassen (Art 2 Abs 1 Z 2 und 12 RIRL).<sup>65)</sup>

Während ursprünglich im Richtlinienentwurf noch die APR vorgesehen war, ist der von der RIRL präferierte Vorrangmechanismus nun das flexiblere Alternativmodell der relativen Prioritätsregel.<sup>66)</sup> Dabei ist eine Planbestätigung gegen das Votum einer Gruppe von

Gläubigern auch dann zulässig, wenn eine im Verhältnis zu dieser Gruppe nachrangige Gruppe von Gläubigern unter dem Plan einen Wert erhält (Art 11 Abs 1 lit c RIRL).<sup>67)</sup> Die Mitgliedsstaaten können stattdessen aber auch die APR á la Chapter 11 vorsehen<sup>68)</sup> oder diese punktuell durchbrechen.<sup>69)</sup>

### D. Österreichische Restrukturierungsordnung

#### 1. Überblick und Verfahrensablauf

Die Restrukturierungsordnung (ReO) ist als österreichische Richtlinienumsetzung am letzten Tag der zweijährigen Umsetzungsfrist, dem 17. 7. 2021, in Kraft getreten. Das Restrukturierungsverfahren kann bei wahrscheinlicher Insolvenz (§ 6 Abs 1 ReO) eingeleitet werden.<sup>70)</sup> Dies wurde – wohl etwas unreflektiert – direkt aus Art 4 Abs 1 RIRL übernommen und bietet ein großzügigeres Zugangsfenster als in Deutschland, wo drohende Zahlungsunfähigkeit erforderlich ist.<sup>71)</sup>

Kern des Verfahrens ist der Restrukturierungsplan (6. Abschnitt §§ 27 ff ReO), bei dem der Schuldner auch über die einzubeziehenden Gläubiger entscheiden kann (§ 27 Abs 2 Z 4 ReO). Der Plan kann unter einer Vollstreckungssperre verhandelt werden (§ 19 ReO). Über die im Restrukturierungsplan festgelegten Restrukturierungsmaßnahmen entscheiden die betroffenen Gläubiger durch Mehrheitsentscheid. In § 1 Abs 2 ReO sind zahlreiche Restrukturierungsmaßnahmen aufgezählt, neben den klassisch insolvenzrechtlichen Änderungen von Verbindlichkeiten auch Änderungen der Kapitalstruktur, der Verkauf von Vermögenswerten oder Geschäftsbereichen und die Gesamtveräußerung des Unternehmens. Diese – direkt aus der RIRL übernommene – Aufzählung ist jedoch gewissermaßen irreführend, beschränkt sich die ReO doch im Wesentlichen auf Forderungskürzungen und können darüber hinausgehende Maßnahmen großteils nicht im (teil) kollektiven Verfahren der ReO umgesetzt werden, sondern nur auf vertraglicher bzw gesellschaftsrechtlicher Basis.<sup>72)</sup> →

60) *Skeel, Creditors' Ball: The „New“ New Corporate Governance in Chapter 11*, 152 U PA L Rev 917, 918 (2003); *Altman, The Role of Distressed Debt Markets, Hedge Funds, and Recent Trends in Bankruptcy on the Outcomes of Chapter 11 Reorganizations*, 22 AM BANKR Inst L REV 2014, 75 (87). Treffend *Thole in Heinrich, Unternehmenssanierung* 87 (93f): „Eine undifferenzierte Heuschrecken-Kritik wäre hier fehl am Platze, weil solche Hedgefonds auch als Investoren auftreten und mitunter einen besseren Deal bieten als die klassische Liquidation.“

61) ABI Commission Report Chapter 11 (2014) 242.

62) *Reisch*, EU-Richtlinie zur Unternehmensrestrukturierung, RdW 2019/283, 369.

63) Vgl Art 1 Abs 1 RIRL. Daneben werden ein Verfahren zur Entschuldung insolventer Unternehmer und Maßnahmen zur Steigerung der Effizienz von Restrukturierungs-, Insolvenz- und Entschuldungsverfahren eingeführt.

64) *Jurgutys-Ruez/Urthaler*, Der präventive Restrukturierungsrahmen in der Restrukturierungs-RL, ZIK 3/2019, 91 (93).

65) ErwGr 57 RIRL: Die Mitgliedstaaten sollten dies mit verschiedenen Mitteln erreichen können, bspw indem sie Anteilhabern nicht das Recht gewähren, über einen Restrukturierungsplan abzustimmen. Wenn Anteilhaber jedoch über Restrukturierungspläne abstimmen dürfen, sollte eine Justiz- oder Verwaltungsbehörde den Plan trotz der Ablehnung durch eine oder mehrere Klassen von Anteilhabern durch Anwendung der Regeln eines klassenübergreifenden *Cram-downs* bestätigen können oder keine unangemessen hohen Mehrheiten in Gesellschafterversammlung für Restrukturierungsmaßnahmen. Vgl dazu auch *Bork*, Neue Grundfragen des Restrukturierungsrechts, ZfR 2021, 345 (352).

66) Kritisch zur relativen Priorität vgl *Wejls/Jonkers/Malakotipour*, The Imminent Distortion of European Insolvency Law: How the European Union Erodes the Basic Fabric of Private Law by Allowing 'Relative Priority' (RPR), Centre for the Study of European Contract Law, Working Paper Series, No. 2019–05, 10.

67) RegE SanIns-FoG, zu § 28 StaRUG.

68) Die RIRL lässt ein Wahlrecht zwischen *Absolute* und *Relative Priority Rule*, ErwGr 56 RIRL; vgl *Jurgutys-Ruez/Urthaler*, ZIK 3/2019, 91 (100). Forderungen betroffener Gläubiger in einer ablehnenden Abstimmungs-kategorie sind in vollem Umfang und in gleicher oder gleichwertiger Weise zu befriedigen, wenn eine nachrangige Klasse nach dem Restrukturierungsplan eine Zahlung erhält oder eine Beteiligung behält (Art 11 Abs 2 RIRL).

69) RegE SanIns-FoG, zu § 28 StaRUG.

70) Zur Eingangsvoraussetzung der wahrscheinlichen Insolvenz vgl näher etwa *Wetter/Simsa*, Die neue Restrukturierungsordnung (ReO), RdW 2021/653, 826 (827).

71) Kritisch zur zu geringen Eintrittshürde *Trenker/Lutschounig*, Stellungnahme RIRUG 6f.

72) Vgl ErläutRV 950 BlgNR 27. GP 2: „Ermöglicht wird vor allem eine Forderungskürzung.“ In den Erläuterungen zum ME heißt es ausdrücklich (Erläut 96/ME 27. GP 2): Werden im Restrukturierungsplan, die Kündigung oder Abänderung von Verträgen oder sonstige Restrukturierungsmaßnahmen [also zB Kapitalmaßnahmen] vorgesehen, so sind die Bestimmungen des Vertragsrechts anzuwenden oder es ist eine einvernehmliche Lösung mit dem Vertragspartner zu

Der Schuldner hat fünf Gläubigerklassen<sup>73)</sup> zu bilden, wobei keine eigene Gesellschafterklasse vorgesehen ist (§ 29 Abs 1 ReO). Der Restrukturierungsplan ist gerichtlich zu bestätigen, auch wenn er nicht in jeder Abstimmungsklasse angenommen wurde (§ 36 ReO; „klassenübergreifender *Cram-down*“).<sup>74)</sup> Für die Zustimmung in den einzelnen Klassen ist eine doppelte Mehrheit erforderlich, und zwar eine einfache Kopfmehrheit der anwesenden betroffenen Gläubiger (>50%) sowie eine qualifizierte Summenmehrheit (≥75%) der anwesenden Gläubiger jeder Klasse (§ 33 ReO).<sup>75)</sup> Die Interessen der überstimmten Gläubiger werden dadurch geschützt, dass sie durch den Plan nicht schlechter gestellt werden dürfen als im Insolvenzverfahren nach der IO (§ 35 ReO).<sup>76)</sup>

Beim klassenübergreifenden *Cram-down* hat sich Österreich für die *relative priority rule* entschieden (§ 36 Abs 1 Z 2 ReO).<sup>77)</sup> Ablehnende Gläubigerklassen müssen mindestens gleichgestellt werden wie gleichrangige Klassen und bessergestellt werden als nachrangige Klassen. Begründet wird dies mit der größeren Flexibilität der *relative priority rule* und um ablehnende Gläubigerklassen durch den Restrukturierungsplan nicht in unangemessener Weise zu beeinträchtigen.<sup>78)</sup>

## 2. Sanierungsbeitrag der Gesellschafter?

Die Umsetzungsoption nach den Art 9 ff RIRL, die Anteilseigner nicht in den Restrukturierungsplan einzu beziehen, wurde in Österreich (leider) in Anspruch genommen.<sup>79)</sup> Aufgrund dieser „Ausparung“ der Gesellschafter musste nach der Systematik der RIRL jedoch das Obstruktionsverbot ihres Art 12 etabliert werden, dass auf andere Weise sicherzustellen ist, dass die Anteilhaber die Annahme und Bestätigung eines Restrukturierungsplans nicht grundlos verhindern oder erschweren. Diese Bestimmung wurde in § 37 Abs 1 Satz 1 ReO (beinahe wortgleich) umgesetzt. Daran schließt eine, wohl als ausdrückliche Absage an insolvenzrechtliche Eingriffe ins Gesellschaftsrecht zu verstehende Bestimmung an, dass, wenn der Plan Maßnahmen umfasst, die der Zustimmung der Anteilhaber

bedürfen, die Bestimmungen des Gesellschaftsrechts zu beachten sind (Satz 2 leg cit). Wohl nicht abschließend durchdacht wurde der darauffolgende Satz 3, dass, wenn ein Restrukturierungsplan nicht in die rechtliche oder wirtschaftliche Stellung der Anteilhaber eingreift, eine gesellschaftsrechtlich erforderliche Zustimmung der Anteilhaber durch Beschluss des Gerichts ersetzt werden kann. Aus den Gesetzesmaterialien ergibt sich, dass man dabei den Fall vor Augen hatte, dass in Gesellschaftsverträgen Restrukturierungspläne einer Zustimmung der Gesellschafterversammlung unterworfen werden und die fehlende Zustimmung gerichtlich ersetzt werden kann.<sup>80)</sup> Die Reichweite der Ersetzungsbefugnis ist allerdings unklar, zumal in den Restrukturierungsplan ja auch Kapitalmaßnahmen aufgenommen werden können (§ 27 Abs 2 Z 7 lit a ReO iVm § 1 Abs 2 ReO, s oben Kap D.1.). Dass die Ersetzungsbefugnis in diesen Fällen greifen soll, stünde allerdings in Widerspruch zu Satz 2 leg cit und der gesellschaftsrechtlichen Abstinenz der ReO im Allgemeinen.<sup>81)</sup> Einen wichtigen Hinweis zur Auflösung dieses Widerspruchs geben die Gesetzesmaterialien, nach denen die Ersetzungsbefugnis nur das *Innenverhältnis* betreffen soll, also die Zustimmung der Anteilhaber zu Geschäftsführungsmaßnahmen betreffend den Restrukturierungsplan, insb die Einleitung des Restrukturierungsverfahrens. Im Umkehrschluss gilt die Ersetzungsbefugnis nicht für Eingriffe in die gesellschaftsrechtliche Organisationsstruktur (sog Strukturmaßnahmen).<sup>82)</sup> Folglich ist mE eine teleologische Reduktion des § 37 Abs 1 Satz 3 ReO geboten,<sup>83)</sup> sodass die Zustimmung der Gesellschafter gerichtlich nur fingiert werden darf, solange Restrukturierungsmaßnahmen sich auf Fremdkapitalmaßnahmen wie Forderungskürzungen und -stundungen beschränken; jedoch nicht mit Strukturmaßnahmen unmittelbar in die Rechte der Anteilhaber eingegriffen wird.<sup>84)</sup>

Für den Fall, dass Restrukturierungsmaßnahmen sich *unmittelbar* auf die Rechte der Anteilhaber aus-

suchen. [...] Erleichtert wird aber eine Forderungskürzung.“ Vgl auch *Fiel*, *ecolx* 2021/508 (786); *Trenker/Lutschounig*, Stellungnahme RIRUG 22.

- 73) (1) Gläubiger mit besicherten Forderungen, (2) Gläubiger mit unbesicherten Forderungen, (3) Anleihegläubiger, (4) schutzbedürftige Gläubiger mit Forderungen unter € 10.000 und (5) Gläubiger nachrangiger Forderungen.
- 74) *Jaufer/Painsi*, Krise als Chance? Sanierungsmöglichkeiten für Unternehmen unter Berücksichtigung der neuen Restrukturierungsordnung, DJA 2021/30, 84 (87); *Ebner* in *Jaufer/Nunner-Krautgasser/Schummer* (Hrsg), Insolvenz- und Sanierungsrecht (2021), Gläubigerrechte im Sanierungsplan im Rahmen des Insolvenzverfahrens 219 (242).
- 75) *Ringenspacher/Nitsche*, Das StaRUG im Vergleich mit der Umsetzung der EU-Direktive in Österreich, ZRI 2021, 477 (484).
- 76) Die Gläubiger dürfen also nicht schlechter gestellt werden als im Liquidationsfall oder bei einem Sanierungsplan, s *Kriwanek/Tuma*, Restrukturierungsordnung, Lexis Briefings 2021.
- 77) ErläutRV IRÄG 2010, 612 BlgNR 24. GP 20f.
- 78) ErläutRV IRÄG 2010, 612 BlgNR 24. GP 20f.
- 79) ErläutRV 950 BlgNR 27. GP 4: „Keine vom Entwurf erfasste Maßnahme wäre jedoch ein sog „debt-equity-swap“; im Restrukturierungsplan vorgesehene Kapitalmaßnahmen können durch gesellschaftsrechtliche Maßnahmen umgesetzt werden.“ ErläutRV 950 BlgNR 27. GP 21: „Werden die Anteilhaber – wie im Entwurf vorgesehen – nicht in das Verfahren einbezogen [...]“

80) ErläutRV 950 BlgNR 27. GP 21: „Künftig könnte es dazu kommen, dass bereits im Gesellschaftsvertrag Vorkehrungen für den Fall eines Restrukturierungsverfahrens getroffen werden, etwa dass ein Restrukturierungsplan oder darin enthaltene Maßnahmen der Beschlussfassung durch die Gesellschafterversammlung vorbehalten werden. Durch Abs 1 letzter Satz wird für das Innenverhältnis festgelegt, dass eine gesellschaftsrechtlich erforderliche Zustimmung der Anteilhaber zu einem Restrukturierungsplan durch Beschluss des Gerichts ersetzt werden kann, wenn dieser nicht in deren rechtliche oder wirtschaftliche Stellung eingreift.“

81) Krit zur unklaren Reichweite des Obstruktionsverbots, *Trenker/Lutschounig*, Stellungnahme RIRUG 64ff. Nach *Reckenzaun* soll die Ersetzungsbefugnis bei tatsächlichen Verhinderungen von Gesellschaftern wie einem Spitalsaufenthalt greifen; vgl *Reckenzaun*, IO-ReO<sup>3</sup> § 37 ReO.

82) *Wabl/Gassner* in *Konecny*, RIRUG, ZIK Spezial 2021, 201 (214ff); *U. Torggler/Trenker* in *Konecny*, Insolvenz-Forum 2014, 73 (80), bezeichnen Eingriffe in die Organisationsstruktur einer Gesellschaft und in die (nicht konkursverfangene) Mitgliedschaft der Gesellschafter als „Strukturmaßnahme“.

83) Ähnlich *Schimka*, Gesellschaftsrechtliche Überlegungen zur Restrukturierungsordnung GesRZ 2021, 374 (378), nach dem eine restriktive Auslegung geboten ist.

84) Eine wichtige und bisher im Schrifttum nicht adressierte Frage ist, inwieweit die Ersetzungsbefugnis auch bei Eingriffen in Mezzanine-Finanzierungsinstrumente zur Anwendung kommen soll, die zwischen Eigen- und Fremdkapital beheimatet sind, zB Genusscheine und stille Beteiligungen.

wirken (also Strukturmaßnahmen), ist in § 37 Abs 2 ReO eine Fristerleichterung vorgesehen: Die Einberufung der Gesellschafterversammlung kann mit der im Gesetz vorgesehenen Einberufungsfrist erfolgen, auch wenn der Gesellschaftsvertrag eine längere Frist vorsieht. Dadurch soll verhindert werden, dass die Beschlussfassung das Restrukturierungsverfahren unangemessen verzögert.<sup>85)</sup>

Auch wenn diese Fristerleichterung wohl gut gemeint ist, handelt es sich dabei nur um einen Tropfen auf den heißen Stein. Gesellschaftsrechtliche Sanierungsmaßnahmen wie Kapitalschnitt<sup>86)</sup> und DES<sup>87)</sup> können in Österreich (weiterhin) nur gesellschafts- bzw vertragsrechtlich umgesetzt werden.<sup>88)</sup> Die für Kapitalschnitt und DES erforderliche Kapitalherabsetzung und anschließende Kapitalerhöhung stellt eine Satzungsänderung dar, die nur mit qualifiziertem Mehrheitserfordernis (und entsprechendem Blockadepotenzial) beschlossen werden kann. Erleichterte Mehrheitserfordernisse oder Zustimmungspflichten sind in der ReO nicht vorgesehen.<sup>89)</sup> Eine gewisse Ausnahme stellt hier die gesellschaftsrechtliche Treuepflicht, der deutschen Girmes-Judikatur<sup>90)</sup> folgend, dar.<sup>91)</sup> Hierbei handelt es sich jedoch um bloße Hilfskonstruktionen, die meist schwer durchsetzbar und unpraktikabel sind,<sup>92)</sup> muss man doch ein Beschlussverfahren einleiten und häufig Anfechtungsklagen und einstweilige Verfügungen betreiben, um gegen die sanierungsverweigernden Mitgesellschafter vorzugehen.<sup>93)</sup> Zur Illustration sei auf die Sanierung der deutschen Senator Entertainment AG hingewiesen, bei der zwei Hauptversammlungen notwendig waren, die Millionen verschlangen und mit Aktionärsklagen über Jahre verzögert wurden.<sup>94)</sup> An dieser Causa wird ersichtlich, dass mit rein vertrags- bzw gesellschaftsrechtlichen Lösungen das Auslangen

nicht gefunden werden kann.<sup>95)</sup> Es bedarf vielmehr verfahrensrechtlichen Kontrahierungszwangs wie im Chapter-11-Verfahren,<sup>96)</sup> va zumal in Sanierungssituationen die Zeit drängt (dazu näher auch Kap F.1.).

Abgesehen von den in § 37 ReO vorgesehenen, minimalinvasiven Eingriffen in die Rechte der Anteilshaber, setzt die ReO also die paradigmatische Trennung von Insolvenz- und Gesellschaftsrecht fort. Österreich hat sich damit – bereits zum zweiten Mal – der Verzahnung zwischen Gesellschafts- und Insolvenzrecht verweigert. Bereits im Zuge des Insolvenzrechtsänderungsgesetzes (IRÄG 2010) wurde ein „Bedarf in der Praxis“ nach Sanierungsbeiträgen der Gesellschafter verneint. Eine Umsetzung von DES würde oft daran scheitern, dass Gläubiger kein Interesse daran haben, anstelle einer Quote im Konkurs eine Unternehmensbeteiligung zu erhalten. Daneben bestehe bereits die Möglichkeit, den gewünschten Effekt durch „Gründung einer Auffanggesellschaft im Konkursverfahren und Übertragung der Vermögenswerte auf diese“ – also durch übertragende Sanierung – zu erreichen.<sup>97)</sup> Diese Argumente haben zwar eine gewisse Berechtigung, doch wird in dieser Untersuchung aufgezeigt, dass die gesellschaftsrechtliche Abstinenz des Insolvenzrechts zu diversen Unbilligkeiten führt, die mE die Verschränkung der Rechtsgebiete unabdingbar machen (s Kapitel F.1.). Auch bestehen einige Vorteile für die Restrukturierungspraxis, auf die gerade in wirtschaftlich herausfordernden Zeiten der Corona-Krise nicht verzichtet werden sollte (s Kap F.2.).

## E. Deutschland: Kapitalmaßnahmen unter dem Insolvenzplan- und Restrukturierungsverfahren

### 1. ESUG

Nach den Erfahrungen der globalen Finanzmarktkrise 2007/2008 wurde bei der deutschen Insolvenzrechtsnovelle 2011 die fehlende Einbindung der Anteilseigner als eines der wesentlichen Mankos der damaligen InsO aus dem Jahr 1999 identifiziert.<sup>98)</sup> Dem amerikanischen Vorbild folgend richtete sich das deutsche Insolvenzrecht neu aus und führte mit dem Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen (ESUG) v 7. 12. 2011 (BGBl I S 2582), in Kraft getreten am 1. 3. 2012, im Insolvenzplanverfahren (als Pendant zum heimischen Sanierungsplanverfahren

85) ErläutRV 950 BlgNR 27. GP 21.

86) Als Kapitalschnitt wird die Kombination einer Kapitalherabsetzung mit einer gleichzeitigen Kapitalerhöhung bezeichnet. Schopper in Straube/Ratka/Rauter, WK GmbHG § 63 Rz 137; Spiegelheld/Foglar-Deinhardstein, Sanierungsinstrumente in der Krise der Kapitalgesellschaft und Treuepflichten der Anteilseigner in FS Torggler (2013) 1139 (1153 ff); Koppensteiner/Rüffler, GmbHG<sup>3</sup> § 54 Rz 11. Kommt es im Rahmen des Kapitalschnitts zur Herabsetzung des Stammkapitals auf null, führt dies zum Ausschluss aller Altgesellschafter aus der Gesellschaft. Man kann dies auch als insolvenzrechtlichen Squeezeout bezeichnen.

87) Vgl näher zum DES Eckert, Kapitalerhöhung gegen Verrechnung von Gesellschafterforderungen, GesRZ 2011, 218; Schopper in Straube/Ratka/Rauter, WK GmbHG § 63 Rz 136; Artmann/Rüffler, Gesellschaftsrecht<sup>2</sup> Rz 745.

88) Mohr, Das Restrukturierungsverfahren nach der ReO, ZIK 2021, 82; Madaus, Insolvenzzrechtliche Prinzipien für Restrukturierungshilfen? WP 2021–1, 9; Riel, ecotex 2021/508 (787).

89) Riel, ecotex 2021/508 (787); Trenker/Lutschounig, Stellungnahme RIRUG 66; Riel, Restrukturierungs- und Insolvenz-Richtlinie-Umsetzungsgesetz, AnwBl 2021, 379 (383); Jaufer/Painsi, DJA 2021/30, 84 (87).

90) BGH 20. 03. 1995 – II ZR 205/94, (Girmes), BGHZ 129; dazu eingehend Torggler, Sanieren oder Ausscheiden, in Artmann/Rüffler/Torggler, Gesellschafterpflichten in der Krise, 1 (2).

91) Spiegelheld/Foglar-Deinhardstein in FS Torggler 1139 (1155 ff).

92) RegE ESUG, BTDrucks 17/5712, 18, 30; Zenker/Garber, Das deutsche Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen (dESUG) – Insolvenzzrechtsreform in Deutschland, ZIK 2012/68, 56 (57).

93) Endl, Kapitalmaßnahmen zu Sanierungszwecken in Krise und Insolvenz, Diplomarbeit WU Wien (2012) 71 ff.

94) Bronger, Debt Equity Swaps 181; AG Charlottenburg v 1. 6. 2004–105 IN 1774/04; dazu Fritze, DZWIR 2007, 89.

95) Trenker in Konecny (Hrsg), RIRUG – ZIK Spezial 2021, 33 (42f), etwa schlägt die analoge Anwendung der Nachschusspflicht nach § 1184 ABGB im Kapitalgesellschaftsrecht vor.

96) Instruktiv hierzu Madaus, Insolvenzzrechtliche Prinzipien für Restrukturierungshilfen? WP 2021–1, 9 ff.

97) ErläutRV IRÄG 2010, 612 BlgNR 24. GP 2f. Näheres zu Überlegungen der BMJ-Insolvenzzrechtsreformkommission über eine mögliche Einführung von Sanierungsbeiträgen der Gesellschafter berichtet Mohr, Jüngere Gesetzgebung und Reformvorhaben im österreichischen Insolvenzrecht, Jahrbuch Insolvenzrecht und Sanierungsrecht 2013, 15 (26).

98) RegE ESUG, BTDrucks 17/5712, 1: Befürchtet wurde eine Sitzverlegung deutscher Unternehmen zur Sanierung nach England, auch empfänden ausländische Investoren deutsches Insolvenzrecht wegen der fehlenden Möglichkeit zur Umwandlung von Forderungen in Anteilsrechte als ungeeignet.

ren)<sup>99</sup>) eine Gruppenbildung (einschließlich der Anteilseigner, § 222 InsO), einen *cram-down* und Zwangseingriffe in die Rechte der Anteilhaber ein.<sup>100</sup>) In jeder Gläubigergruppe muss eine Kopf- und Stimmenmehrheit dem Insolvenzplan zustimmen (§ 244 InsO), wird die Mehrheit nicht in allen Gruppen erreicht, kann die Zustimmung der betreffenden Gruppe(n) im *cram-down* fingiert werden (§ 245 InsO, Obstruktionsverbot). Zentrale Bestimmung zu den Zwangseingriffen in Gesellschafterrechte ist § 225 a InsO, nach der im Insolvenzplan vorgesehen werden kann, dass Gläubigerforderungen in Anteils- oder Mitgliedschaftsrechte am Schuldner umgewandelt werden und der Plan Maßnahmen wie Kapitalherabsetzung oder -erhöhung, Bezugsrechtsausschlüsse, Abfindungszahlungen an ausscheidende Anteilhaber und im Übrigen jede gesellschaftsrechtlich zulässige Regelung enthalten darf. Für die Annahme des Insolvenzplans seitens der Gesellschafter ist die Zustimmung von mehr als der Hälfte der Summe der Beteiligungen erforderlich (§ 244 InsO). Lehnen die Anteilhaber den Insolvenzplan ab oder beteiligen sich erst gar nicht an der Planabstimmung, obwohl sie durch den Plan voraussichtlich nicht schlechter gestellt werden, als sie ohne Plan stünden, greift das Obstruktionsverbot (§§ 245, 246 a InsO).<sup>101</sup>) Mit der Rechtskraft der Bestätigung des Insolvenzplans gelten die in den Plan aufgenommenen gesellschaftsrechtlichen Maßnahmen als beschlossen (§ 254 InsO).<sup>102</sup>)

Das deutsche Insolvenzrecht folgt auch dem amerikanischen Vorbild der – in internationaler Kritik stehenden – APR.<sup>103</sup>) Die Zustimmung einer Abstimmungsgruppe zum Insolvenzplan darf nur gerichtlich ersetzt werden, wenn weder einer nachrangigen Gläubigergruppe noch dem Schuldner oder einer an ihm beteiligten Person ein wirtschaftlicher Wert zugewiesen wird (§ 245 Abs 2 Z 2 InsO).<sup>104</sup>)

Das ESUG ist zwischenzeitlich umfassend evaluiert worden, einerseits von diversen Unternehmensberatungen, die umfassendste Evaluation (quantitativ, qualitativ und rechtswissenschaftlich) ist die offizielle, für den Deutschen Bundestag im Jahr 2018 angefertigte. Die quantitativen Auswertungen der Studien haben ergeben, dass nur in ca der Hälfte der Fälle, in denen Insolvenzpläne zustande kamen, in Gesellschafterrechte eingegriffen wurde. In diesen Fällen wurden DES eher selten genutzt (24%, durchgerechnet auf alle Insolvenzpläne also ca 10%). Häufiger kamen die Übertragung von Geschäftsanteilen an einen Erwerber (57%, durchgerechnet ca 25%) und der Kapitalschnitt (40%, durchgerechnet ca 20%) zur Anwendung.<sup>105</sup>) Insgesamt wird die Verschränkung von Insolvenz und Gesellschaftsrecht in der offiziellen Evaluierung begrüßt, in Diskussion stehen eher Detailfragen.<sup>106</sup>) *Distressed debt*-Investoren mit *Loan-to-own*-Strategien sind mittlerweile auch in Deutschland zu beobachten,<sup>107</sup>) seien jedoch nicht virulent.<sup>108</sup>)

Ausführlich problematisiert wurde in der offiziellen Evaluierung die Sanierung der *Suhrkamp* Verlag GmbH & Co. KG,<sup>109</sup>) bei der der Insolvenzplan zur Austragung eines Gesellschafterkonflikts verwendet wurde. Der Fall hat die Gefahr aufgezeigt, dass mit

dem Insolvenzplan als gesellschaftsrechtlichem Universalwerkzeug auch verfahrensmisbräuchlich in die Rechte der Anteilseigner eingegriffen werden kann (man spricht auch von strategischer Insolvenz bzw kaltem Squeeze-out). Es hat sich eine kontroverielle Debatte entzündet, wie weit die Verdrängungswirkung des Insolvenzrechts gegenüber dem Gesellschaftsrecht reicht.<sup>110</sup>) Eine Darstellung und eigene Meinungsbildung dazu würde den Rahmen dieser Untersuchung sprengen. Den kritischen Stimmen, die Zwangseingriffe in Gesellschafterrechte wegen der Gefahr eines Verfahrensmisbrauchs ablehnen,<sup>111</sup>) kann mE aber jedenfalls nicht beigepllichtet werden. Zunächst ist das in *Suhrkamp* aufgeworfene Problem ein strukturell insolvenzrechtliches, nämlich die rechtmäßige Verfahrenseinleitung bei Eigenantrag. Der Insolvenztatbestand der Überschuldung als unscharfe Eingangsschwelle steht schon lange in der Kritik<sup>112</sup>) und müsste man, den Kritikern folgend, die Legitimität des Insolvenzrechts schlechthin in Frage stellen. Auch werden in der deutschen Literatur Verfahrensmechanismen vorgeschlagen, in denen Minderheitsgesellschaftern ein Beschwerderecht eingeräumt wird, wenn die Überschuldung in Eigenanträgen auf zweifelhafte Weise festgestellt wurde.<sup>113</sup>) Eine derartige legistische Austa-

99) Vgl *Neuhof*, Unternehmenssanierung in Deutschland, ÖBA 2012, 491 (495).

100) *Zenker/Garber*, ZIK 2012/68, 56 (59).

101) *Madaus*, Zwangseingriffe in Gesellschafterrechte, in *Artmann/Rüffler/Torggler*, Gesellschafterpflichten in der Krise 79 (82); vgl auch *Höller*, Der Standard, Printausgabe, 13. 4. 2011; *Spiegelfeld/Foglar-Deinhardstein* in FS Torggler 1139 (1153).

102) *Spiegelfeld/Foglar-Deinhardstein* in FS Torggler 1139 (1153): Etwaige Vinkulierungen oder Syndikatsverträgen zerbrechen.

103) *Jacobi et al*, Evaluierung ESUG 170f.

104) Vgl *Madaus* in *Artmann/Rüffler/Torggler*, Gesellschafterpflichten 79 (82).

105) *Jacobi et al*, Evaluierung ESUG 25ff (Tabelle 16, Wichtige Maßnahmen im Insolvenzplan) 164ff, 301; BCG-Studie, 5 Jahre ESUG (2017) 13f; *Roland Berger/HgGUR*, 5 Jahre ESUG (2018) 17; *Noerr/McKinsey*, InsO-Studie 2015, 13. Vgl auch *Frey*, Vom Gläubiger zum Eigentümer, Der Standard 30. 4. 2013.

106) *Jacobi et al*, Evaluierung ESUG 182.

107) So etwa bei der Sanierung der IVG Immobilien AG; vgl *Brinkmann*, Zum Anschleichen bei schuldenbasierten Übernahmen – Ein Plädoyer für die Einführung von Transparenzregeln im Hinblick auf Loan-to-own-Strategien, WM 2017, 1033.

108) *Jacobi et al*, Evaluierung ESUG 181; *Palenker*, Loan-to-own – Schuldenbasierte Übernahmen in Zeiten moderner Restrukturierungen und mangelnde Gläubigertransparenz (2018) 41.

109) AG Berlin-Charlottenburg 15. 1. 2014–36s IN 2196/13, BeckRS 2014, 14998 (*Suhrkamp*); vgl die prägnante Darstellung des komplexen Sachverhalts von *Madaus* in *Artmann/Rüffler/Torggler*, Gesellschafterpflichten 79 (84ff).

110) *Eidenmüller*, Strategische Insolvenz: Möglichkeiten, Grenzen, Rechtsvergleichung, ZIP 2014, 1197 (1198); *Eidenmüller*, Der Insolvenzplan als gesellschaftsrechtliches Universalwerkzeug, NJW 2014, 17; *Böcker*, Gesellschaftsrecht versus Insolvenzrecht oder Suhrkamp: Verfall eines Verlags, DZWIR 2014, 331; *Fölsing*, Die Zähmung des Widerspenstigen im Suhrkamp-Fall: Schutzschirmverfahren bei Gesellschafterstreit, ZInsO 2013, 1325; *Lang/Muschalle*, Suhrkamp-Verlag – Rechtsmissbräuchlichkeit eines rechtmäßig eingeleiteten Insolvenzverfahrens? NZI 2013, 953.

111) Anstelle vieler *Hagl Müller*, Gesellschafterpflichten in der Krise (2018) 108f mwN.

112) *Schumacher*, Unternehmen sind keine Hellsäher, Die Presse 30. 3. 2020; *Schumacher*, Das Regime der IO und die außergesellschaftliche Sanierung, in *Grininger/Jaufer/Schumacher*, Deutsch-Österreichischer Rechts- und Praxisvergleich im Insolvenzrecht (2018) 1 (6ff); *Thole* in *Heinrich*, Unternehmenssanierung 87 (97); *Madaus* in *Artmann/Rüffler/Torggler*, Gesellschafterpflichten 79 (91).

113) *Brinkmann*, Der strategische Eigenantrag – Missbrauch oder kunstgerechte Handhabung des Insolvenzverfahrens? ZIP 2014,

rierung wird auch in der ESUG-Evaluierung empfohlen.<sup>114)</sup> Darüber hinaus ist zu beachten, dass die Gefahr des Missbrauchs von Insolvenzverfahren als gesellschaftsrechtliches Kampfinstrument<sup>115)</sup> auch immer davon abhängt, wie das Obstruktionsverbot (Befriedigungshierarchie) gesetzlich ausgestaltet ist. Wird die relative Prioritätsregel angewandt, müssen Altgesellschafter nicht zwangsläufig das vor dem Untergang zu bewahrende Schiff verlassen und ist folglich das Problem entschärft. Die entsprechenden Vorschläge der ESUG-Evaluierung<sup>116)</sup> haben im StaRUG bereits Berücksichtigung gefunden (s nächstes Kap E.2.).<sup>117)</sup>

## 2. StaRUG

Am 1. 1. 2021 ist das Gesetz über den Stabilisierungs- und Restrukturierungsrahmen für Unternehmen (Unternehmensstabilisierungs- und -restrukturierungsgesetz, StaRUG), als deutsche Umsetzung der RIRL, in Kraft getreten.<sup>118)</sup> Kernelement des StaRUG ist der Restrukturierungsplan, der – im Unterschied zum Insolvenzplan – bereits bei (bloß) drohender Zahlungsunfähigkeit zur Verfügung steht.<sup>119)</sup>

In Anlehnung an § 225a InsO können durch den Restrukturierungsplan Anteils- oder Mitgliedschaftsrechte gestaltet oder übertragen werden (§ 2 Abs 3 StaRUG).<sup>120)</sup> Die Planbetroffenen sind in Gruppen mit vergleichbarer Rechtsstellung einzuteilen, zu denen eben auch die Inhaber von Anteils- oder Mitgliedschaftsrechten zählen (§ 9 StaRUG).

Für die Annahme des Restrukturierungsplans ist grundsätzlich erforderlich, dass alle Gruppen dem Restrukturierungsplan zustimmen. Hierfür ist erforderlich, dass in jeder Gruppe Gläubiger mit einer mindestens 75%igen Summenmehrheit aller Stimmrechte den Plan annehmen (§ 25 StaRUG).<sup>121)</sup> Auf eine zusätzliche Kopfmehrheit zum Schutz der Kleingläubiger hat der deutsche Gesetzgeber – im Unterschied zum Insolvenzplanverfahren (vgl § 244 Abs 1 InsO) – jedoch verzichtet.<sup>122)</sup> Dem Schutzbedürfnis wird stattdessen durch separate Gruppen von Kleingläubigern Rechnung getragen (vgl § 9 Abs 2 StaRUG).<sup>123)</sup>

Die Zustimmung einzelner Gläubigergruppen kann im *Cram-down* fingiert werden, wenn die Mitglieder dieser Gruppe voraussichtlich nicht schlechter gestellt werden, als sie ohne einen Plan stünden, angemessen an dem wirtschaftlichen Wert beteiligt werden und die Mehrheit der abstimmenden Gruppen dem Plan mit den erforderlichen Mehrheiten zugestimmt hat.<sup>124)</sup>

Wie die InsO folgt das StaRUG dem Grundsatz der absoluten Priorität (§ 27 StaRUG).<sup>125)</sup> Der Grundsatz der absoluten Priorität gilt jedoch nicht unbeschränkt, sondern wird durch § 28 StaRUG aufgeweicht. So privilegiert § 28 Abs 1 leg cit Planbetroffene, die innerhalb ihrer Gläubigergruppe bessergestellt werden.<sup>126)</sup> § 28 Abs 2 leg cit stellt einen Interessenausgleich mit dem Schuldner und den Anteilseignern her, die nicht – wie nach der APR im US-Stil – ausnahmslos ihre Beteiligung verlieren sollen. Sie können am Unternehmen beteiligt bleiben, wenn ihre Mitwirkung für den Planvollzug unerlässlich ist und sie sich entsprechend zur Mitwirkung verpflichten (§ 28 Abs 2 Z 1 StaRUG). Zudem können die Anteilsinhaber bei nur geringfügigen

gen Eingriffen in die Rechte der Gläubiger am Schuldner beteiligt bleiben (§ 28 Abs 2 Z 2 StaRUG).<sup>127)</sup>

## F. Bewertung der unterschiedlichen Ansätze

### 1. Rechtsträgersanierung sinnvoll oder gar notwendig?

Wie in den vorangehenden Teilen der Untersuchung aufgezeigt, ist das österreichische Recht mit den Vorgaben der RIRL (zumindest teilweise) dem US-amerikanischen Sanierungsansatz gefolgt, der mit seiner Schuldnerzentrierung Unternehmen vor der Insolvenz bewahren und ihren Fortführungswert heben soll. Freilich ist dieses Konzept dem österreichischen Insolvenzrecht auch bekannt, denn bereits die KO 1914 strebte – wie später der Sanierungsplan – neben Haftungsverwirklichung und optimaler Gläubigerbefriedigung auch nach Sanierung.<sup>128)</sup>

Mit dem Restrukturierungsplan nach der ReO wird – wie nach dem Chapter-11-Verfahren oder dem Sanierungsverfahren nach den §§ 140 ff IO – der *Rechtsträger* saniert.<sup>129)</sup> Der US-amerikanische Ansatz unterscheidet sich vom österreichischen jedoch durch die Zwangseingriffe in die gesellschaftsrechtliche Organisationsstruktur, technisch gesprochen einer sog *Rechtsträgersanie-*

197, 203; Meyer, Der Plan ist umgesetzt, doch manche Frage offen – Zwischenfazit zum Suhrkamp-Insolvenzverfahren, DB 2015, 538, 540; Schäfer, Suhrkamp und die Folgen – Konsequenzen aus dem vorläufigen Abschluss des Suhrkamp-Insolvenzverfahrens, ZIP 2013, 2237, 2241 f.

114) Jacobi et al, Evaluierung ESUG 176 ff.

115) Vgl Hänel, Entwicklungen im deutschen Insolvenzplanverfahren, Jüngere Gesetzgebung und Reformvorhaben, Jahrbuch Insolvenzrecht und Sanierungsrecht 2014, 65 (82 ff).

116) Jacobi et al, Evaluierung ESUG 178 ff.

117) Madaus in Ebke, Unternehmensrestrukturierung 43 (66 ff), weist zu Recht darauf hin, dass das Problem mit der APR im vorinsolvenzlichen Bereich noch akuter ist.

118) Das deutsche Umsetzungsgesetz war das Sanierungs- und Insolvenzrechtsfortentwicklungsgesetz (SanInsFoG).

119) RegE SanIns-FoG zu Kapitel 1 StaRUG.

120) § 7 Abs 4 StaRUG: Jede gesellschaftsrechtlich zulässige Maßnahme ist möglich. Vgl näher zu den gesellschaftsrechtlichen Maßnahmen Bork, ZRI 2021, 345 (352).

121) Ringenspacher/Nitsche, ZRI 2021, 477 (484).

122) RegE SanIns-FoG, zu § 27 StaRUG: eine „Majorisierung“ der Kleingläubigern lässt sich dadurch nicht gänzlich verhindern, unter anderem wegen Umgehungsstrategien wie der Aufspaltung von Forderungsrechten.

123) RegE SanIns-FoG, zu § 11 StaRUG.

124) Ringenspacher/Nitsche, ZRI 2021, 477 (484).

125) Eine Gruppe von Gläubigern ist angemessen am Planwert beteiligt, wenn kein anderer planbetroffener Gläubiger wirtschaftliche Werte erhält, die den vollen Betrag seines Anspruchs übersteigen (Abs 1 Z 1), weder ein planbetroffener Gläubiger, der ohne einen Plan in einem Insolvenzverfahren mit Nachrang gegenüber den Gläubigern der Gruppe zu befriedigen wäre, noch der Schuldner oder eine an dem Schuldner beteiligte Person einen nicht durch Leistung in das Vermögen des Schuldners vollständig ausgeglichenen wirtschaftlichen Wert erhält (Abs 1 Z 2) und kein planbetroffener Gläubiger, der in einem Insolvenzverfahren gleichrangig mit den Gläubigern der Gruppe zu befriedigen wäre, bessergestellt wird als diese Gläubiger (Abs 1 Z 3).

126) Bork, ZRI 2021, 345 (357).

127) RegE SanIns-FoG, zu § 4 Abs 3 StaRUG.

128) Nunner-Krautgasser, Insolvenzrecht 31 ff; Kohl/Lichtenberger, Ziele und Grundprinzipien des Insolvenzrechts, Lexis Briefings 2021: Der Sanierungsgedanke im österreichischen Insolvenzrecht wurde durch die ReO weiter verstärkt.

129) Nunner-Krautgasser, Insolvenzrecht 32; Riel in Konecny/Schubert, Insolvenzgesetze § 114 a Rz 75 f.

zung mit *Gesellschafterbeteiligung*.<sup>130)</sup> Während das heimische Sanierungsrecht sich weitgehend auf Forderungskürzungen beschränkt, bezieht das US-amerikanische Sanierungsrecht die Anteilseigner ein und reiht diese in der Befriedigungshierarchie ganz hinten an. Die Anteilseigner nehmen damit an der Sanierung als nach-nachrangige Gläubiger (bzw. Residualgläubiger<sup>131)</sup>) teil. Damit ist Gläubiger- und Gesellschaftereigenschaft in Krise und Insolvenz nicht mehr getrennt, sondern wird zum Kontinuum.<sup>132)</sup> Die Anteilseigner als Residualgläubiger gemeinsam mit den Fremdkapitalgebern in die Pflicht zu nehmen ist damit auch Ausdruck des US-amerikanischen Sanierungsparadigmas der Schuldnerzentrierung (im weiteren Sinn).

Welche Argumente sprechen nun für den US-amerikanischen Sanierungsansatz? Hauptargument ist, dass die strikte Trennung von Gesellschafts- und Insolvenzrecht zu einer Ungleichbehandlung führt. Es wird in die Forderungen der Gläubiger eingegriffen, während die Gesellschafter keinen weiteren Beitrag leisten müssen, jedoch zugleich von den Sanierungsbeiträgen der Gläubiger profitieren, gewinnt doch ihre Beteiligung wieder an Wert. Die Gesellschafter erlangen – ökonomisch gesprochen – sog. *windfall profits* und werden zu Trittbrettfahrern der sanierenden Gläubiger.<sup>133)</sup> Auch können Anteilseigner Sanierungsmaßnahmen einfach blockieren, erfordern doch Gesellschafterbeschlüsse über Kapitalmaßnahmen in der Regel Dreiviertelmehrheit. Über diesen „Hebel“ können sie Zugeständnisse erzwingen, die bei dem geringen Restwert ihrer Anteile nicht gerechtfertigt sind.<sup>134)</sup> Ein anschauliches Beispiel wäre hier die Sanierung des A-Tec-Konzerns, in der gegen den Widerstand von Gründer und Großaktionär Mirko Kovats gekämpft werden musste.<sup>135)</sup> Dass dieser systemimmanente Konflikt zwischen Gläubigern und Anteilsinhabern in der österreichischen Richtlinienumsetzung nicht gelöst wird, ist mE einer der größten Makel der neuen ReO. Kommentatoren sprechen von schiefer Optik<sup>136)</sup> bzw. Bedenken gegen die österreichische Umsetzung,<sup>137)</sup> etwas unverblümt, aber mit Recht kann wohl tatsächlich eine „vollkommen surreale Belohnung“ der Anteilsinhaber kritisiert werden.<sup>138)</sup>

Ein weiteres Argument für die Gesellschafterbeteiligung an der Sanierung ist, dass Gläubiger nicht nur mittels liquiditätsbelastender Barzahlungen, sondern im Zuge eines DES auch durch Anteilsrechte abgefunden werden können.<sup>139)</sup> Dadurch kann die Unterbilanz bzw. die rechnerische Überschuldung beseitigt (oder zumindest gemildert) werden.<sup>140)</sup>

Gegen diese einleuchtenden Argumente für den US-amerikanischen Sanierungszugang wird häufig eingewendet, dass die Altgesellschafter durch den *Cram-down* und die APR leer ausgehen bzw. – plakativ gesprochen – „enteignet“ werden.<sup>141)</sup> Dazu muss man sich jedoch die Vorfrage stellen, wie viel die Gesellschafteranteile in der Krise überhaupt noch wert sind. Beim DES nach ESUG ist die Gesellschaft insolvent, das Eigenkapital ist durch die Überschuldung vollständig entwertet und beim Kapitalschnitt wird damit nur der Nominalwert eines Geschäftsanteils an seinen wirtschaftlichen Wert angepasst.<sup>142)</sup> Durchaus möglich ist

aber, dass bei einer vorinsolvenzlichen Restrukturierung unter dem StaRUG die Geschäftsanteile noch werthaltig sind.<sup>143)</sup> Umso mehr gilt dies für das Chapter-11-Verfahren, das überhaupt keine Insolvenzvoraussetzungen fordert. Zu beachten ist jedoch, dass das amerikanische Restrukturierungsverfahren, wie auch das deutsche Sanierungsplanverfahren und das StaRUG, die dissentierenden Gesellschafter nie schlechter stellt, als sie im Liquidationsszenario (bzw. ohne Plan) stünden (11 U.S.C. § 1129 (a) (7) (A) (ii); § 245 Abs 1 Z 1 InsO; § 26 Abs 1 Z 1 StaRUG).<sup>144)</sup> Der Blick auf den Liquidationswert des Krisenunternehmens greift allerdings zu kurz, soll das Unternehmen ja nicht zerschlagen, sondern fortgeführt werden. Relevant muss folglich vielmehr der Nutzen des Unternehmens für Eigen- und Fremdkapitalgeber in zukünftigen Wirtschaftsperioden sein, den man als *Zukunftserfolgswert* bezeichnet (also wie viel künftig mit dem Unternehmen zu verdienen ist).<sup>145)</sup> Dadurch wird typischerweise – selbst bei Überschuldung – in die Vermögensposition der Gesellschafter eingegriffen, wird ihnen doch der in ihrer Beteiligung verkörperte Zukunftserfolgswert des Unternehmens entzogen und zum *Haftungssubstrat* der Gläubiger. Dadurch wird auch das gesellschaftsrechtliche Trennungsprinzip

130) *Madaus in Artmann/Rüffler/Torggler*, Gesellschafterpflichten 79 (81f).

131) *Deckers*, Die Mitgliedschaft in der Insolvenz (2019) 147ff.

132) Vgl. hierzu auch RegE ESUG, BT-Drs. 17/5712, 30: Die Grenze zwischen Eigen- und Fremdkapital ist ohnehin fließend, denke man nur an Mezzanine-Finanzierungsinstrumente wie Genuss-scheine und stille Beteiligungen, die je nach ihrer rechtlichen Ausgestaltung als Eigen- oder Fremdkapital anzusehen sein können.

133) *Madaus in Artmann/Rüffler/Torggler*, Gesellschafterpflichten 79 (80f). Nach *Madaus* beinhaltet die Rechtsträgersanierung durch die Gläubiger im Fall der Gesellschaftsinsolvenz eine Drittbegünstigung (der Gesellschafter), er gibt jedoch zu bedenken, dass das Insolvenzrecht aus diesem Grund allerdings nicht zwingend mangelhaft sein muss. Die Drittbegünstigung kann nicht gegen den Willen der Gläubiger (und des Schuldners) eintreten und die Gesellschafter seien auch an einem Vergleich interessiert, weil sie nur damit die Insolvenz ihrer Gesellschaft und damit den Verlust ihrer Anteile vermeiden können. Sie seien nicht selten bereit, der Gesellschaft im Vergleichsfall frisches Eigenkapital zur Verfügung zu stellen.

134) Vgl. hierzu auch RegE ESUG, BT-Drs. 17/5712, 30.

135) *Frey*, Vom Gläubiger zum Eigentümer, *Der Standard* 30. 4. 2013.

136) *Trenker/Lutschounig*, Stellungnahme RIRUG 66.

137) *Riel*, Restrukturierungs- und Insolvenz-Richtlinie-Umsetzungsgesetz, *AnwBl* 2021, 379 (383).

138) *Bronger*, Debt Equity Swaps 180.

139) *Madaus*, Zwangseingriffe in Gesellschafterrechte, in *Artmann/Rüffler/Torggler*, Gesellschafterpflichten in der Krise 79 (80f).

140) *Schopper in Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 63 Rz 136.

141) *Frey*, Vom Gläubiger zum Eigentümer, *Der Standard* 30. 4. 2013; vgl. auch *Schmidt*, Debt-to-Equity-Swap bei der (GmbH & Co.-) Kommanditgesellschaft, *ZGR* 2012, 567 (578); *Hagl Müller*, Gesellschafterpflichten in der Krise (2018) 108f. Freilich liegt hier kein staatlicher Eigentumsentzug iSv § 365 ABGB vor, es wird aber dennoch in das Grundrecht auf Eigentum (Art 5 StGG) eingegriffen.

142) *Deckers*, Mitgliedschaft 140; *Madaus in Artmann/Rüffler/Torggler*, Gesellschafterpflichten 79 (82). Vgl. auch RegE ESUG, BT-Drs. 17/5712, 32 „Allerdings ist im Insolvenzverfahren regelmäßig von einer Wertlosigkeit der Anteile auszugehen“.

143) RegE SanIns-FoG, zu § 4 Abs 3 StaRUG.

144) Vgl. dazu RegE SanIns-FoG, zu § 4 Abs 3 StaRUG: Jeder betroffene Anteilsinhaber kann die Planbestätigung mit dem Einwand verhindern, dass er durch den Plan schlechter gestellt werde.

145) Vgl. *Deckers*, Mitgliedschaft 207ff. Der Zukunftserfolgswert wird über das Ertragswertverfahren bzw. Cashflow-basierte Bewertungsverfahren, auf Basis künftig zu erzielender Zahlungsflüsse, ermittelt.

durchbrochen, gehört ja die Mitgliedschaft nicht zum haftenden Gesellschaftsvermögen (bzw der Insolvenzmasse).

Folglich kommt man nicht umhin, für die Durchbrechung des gesellschaftsrechtlichen Trennungsprinzips eine passende Rechtsfigur heranzuziehen, nämlich die – wenn auch stets umstrittene – Durchgriffshaftung.<sup>146)</sup> Wie bei ihren klassischen Fällen<sup>147)</sup> liegt das ökonomische Problem in den divergierenden Interessen von Gesellschaftern und Gesellschaftsgläubigern,<sup>148)</sup> das hier in Form des oben beschriebenen Trittbrettfahrerproblems zu Tage tritt.<sup>149)</sup> Beachtet werden muss allerdings, dass – im Unterschied zur klassischen Durchgriffshaftung – (nur) auf das investierte Kapital des Gesellschafters gegriffen wird, nicht jedoch auf sein sonstiges Privatvermögen.<sup>150)</sup> Ein weiterer Unterschied zur klassischen Durchgriffshaftung ist, dass die Zwangseingriffe insolvenzrechtlich, also verfahrensrechtlich angeordnet werden. Aus diesen Gründen erscheint es mir am treffendsten, sie als *atypische, insolvenzrechtliche Durchgriffshaftung* zu qualifizieren.

Rechtsdogmatisch werden die Eingriffe in Gesellschafterrechte (bzw der Haftungsdurchgriff) auf unterschiedliche Weise zu legitimieren versucht. So wird etwa mit der gesellschaftsrechtlichen Treuepflicht (iS der *Girmes-Rsp*<sup>151)</sup>) argumentiert,<sup>152)</sup> was jedoch nicht tragfähig ist, besteht die Treuepflicht doch nur zwischen den Gesellschaftern, aber nicht in Bezug auf die Gläubiger.<sup>153)</sup> Instrukтив ist die These *Bitters*, dass die Anteilseigner ab Eröffnung des Insolvenzverfahrens nur noch formal bzw treuhänderisch Inhaber ihrer Anteile sind, während die Gesellschafterposition wirtschaftlich den Gläubigern zusteht.<sup>154)</sup> ME wird das Sachproblem jedoch am besten mit dem rechtsökonomischen Holdout-Problem beschrieben, nach dem Zwangsmaßnahmen gerechtfertigt sind, wenn eine *Ressource höherwertig genutzt werden kann*, dieses Ergebnis sich über private Transaktionen jedoch nicht erzielen lässt, weil es durch obstruierende Eigentümer und Trittbrettfahrerverhalten zu einem Marktversagen kommt.<sup>155)</sup> Übertragen auf den atypischen, insolvenzrechtlichen Haftungsdurchgriff wird das entzogene Anteilsrecht einer höherwertigen Nutzung zugewiesen, nämlich der schnelleren Entschuldung der Gesellschaft. Zudem kann der im Anteilsrecht verkörperte Zukunftserfolgswert den Sanierern des Unternehmens – den (unbesicherten) Gläubigern – im Weg des DES zugeführt werden.

## 2. Vorteile gegenüber übertragender Sanierung

An dieser Stelle soll noch näher auf die Argumente der österreichischen Legislative gegen die Gesellschafterbeteiligung im Sanierungsverfahren eingegangen werden, wonach in der Praxis Gläubiger hierzulande gar kein Interesse hätten, „anstelle einer Quote im Konkurs eine Unternehmensbeteiligung zu erhalten“ und im Übrigen der „gewünschte Effekt durch Gründung einer Auffanggesellschaft im Konkursverfahren und Übertragung der Vermögenswerte auf diese erreicht werden kann“.<sup>156)</sup>

Diese Argumentation ist nicht ohne Weiteres von der Hand zu weisen. So hat ja die deutsche ESUG-Evaluierung ergeben, dass von der Möglichkeit, Forderungen

in Eigenkapital umzutauschen, nur in geringem Maß Gebrauch gemacht wurde (s oben Kap E.1.). Dies ist verständlich, sind doch die Großgläubiger zumeist Banken, die in Europa in ein zu enges regulatorisches Korsett geschnürt sind, um Fremdkapital in Geschäftsanteile zu tauschen.<sup>157)</sup> Zugleich haben Banken kaum Anreize, sich an einer Sanierung zu beteiligen, können sie doch gegen einen unliebsamen Schuldner einfach ihre Sicherheit verwerten. Darüber hinaus werden DES häufig von *Hedge Funds* eingesetzt, die aber am kontinentaleuropäischen Markt (noch) nicht so aktiv sind wie in den USA.

Allerdings ist zu beachten, dass das überschaubare praktische Interesse am Schuld-Beteiligungstausch kein valides Argument gegen die Verschränkung von Insolvenz- und Gesellschaftsrecht ist, handelt es sich dabei doch nur um eine von vielen gesellschaftsrechtlichen Sanierungsmaßnahmen. So hat die ESUG-Evaluierung gezeigt, dass immerhin in ca der Hälfte der Insolvenzpläne in Gesellschafterrechte eingegriffen wird, besonders häufig kommt die Übertragung der Geschäftsanteile an einen neuen Investor und der Kapitalschnitt zum Einsatz. Auf die besondere praktische Relevanz dieser Maßnahmen wird unten gleich näher eingegangen werden.

Das zweite Argument des österreichischen Gesetzgebers gegen die Rechtsträgersanierung mit Gesellschafterbeteiligung ist, dass ja die übertragende Sanierung zur Verfügung stünde.<sup>158)</sup> Bei der übertragenden Sanierung – einer Sonderform der Liquidation – wird das Unternehmen vom insolventen Rechtsträger an einen anderen, bestehenden oder neu zu gründenden Träger übertragen, bei dem das Unternehmen fortgeführt und saniert wird.<sup>159)</sup> Die übertragende Sanierung

146) Vgl *Deckers*, Mitgliedschaft 133ff.

147) Die klassischen Fälle der Durchgriffshaftung sind Vermögensvermischung, materielle Unterkapitalisierung, Existenzvernichtungshaftung und Rechtsformmissbrauch; vgl *Artmann/Rüffler*, Gesellschaftsrecht<sup>2</sup> Rz 1090ff. Der Begriff des Haftungsdurchgriffs ist hier treffend, weil das Insolvenzrecht auch ein (kollektives) Haftungsrecht ist, das der Verwirklichung von Gläubigerrechten dient.

148) *Halmer*, Gesellschafterdarlehen und Haftungsdurchgriff (2013) 9.

149) *Schäfer/Ott*, Ökonomische Analyse 692ff.

150) *Deckers*, Mitgliedschaft 343f.

151) BGH 20. 3. 1995, II ZR 205/94 (*Girmes*), BGHZ 129.

152) *Haas* in HK InsO<sup>10</sup> § 225 a Rz 3; *Deckers*, Mitgliedschaft 194.

153) Die Judikatur BGH II ZR 205/94 BGHZ 129, 136 (*Girmes*) bzw BGH II ZR 240/08 BGHZ 183, 1 (Sanieren oder Ausscheiden) bezieht sich auf *Sanierungspflichten gegenüber den Mitgesellschaftern*, nicht gegenüber den Gläubigern. Zu beachten ist allerdings, dass die Entscheidungen zumindest deutlich machen, dass das Gesellschaftsrecht Grenzen des Teilhabeanspruchs kennt, wenn Sanierungsbeiträge – ohne jegliche Eigenleistung der Altgesellschafter – allein durch eine Gruppe sanierungsbereiter Stakeholder geleistet werden. Siehe näher *Deckers*, Mitgliedschaft 193ff.

154) *Bitter*, Sanierung in der Insolvenz – Der Beitrag von Treue- und Aufopferungspflichten zum Sanierungserfolg, ZGR 2010, 147, 189, 195.

155) Vgl *Schäfer/Ott*, Ökonomische Analyse 692ff; *Posner*, Economic Analysis 57.

156) ErläutRV IRÄG 2010, 612, BlgNR 24. GP 2f.

157) *Fellner*, Der Mumm, ins Risiko zu gehen, fehlt, Trend 39/2020, 88f.

158) ErläutRV IRÄG 2010, 612, BlgNR 24. GP 2f: „Wegen des geringen Bedarfs und der bereits bestehenden Möglichkeit, den gewünschten Effekt durch Gründung einer Auffanggesellschaft im Konkursverfahren und Übertragung der Vermögenswerte auf diese erreichen zu können“, sollte der Fragenkomplex um die Rechtsträgersanierung einer umfassenden Erörterung vorbehalten werden.

159) *Dellinger/Oberhammer/Koller*, Insolvenzrecht<sup>4</sup> Rz 12; *Riel* in *Koenech/Schubert*, Insolvenzgesetze § 114 a Rz 75f.

ist ein praxisbewährtes Instrument,<sup>160</sup> das etwa in der *Libro*-Insolvenz angewandt wurde. Auch in den USA hat sie einen Siegeszug erlebt, etwa in den ikonischen Restrukturierungsverfahren *United Airlines*, *General Motors* oder *Chrysler*.<sup>161</sup> Dass die übertragende Sanierung aus ökonomischer Sicht vorteilhaft ist, steht weitgehend außer Frage.<sup>162</sup>

Zu bedenken ist jedoch, dass die übertragende Sanierung nicht in jedem Fall das Ziel maximaler Gläubigerbefriedigung erreichen kann. Die übertragende Sanierung hat nämlich den Nachteil, dass *rechtsträgerspezifische Berechtigungen*<sup>163</sup> wie öffentlich-rechtliche Lizenzen, Genehmigungen oder eine Börsenzulassung an den Träger geknüpft sind und überhaupt nicht oder nur unter unzumutbar hohen Transaktionskosten auf einen neuen Rechtsträger übertragen werden können. Klassische Beispiele wären die Kassenarztpraxis, ein Airport mit seinen Flugslots oder eine Bank mit ihrer Konzession. Vergleichbar ist die Situation bei Klein- und mittelständischen Unternehmen, die stark durch ihr Management geprägt sind (insb Familienunternehmen), wobei es hier nicht um rechtsträgerspezifische Berechtigungen, sondern die Bindung des Kundenstamms an die Unternehmer- bzw Geschäftsführerpersonlichkeit geht.<sup>164</sup> Um den Fortführungswert voll abzuschöpfen, muss in diesen Fällen das Unternehmen bei seinem Rechtsträger verbleiben und dort reorganisiert werden.<sup>165</sup> So konnte auch empirisch erwiesen werden, dass die Vermögenswerte in einer Chapter-11-Reorganisation besser erhalten bleiben als bei einer Liquidation.<sup>166</sup>

Ein weiteres Argument für den US-amerikanischen Restrukturierungsansatz ist, dass er neben dem DES erlaubt, dass ein neuer Investor im Rahmen eines (erzungenen) Kapitalschnitts das Unternehmen übernimmt. Dabei wird nicht – wie bei der übertragenden Sanierung üblich – Gesellschaftsvermögen in einem *Asset deal* zur Gläubigerbefriedigung verkauft, sondern tritt der neue Gesellschafter in einer effektiven Kapitalerhöhung ein (und leistet typischerweise ein Agio).<sup>167</sup> Auf diese Weise wurden kürzlich erfolgreich der US-Autovermieter *Hertz*<sup>168</sup> oder die *Adler* Modemärkte<sup>169</sup> saniert.<sup>170</sup>

Der entscheidende Vorteil dieser „uneigentlichen“ übertragenden Sanierung ist, dass der Rechtsträger erhalten bleibt und zugleich Gläubigerforderungen insolvenzrechtlich gekürzt werden können. Sie ist einem Unternehmenskauf mittels *Share deal* ähnlich, der beim Kauf maroder Unternehmen üblicherweise ausscheidet, weil der Erwerber sich sonst nicht von den Schulden des Rechtsträgers trennen kann.<sup>171</sup> Im Unterschied zum *Asset deal* vor Insolvenzeröffnung besteht kein Anfechtungsrisiko und somit Transaktionsicherheit.<sup>172</sup> Darüber hinaus begegnet die Gesamtveräußerung im Weg des *Asset deal* dem praktischen Problem, dass man *einen* Investor finden muss, der das gesamte Unternehmen kauft bzw wenn mehrere Investoren gleichzeitig einsteigen wollen, sie ein Konsortium mit gemeinsamer Auffanggesellschaft gründen müssen. Bei der uneigentlichen übertragenden Sanierung hingegen zeichnet schlicht jeder Investor nach dem Kapitalschnitt neue Geschäftsanteile, ähnlich ei-

ner Kapitalrunde bei einem Start-up-Unternehmen und können so mehrere Investoren unabhängig voneinander einsteigen.<sup>173</sup> Gerade angesichts der strukturellen Schwäche des heimischen Kapitalmarkts<sup>174</sup> erscheint dieses Modell für Österreich attraktiv.

Dieselben Vorteile wie die uneigentliche übertragende Sanierung hat auch die zwangsweise Übertragung von Geschäftsanteilen an einen neuen Investor. Wie die ESUG-Evaluierung gezeigt hat, sind diese beiden gesellschaftsrechtlichen Maßnahmen die am häufigsten im deutschen Insolvenzplanverfahren angewandten (s Kap E.1.)

## G. Zusammenfassung und Thesen

Wie die globale Ausstrahlung des US-amerikanischen Chapter 11 zeigt, leistet die Rechtsvergleichung einen beachtlichen Entwicklungsbeitrag für das Insolvenzrecht. Dass ein modernes Sanierungsrecht bereits mit kollektivem Zwangscharakter vor Eintritt der Insolvenz ansetzen sollte, ist seit Erlassung der RIRL transatlantischer Konsens. International umstritten ist jedoch, inwieweit bei Kapitalgesellschaften zwangsweise in Gesellschafterrechte eingegriffen werden darf bzw soll. Nach den Ergebnissen dieser Untersuchung führt die gesellschaftsrechtliche Abstinenz des österreichischen Insolvenzrechts zu unsachlichen Ergebnissen: Es wird in die Forderungen der Gläubiger eingegriffen, während die Gesellschafter keinen weiteren Beitrag leisten müssen, jedoch zugleich von den Sanierungsbeiträgen der Gläubiger profitieren. Zudem können

160) *Riel* in *Konecny/Schubert*, Insolvenzgesetze § 114 a Rz 75f; für Deutschland spricht *Paulus* sogar von „faktischer Dominanz“, s *Paulus*, Welches Insolvenzmodell haben wir? in *Grüninger/Jaufer/Schumacher*, Deutsch-Österreichischer Rechts- und Praxisvergleich im Insolvenzrecht (2018) 31 (40).

161) *Heese*, Funktion Insolvenzrecht 37 ff; *Madaus*, Insolvenzplan 484f; *Gilson*, How Chapter 11 Saved the US Economy, *Forbes* 25. 3. 2013.

162) *Schäfer/Ott*, Ökonomische Analyse 721f. Vor allem besteht auch nicht das Problem des Trittbrettfahrens, weil die Altgesellschafter üblicherweise leer ausgehen.

163) *Bitter/Laspeyres*, Rechtsträgerspezifische Berechtigungen als Hindernis übertragender Sanierung, ZIP 2010, 1157.

164) Vgl *Endl*, Kapitalmaßnahmen zu Sanierungszwecken, Diplomarbeit WU Wien (2012) 145; *Madaus*, Insolvenzplan 486f; RegE ESUG, BTDrucks 17/5712, 30.

165) *Madaus*, Insolvenzplan 488; *Haas* in HK InsO<sup>10</sup> § 225 a Rz 2.

166) *Bris/Welch/Zhu*, The Costs of Bankruptcy: Chapter 7 Liquidation versus Chapter 11 Reorganization, *Journal of Finance*, LXI, No. 3, June 2006, 1253.

167) Vgl hierzu etwa *Krumbholz* in *Thierhoff/Müller*, Unternehmenssanierung<sup>2</sup> (2016), Kapitalherabsetzung Rz 15ff, der mit einem Fallbeispiel den Investment-Prozess anschaulich darstellt.

168) *Hertz*, Proposes Shareholder Payout as Part of Bankruptcy-Exit Plan, *WSJ* 21. 4. 2021.

169) Kapitalschnitt auf null geplant – *Adler*-Aktionäre sollen leer ausgehen, *manager magazin* 21. 6. 2021; Textilkette *Adler* Modemärkte erhält Zustimmung für Sanierungskonzept, *Handelsblatt* 28. 7. 2021: Kapitalschnitt auf 0, Übernahme durch Mischkonzern *Zeitfracht Logistics GmbH* als Investor.

170) *Morshäuser/Falkner*, Unternehmenskauf aus der Insolvenz, NZG 2010, 881, geben hier zu Recht zu bedenken, dass ein derartiger Unternehmenserwerb via für große Insolvenzen geeignet ist.

171) *Wörle*, Wie man ein marodes Unternehmen richtig kauft, *Der Standard* 3. 7. 2021.

172) *Biehl/Jost*, Übertragende Sanierung – Chancen und Risiken für Investoren, *BB* 2021, 2118.

173) Freilich wird in der Praxis häufig ein Syndikatsvertrag vereinbart werden, aber ist dies nicht zwingend erforderlich.

174) Vgl nur *Wörle*, Was Österreich für Erfolgsgeschichten wie *Biontech* und *Tesla* fehlt, *Der Standard* 19. 1. 2021.

die Anteilseigner erforderliche Eigenkapitalmaßnahmen leicht blockieren; Hilfskonstruktionen über die Treuepflicht á la BGH-Girmes sind in der Praxis kaum durchsetzbar. Die Abfindung der Gläubiger mit Anteilsrechten beschleunigt auch die Entschuldung. Zu berücksichtigen ist jedoch, dass die Mitgliedschaft der Altgesellschafter, die in einem Sanierungsszenario immer noch den Zukunftserfolgswert des Unternehmens verkörpert, zum Haftungssubstrat wird. Dies stellt eine Abweichung vom gesellschaftsrechtlichen Trennungsprinzip dar. ME ist dies rechtsdogmatisch als *atypische, insolvenzrechtliche Durchgriffshaftung* zu qualifizieren, die allerdings gerechtfertigt ist, weil das Anteilsrecht einer höherwertigeren Nutzung zugewiesen wird, nämlich dem Fortbestand des Unternehmens in der Krise (s Kap F.1.).

Die von der österreichischen Legislative gepriesenen Vorteile der übertragenden Sanierung sind zwar nicht zu leugnen, doch kann mit ihr nicht in jedem Fall maximale Gläubigerbefriedigung erreicht werden. Rechtsträgerspezifische Berechtigungen, wie die Konzession einer Bank oder eine Börsenzulassung, können nämlich überhaupt nicht oder nur unter unzumutbar hohen Transaktionskosten auf einen neuen Rechtsträger übertragen werden. In diesen Fällen ist geboten, dass das Unternehmen bei seinem Rechtsträger verbleibt und dort reorganisiert wird. Darüber hinaus gestattet der US-amerikanische Restrukturierungsansatz neben dem DES auch, dass ein neuer Investor im Zuge eines Kapitalschnitts mit effektiver Kapitalerhöhung das marode Unternehmen übernimmt. Mit einer derartigen, uneigentlichen übertragenden Sanierung wurden kürzlich der US-Autovermieter *Hertz* oder die *Adler* Modemärkte erfolgreich saniert. Diese Gestaltung ist transaktionssicher, es bleibt wiederum der Rechtsträger erhalten und es können unkompliziert mehrere neue Investoren zugleich einsteigen (s Kap F.2.).

Aus den genannten Gründen sollte in Österreich mE jedenfalls eine Rechtsträgersanierung mit Gesellschafterbeteiligung eingeführt werden. Allerdings reicht es nicht hin, die ReO zu novellieren, es müsste freilich auch das Sanierungsverfahren der IO entsprechend angepasst werden, um einen Gleichklang mit der Sanierung in der Insolvenz herzustellen (wie in Deutschland mit ESUG und StaRUG). Wie die Erfahrungen aus Deutschland zeigen, wirft die Verschränkung von Gesellschafts- und Insolvenzrecht diffizile Fragen des Verhältnisses beider Rechtsgebiete zueinander auf. Es ist zu klären, inwieweit dem Insolvenzrecht gegenüber dem Gesellschaftsrecht eine Verdrängungswirkung zukommt – im bekannten *Suhrkamp*-Fall etwa wurde der Insolvenzplan zur Klärung eines Gesellschafterkonflikts zweckentfremdet. Dagegen sind bereits Verfahrensmechanismen vorgeschlagen worden, etwa ein Beschwerderecht für Minderheitsgesellschafter, wenn bei freiwillig beantragten Insolvenzen die Überschuldung auf zweifelhafte Weise festgestellt wurde (s Kap E.1.).

Eine wesentliche Frage zur Rechtsträgersanierung mit Gesellschafterbeteiligung ist, wie man das Obstruktionsverbot bzw die Befriedigungshierarchie ausgestaltet. Tatsächlich kann die APR nach amerikanischem

Vorbild zu extremen bzw beliebigen, weil von äußeren Faktoren abhängigen Ergebnissen führen. Auch spitzt sich dadurch das zuvor angesprochene Problem strategischer Insolvenzen zu. Ein Mittelweg, wie in der deutschen Umsetzung der RIRL den Grundsatz der absoluten Priorität in Richtung der *relative priority rule* aufzuweichen, erscheint vorteilhaft (s Kap B.3.a).

Ein Vorbehalt gegen das Restrukturierungsverfahren mit Gesellschafterbeteiligung ist, dass *Hedge Funds* notleidende Forderungen für Übernahmestrategien nutzen können. ME stellt das Auftreten der *Vulture Investors* am Restrukturierungsmarkt kein spezifisches Problem des Chapter-11-Verfahrens dar, steht ihnen schließlich frei, Krisenunternehmen im Weg einer übertragenden Sanierung zu erwerben. Auch ist das Problem in den USA virulenter, zumal dort das Chapter-11-Verfahren ohne Insolvenzvoraussetzung eingeleitet werden kann und Gläubiger mehr Einfluss haben, weil sie selbst Sanierungspläne nach Ablauf der 120-Tagesfrist vorlegen können.<sup>175)</sup> Problematisch ist jedoch (auch in Deutschland), dass sich schuldenbasierte Übernahmen bei börsennotierten Krisenunternehmen im Schatten kapitalmarktrechtlicher Transparenzvorschriften abspielen. Transparenzvorschriften betreffend den Aufbau von Fremdkapitalpositionen, wie sie in den USA bereits implementiert wurden und in Deutschland in Diskussion stehen,<sup>176)</sup> sind mE zu empfehlen (s Kap B.3.b).

Auch wenn in diesem Beitrag nur ein Teil der ReO untersucht wurde, ist dennoch den kritischen Stimmen in der Literatur beizupflichten, dass der österreichische Gesetzgeber den Spielraum der RIRL nicht ausgenutzt und stattdessen lediglich ein stark an der IO orientiertes Sanierungsverfahren *light*<sup>177)</sup> geschaffen hat.<sup>178)</sup> Weitgehend wurde schlicht der Richtlinienentwurf übernommen, sobald sich die ReO jedoch von ihrem Vorbild entfernt, erscheint manche österreichische Eigenkreation nicht bis ins Letzte durchdacht (s Kap D.2.). Die Verschränkung von Insolvenz- und Gesellschaftsrecht wäre ein wichtiger Baustein gewesen, um mit einem innovativen Restrukturierungsrecht am Wettbewerb der Rechtsordnungen teilzunehmen.<sup>179)</sup> Die österreichische Legislative scheint zu unterschätzen, wie leicht in der EU Unternehmen zur Sanierung ins Ausland abwandern können.<sup>180)</sup> Auch hätte man gar nicht über den großen Teich schauen müssen, ein Blick nach Deutschland wäre bereits erhellend gewesen. →

175) *Palenker*, Loan-to-own 290.

176) Vgl etwa *Florstedt*, Der Aufbau von Fremdkapitalpositionen mit dem Ziel einer schuldenbasierten Unternehmensübernahme, ZIP 2015, 2345; *Palenker*, Loan-to-own 494 ff.

177) *Fidler*, Die ReO tritt in Kraft: Doch nur ein „Sanierungsverfahren light“? ZFR 2021/130.

178) *Riel*, *ecollex* 2021/508 (788); *Trenker/Lutschounig*, Stellungnahme RIRUG 5f.

179) Vgl <https://stephanmadaus.de/2021/02/24/oesterreichs-entwurf-einer-restrukturierungsordnung-das-planverfahren-der-inso-1999/> (Stand 9. 2. 2022); *Höller/Simsa*, Erleichterung von Unternehmenssanierungen ist ein richtiger Schritt, Der Standard 25. 2. 2021; *Jaufer/Painsi*, Restrukturierungsverfahren mit grenzüberschreitenden Schwächen, Der Standard 16. 7. 2021; *Trenker/Lutschounig*, Stellungnahme RIRUG 66.

180) Der deutsche Brillenhersteller *Rodenstock* etwa wurde (vor Inkrafttreten des ESUG) in England über einen *Scheme of Arrangement* saniert.

## → In Kürze

Deutschland hat sich zurecht den insolvenzrechtlichen Zwangseingriffen in die Kapitalstruktur von Unternehmen á la US-amerikanischem Chapter-11-Verfahren angeschlossen. Die Altgesellschafter, deren Anteile durch die Überschuldung entwertet sind, verlieren ihre Mitgliedschaft und die Gläubiger können im Zuge eines Schuld-Beteiligungstauschs, dem *debt-equity-swap*, ihren Platz einnehmen. Auf diese Weise können Unternehmen rascher entschuldet werden bzw neue Investoren – unter Erhalt des Rechtsträgers – einsteigen. Österreich hält mit der ReO an der gesellschaftsrechtlichen Abstinenz des Insolvenzrechts fest; der dabei auftretende Konflikt zwischen Gläubigern und Anteilseignern bleibt bedauerlicherweise ungelöst.

## → Summary

This article analyzes the Austrian implementation of the EU-Directive on restructuring and insolvency (RID), the Austrian Restructuring Act (ReA, *Restrukturierungsordnung*) which entered into force on July 17th, 2021.

The RID provides a so-called preventive restructuring framework in which debtors in financial distress can continue business and restructure their liabilities to prevent insolvency. From an Austrian perspective, the restructuring framework bridges the gap between an out-of-court settlement (*stiller Ausgleich*) and the restructuring procedure according to the Austrian Insolvency Act (*Sanierungsverfahren*). Under the ReA the debtor proposes a restructuring plan in which the creditors are ranked according to their seniority. Provided that the restructuring plan is approved by one or more impaired classes, even if some creditors do not consent to the compromise of their rights, such classes are “crammed down” and thus the restructuring plan can be forced upon the dissenting creditors.

The regulatory role model for the preventive restructuring framework was the reorganization procedure according to Chapter 11, United States Bankruptcy Code. A characteristic of the Chapter 11-reorganization is that it goes

beyond the restructuring of debt and allows the modification of the rights of the equity holders. They usually lose their interest in the debtor, subsequently new shares are issued and the creditors become new shareholders by trading debt for equity (*debt-equity-swap*).

The EU gave its Member States leeway whether to include the equity holders in the restructuring procedure. Austria did not follow the US-American approach and upholds the separation of insolvency law and corporate law, whereas in Germany the modification of shareholder rights in insolvency proceedings has already been introduced in 2011 and subsequently in the implementation of the RID for pre-insolvency restructurings.

This article shows that the Austrian concept of a strict separation of insolvency law and corporate law leads to imbalanced results, as equity restructurings can be easily blocked by holdout-shareholders. In addition, the Chapter 11-procedure accelerates the elimination of over-indebtedness and distributes the going-concern value to the creditors. Beyond legal analysis this essay takes empirical data into account and derives legislative suggestions for a future amendment of the Austrian insolvency law.

## → Zum Thema

## Über den Autor:

Dr. Karl Wörle ist Lektor und Leiter des Fachbereichs Wirtschaftsrecht an der Fachhochschule des BFI Wien.

Kontakt: Fachhochschule des BFI Wien Ges.m.b.H., Wohlmutstraße 22, 1020 Wien

Tel: +43 6802156523, E-Mail: karl.woerle@fh-vie.ac.at

## Vom selben Autor erschienen:

Die Regulierung von Related Party Transactions durch die zweite Aktionärsrechte-Richtlinie und ihre Umsetzung in das österreichische Recht – Ministerialentwurf zum AktRAG 2019, wbl 2019, 365;

Say on Pay und Zuständigkeit im Aufsichtsrat, ecolex 2019, 876.



## Ein Onlineshop vom Fach.

Entdecken Sie den MANZ-Webshop mit der größten Auswahl an Fachliteratur und Fachtagungen zu Recht, Steuer, Wirtschaft.

shop.manz.at

MANZ 