

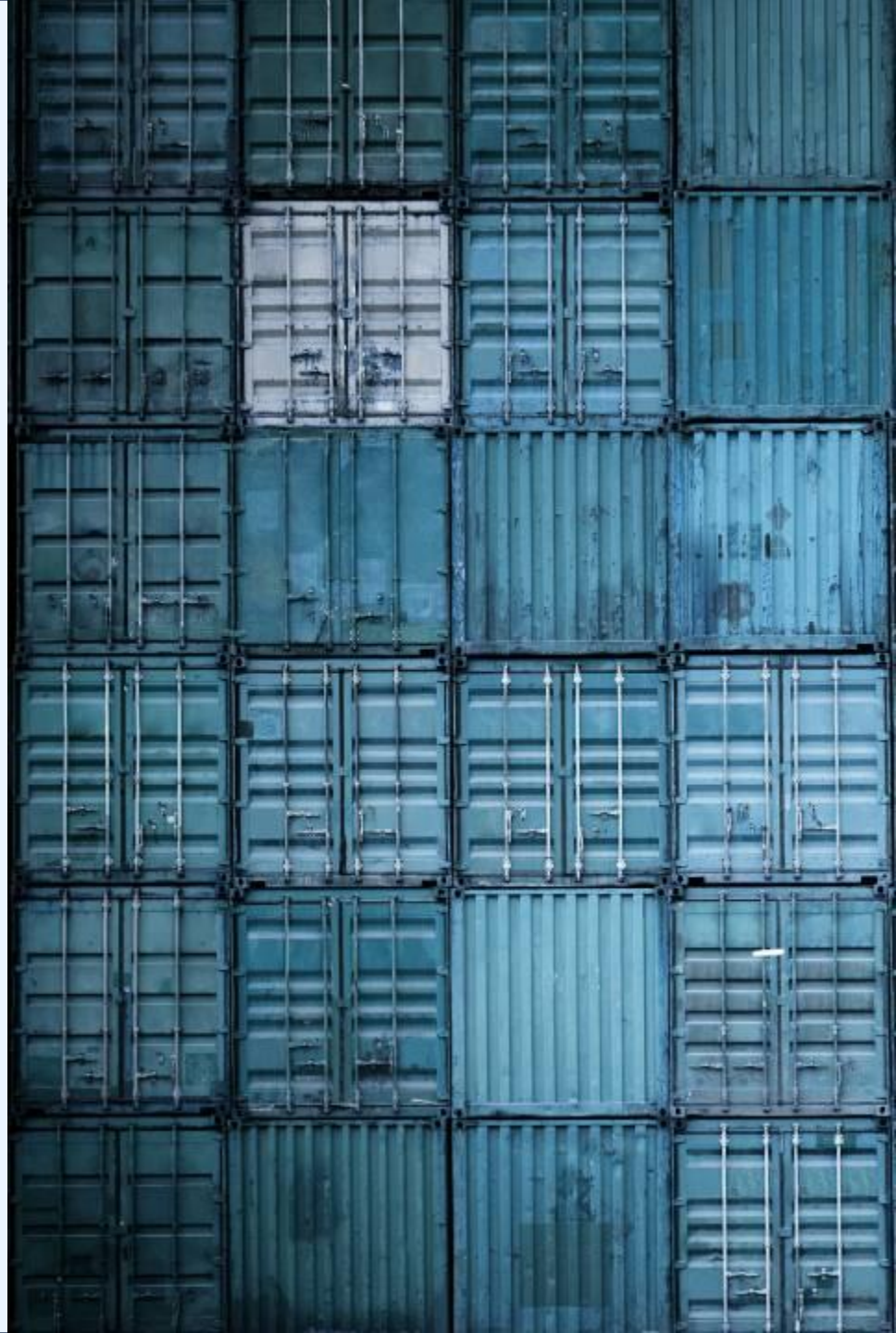
Unternehmensübernahme qua Insolvenzplan

Der praktische Fall: Sanierungsmaßnahme Kapitalschnitt im Insolvenzverfahren

3. Jahrestagung des Instituts für Insolvenz-
und Sanierungsrecht und der Düsseldorfer
Vereinigung für Insolvenz- und
Sanierungsrecht e.V.

Heinrich-Heine-Universität Düsseldorf

Dr. Franz Aleth / Prof. Dr. Christoph H. Seibt
mit Hinweisen aus Richtersicht von
RinAG Angela Fischer
7. Oktober 2016



Der Fall Pfeiderer

Der Weg in die Insolvenz (1)

- Die Pfeiderer AG (PAG), die Konzernholding des Pfeiderer-Konzerns, ist weltweit als Systemanbieter von Holzwerkstoffen, insb. Span-/Holzfaserplatten und Laminatfußböden tätig gewesen.
- Sie geriet im Zuge der weltweiten Finanzkrise und aufgrund ihrer hohen Fremdkapitalbelastung in eine wirtschaftliche Schieflage.
- Die PAG und die Hauptgläubiger beschlossen im Mai 2011 ein (außergerichtliches) Sanierungskonzept.
- Die Maßnahmen zur Restrukturierung sollten umfassen:
 - vereinfachte Kapitalherabsetzung auf weniger als 1% des gezeichneten Kapitals,
 - Barkapitalerhöhung unter weitgehendem Bezugsrechtsausschluss der Aktionäre, und
 - Umtausch einer von der Pfeiderer Finance B.V. (einer Tochtergesellschaft der PAG) begebenen Hybridanleihe in Aktien der PAG.

Der Fall Pfeiderer

Der Weg in die Insolvenz (2)

- Bei einer Gläubigerversammlung der Anleihegläubiger der Pfeiderer Finance B.V. im Juni 2011 und bei einer außerordentlichen Hauptversammlung der PAG im Juli 2011 wurden mit großer Mehrheit Beschlüsse für die Umsetzung der Restrukturierungsmaßnahmen gefasst.
- Gegen die Beschlüsse der Hauptversammlung wurden durch Aktionäre und gegen die Beschlüsse der Gläubigerversammlung wurden durch Gläubiger Anfechtungsklagen erhoben.
- Das LG Frankfurt/M. hielt die Anfechtungsklagen der Gläubiger gegen die Beschlüsse der Gläubigerversammlung nicht für offensichtlich unbegründet und wies den Freigabeantrag am 27. November 2011 ab. Die sofortige Beschwerde wurde vom OLG Frankfurt/M. am 27. März 2012 ebenfalls abgewiesen.
- Es war nicht mehr zu erwarten, dass die Beschlüsse bis zum Auslaufen der bestehenden Standstill-Vereinbarung am 30. Juni 2012 umgesetzt werden konnten.
- Daraufhin meldete die PAG am 28. März 2012 Insolvenz an.

Der Fall Pfeiderer

Sachverhalt

- Juni / Juli 2011: Hauptversammlung Pfeiderer und Gläubigerversammlung stimmen Sanierungskonzept zur Abwendung der Insolvenz zu (Kapitalherabsetzung auf weniger als 1% des gezeichneten Kapitals, Barkapitalerhöhung unter weitgehendem Bezugsrechtsausschluss der Altaktionäre, Umtausch einer von einer Tochtergesellschaft begebenen Hybridanleihe in Aktien von Pfeiderer)
- März 2012: Anfechtungsklagen gegen die Beschlüsse der Hauptversammlung und der Gläubigerversammlung können nicht durch Freigabeverfahren bis zum Auslaufen der Stand still-Vereinbarung mit den Gläubigern überwunden werden.
- 28.03.2012 Antrag auf Eröffnung des Insolvenzverfahrens
- 17.04.2012 Eröffnung des Insolvenzverfahrens in Eigenverwaltung
- 03.08.2012 Einreichung des Insolvenzplans beim Insolvenzgericht
- 12.09.2012 Erörterungs- und Abstimmungstermin; Zustimmung zum Insolvenzplan mit Mehrheit der Stimmen der Gläubigergruppen (auch der Aktionäre)
- 18.10.2012 Eintritt aller Planbedingungen (bzw. Verzicht), Anzeige beim Insolvenzgericht und Planbestätigung
- 02.11.2012 Ablauf der Beschwerdefrist; Rechtskraft des Plans
- 27.11.2012 Eintragung Kapitalmaßnahmen
- 31.12.2012 Aufhebung des Insolvenzverfahrens



Der Fall Pfeiderer

Überblick über die wesentlichen ESUG-Themen

- Nach § 225a InsO dürfen im Insolvenzplan alle „gesellschaftsrechtlich zulässigen“ Maßnahmen getroffen werden.
- § 225a Abs. 2 InsO führt als Maßnahmen insbes. auf die Kapitalherabsetzung/-erhöhung, die Leistung von Sacheinlagen, den Ausschluss von Bezugsrechten und die Zahlung von Abfindungen.
- Ein Debt Equity Swap kann im Rahmen des Insolvenzplans erfolgen. Zur Erleichterung ist nach § 254 Abs. 4 InsO die Geltendmachung einer Überbewertung der Forderung ausgeschlossen (gesetzlicher Ausschluß einer Differenzhaftung).
- Die Abstimmung der Gläubigerversammlung über den Insolvenzplan ersetzt Hauptversammlungsbeschlüsse, die als formgültig gefasst gelten (kein Anfechtungsrisiko, § 254a Abs. InsO). Die Ladung zum Erörterungs-/ Abstimmungstermin und der Ablauf der Gläubigerversammlung richten sich nach den Regelungen des Insolvenzrechts. Im Einzelnen sind viele praktische Fragen nicht geregelt.
- Aktionäre bilden eigene Gruppe, deren Zustimmung zum Plan kann ggf. fingiert werden, wenn sie durch den Insolvenzplan nicht schlechter als in der Regelinsolvenz gestellt werden (§ 245 Abs. 3 InsO).



Der Fall Pfeiderer

Inhalt des Insolvenzplans

- Kapitalherabsetzung auf Null
- Barkapitalerhöhung auf die Höhe des Mindestgrundkapitals (EUR 50.000) unter Ausschluss des Bezugsrechts der Aktionäre
- Sachkapitalerhöhung in Höhe von EUR 29,5 Mio. gegen Einbringung von Forderungen gegen Pfeiderer durch den neuen Investor Atlantik S.A. (Debt Equity Swap) unter vollständigem Ausschluss des Bezugsrechts der Aktionäre
- Zurückstellung von Mitteln auf einem Sonderkonto gemäß § 251 Abs. 3 InsO



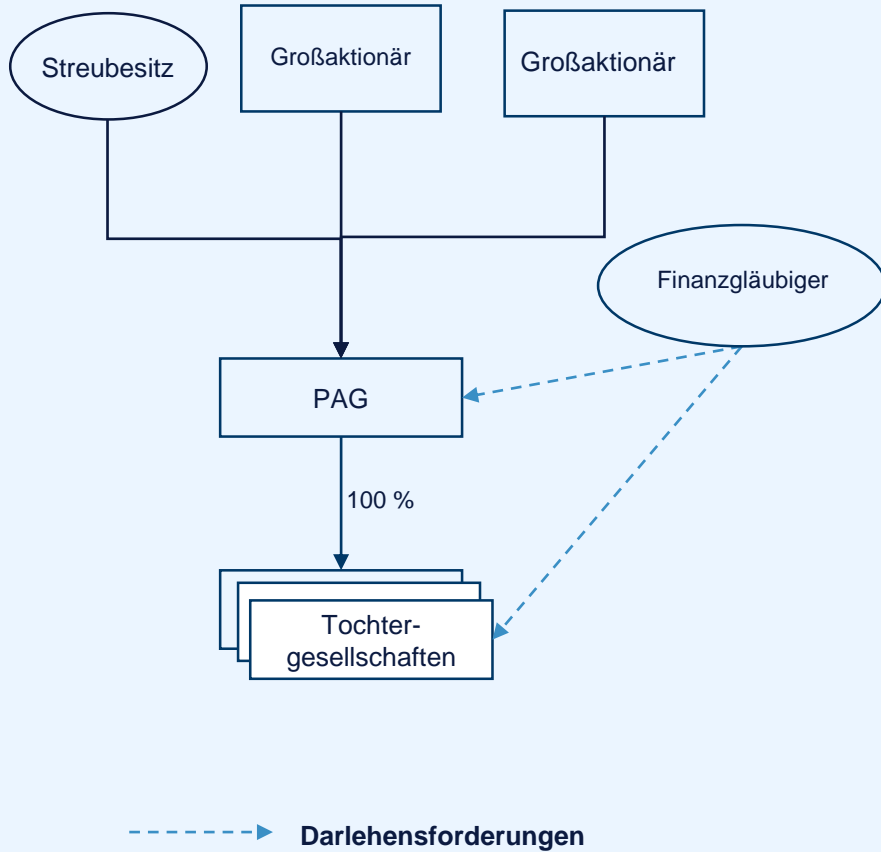
Der Fall Pfeiderer

Flankierende Maßnahmen

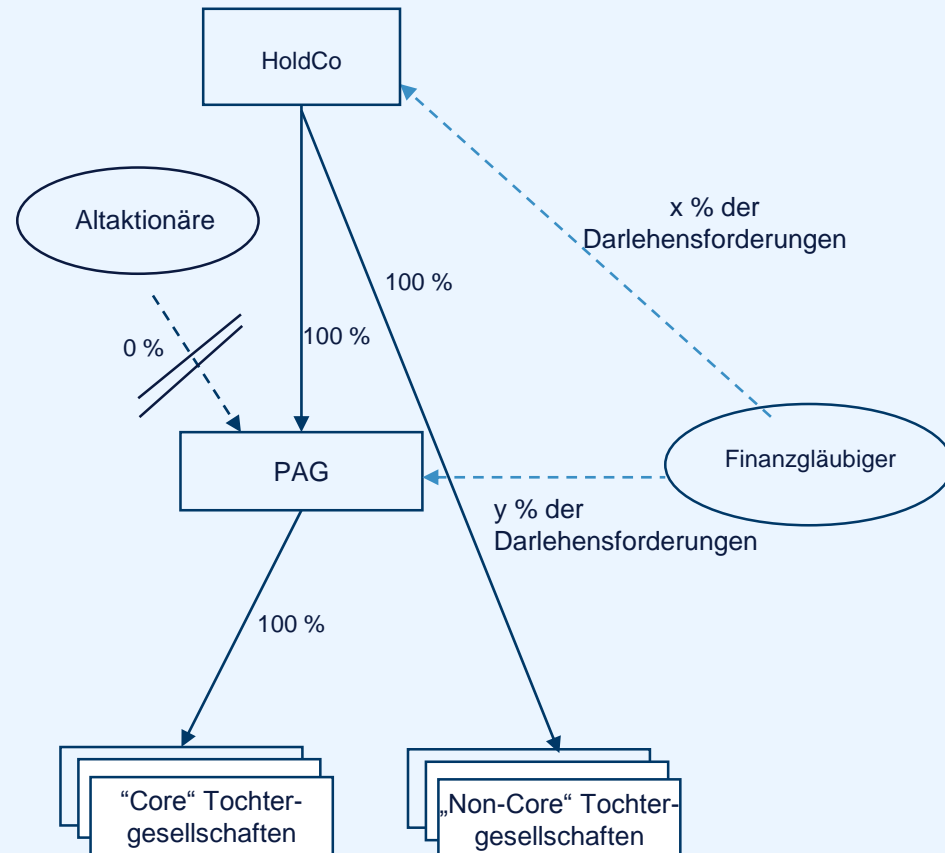
- Die Regelungen des Insolvenzplans im Hinblick auf die Entschuldung, die Enthftung, die Umstrukturierung und Neufinanzierung der **Pfeiderer Gruppe** wurden im Wesentlichen außerhalb des Insolvenzplans durch umfangreiche Vereinbarungen umgesetzt.
- Parallel zum Insolvenzplanverfahren erfolgte ein Abverkauf der Unternehmensteile, die nicht mehr Teil der zukünftigen Pfeiderer Gruppe sein sollten.
- Erlöse aus den Verkäufen der – mit Sicherheiten zugunsten der Finanzgläubiger behafteten – Anteile und sonstigen Vermögensgegenstände wurden zur Finanzierung des Insolvenzplans freigegeben.
- Mit der Atlantik S.A. wurde ein neuer Investor gewonnen, der die Anteile an der PAG übernahm.

Der Fall Pfeiderer

Ausgangsstruktur (stark vereinfacht)



Zielstruktur (stark vereinfacht)



Der Fall Pfeiderer

Zulässigkeit eines vollständigen Ausschlusses der Altaktionäre im Insolvenzplan? (1)

- Zulässigkeit einer Kapitalherabsetzung auf Null (d.h. Altaktionäre verlieren ihre Beteiligung vollständig)
 - Rechtsgrundlage: § 225 a Abs. 2 Satz 3 InsO
 - Die Maßnahme ist i.S.d. § 225 a Abs. 3 „gesellschaftsrechtlich zulässig“:
 - §§ 229, 222 Abs. 1 AktG sehen vereinfachte Kapitalherabsetzung vor
 - Kapitalherabsetzung auf Null zulässig, wenn Vermögen der Gesellschaft durch Verluste vollständig aufgezehrt
 - Feststellung durch Pro-Forma-Bilanz, keine Bewertung erforderlich (hM, str.)
 - In diesem Fall zugleich Kapitalerhöhung gegen Bareinlagen auf Mindestgrundkapital in Höhe von EUR 50.000 erforderlich, § 228 Abs. 1 AktG

Der Fall Pfeiderer

Zulässigkeit eines vollständigen Ausschlusses der Altaktionäre im Insolvenzplan? (2)

- Zulässigkeit einer Kapitalerhöhung mit vollständigem Bezugsrechtsausschluss?
 - Herrschende insolvenzrechtliche Auffassung:
Auch vollständiger Ausschluss der Altaktionäre durch Insolvenzplan möglich
 - Bei Eröffnung eines Insolvenzverfahrens kann der Aktionär ohnehin nicht mit dem Erhalt seiner Mitgliedschaft rechnen
 - Verbleibender Vermögenswert gem. §§ 251 Abs. 3, 253 Abs. 4 Satz 3, 4 InsO zu berücksichtigen
 - Verbreitete gesellschaftsrechtliche Auffassung:
Vollständiger Bezugsrechtsausschluss der Altaktionäre wegen Verstoßes gegen Art. 14 GG und Art. 9 GG unzulässig
 - Uneinigkeit, ob bei materieller Inhaltskontrolle des Bezugsrechtsausschlusses nach BGH-Rechtsprechung (Kali+Salz) im Einzelfall vollständiger Bezugsrechtsausschluss sachlich gerechtfertigt sein kann
 - Uneinigkeit, ob sanierungswilligen Altaktionären Bezugsrecht gewährt werden muss (Anlehnung an BGH „Sanieren oder Ausscheiden“)

Der Fall Pfeiderer

Zulässigkeit eines vollständigen Ausschlusses der Altaktionäre im Insolvenzplan? (3)

- Zulässigkeit einer Kapitalerhöhung mit vollständigem Bezugsrechtsausschluss? (2)
 - Stellungnahme: Die herrschende insolvenzrechtliche Auffassung überzeugt
 - Diese kann sich auf die Gesetzesmaterialien zum ESUG stützen
 - § 225a InsO ist Rechtsfolgen-, nicht Rechtsgrundverweis und verweist nur auf das Instrumentarium von Kapitalmaßnahmen
 - Keine Schlechterstellung ggüb. Regelinsolvenzverfahren
 - BGH-Rspr. zu „Sanieren oder Ausscheiden“ ist nicht einschlägig
 - Keine Verfassungswidrigkeit der ESUG-Regelungen, wenn verbleibender Restwert vergütet wird (Vergütung des Residualwertes statt Mitgliedschaftsschutz) ⇒ Verfassungsbeschwerden i.S. IVG Immobilien von BVerfG nicht zur Entscheidung angenommen
 - Ein Bezugsrechtsausschluss ist in vielen Konstellationen sinnvoll.

Der Fall Pfeiderer

Überblick über Gläubigergruppen

<i>Gruppe 1</i>	Absonderungsberechtigte Finanzgläubiger
<i>Gruppe 2</i>	Gruppengesellschaften
<i>Gruppe 3</i>	Pensionssicherungsverein
<i>Gruppe 4</i>	Sonstige nicht nachrangige Insolvenzgläubiger
<i>Gruppe 5</i>	Aktionäre
<i>Hybridanleihe</i>	Keine Regelung; gilt aufgrund Nachrangigkeit als erlassen (§ 225 Abs. 1 InsO); kein Stimmrecht

Der Fall Pfeiderer

Vergleich Planverfahren – Regelverfahren (1)

- Absonderungsberechtigte Gläubiger der Gruppe 1
 - Vollständig abweichende Regelungen
 - Weder Zahlungen aus Absonderungserlösen noch Erhalt einer Insolvenzquote mit ihren Ausfallsforderungen
 - Stehenlassen eines Teilbetrags ihrer Forderungen auch zukünftig gegenüber der PAG
 - Schuldbefreiende Übernahme eines nachhaltigen Teilbetrags der Forderungen durch die Atlantik S.A. (Investor)
 - Bereiterklärung gegenüber der PAG, diese nicht mehr für Verbindlichkeiten der Non-Core Gesellschaften in Anspruch zu nehmen

Der Fall Pfeiderer

Vergleich Planverfahren – Regelverfahren (2)

- Gruppengläubiger der Gruppe 2
 - Erhalten (im Wesentlichen) die nach Insolvenzplan für die nicht nachrangigen Gläubiger berechnete Quote, verzichten insoweit jedoch auf die umgehende Ausschüttung und stunden ihre Quotenzahlung
 - Keine zeitnahe Liquidierung der Quote wie bei den Gläubigern der Gruppe 4, da sie über den Insolvenzplan mittelbar selbst profitieren, da ihr eigener Bestand durch den Insolvenzplan ebenfalls gesichert wird

Der Fall Pfeiderer

Vergleich Planverfahren – Regelverfahren (3)

- Pensionssicherungsverein der Gruppe 3
 - Praktisch kein Unterschied zwischen Planverfahren und Regelverfahren
 - Pensionsansprüche der Betriebsrentner und Rückgriffsansprüche des Pensionssicherungsvereins sind durch das Vermögen des Contractual Trust Arrangements (CTA) vollständig gesichert
 - Vorteile des Insolvenzplanverfahrens:
 - Sicherheit für das weitere Vorgehen im Hinblick auf Betriebsrenten, Leistungen des CTA und des Pensionssicherungsvereins
 - Nachgeordnete Gesellschaften der PAG werden zukünftig in die Lage versetzt, die bei ihnen entstandenen und zukünftig entstehenden Betriebsrentenansprüche selbst zu erfüllen
 - Vermeidung des Risikos eines Dominoeffekts

Der Fall Pfeiderer

Vergleich Planverfahren – Regelverfahren (4)

- Ungesicherte nicht nachrangige Gläubiger der Gruppe 4
 - Entscheidender Gesichtspunkt, da die ungesicherten Insolvenzgläubiger regelmäßig das höchste Ausfallrisiko tragen
 - Planquote geschätzt auf 9,7% – demgegenüber bestenfalls eine Quote von 1,0% im Regelverfahren
 - Steuerliche Risiken für den Fall der Totalerschlagung sowohl auf der Ebene der PAG als auch auf der Ebene der Beteiligungsgesellschaften
 - Vorteile des Insolvenzplanverfahrens:
 - Alsbaldige Auszahlung der Planquote (innerhalb weniger Wochen – im Regelverfahren dauert es regelmäßig Jahre)
 - Regelmäßig erheblich niedrigere Kosten im Planverfahren (und Masseverbindlichkeiten) infolge der erheblich kürzeren Verfahrensdauer

Der Fall Pfeiderer

Vergleich Planverfahren – Regelverfahren (5)

- Aktionäre der Gruppe 5
 - Kein Unterschied zwischen Planverfahren und Regelverfahren
 - Am Ende der Regelabwicklung würde die PAG gelöscht und die – ohnehin wertlosen – Aktien der Altaktionäre würden untergehen
 - Im Planverfahren gehen die Aktien der Altaktionäre durch die Kapitalherabsetzung auf Null unter
 - Es ist nicht zu beanstanden, das die Altaktionäre bei Durchführung des Planverfahrens keinen Vorteil gegenüber der Abwicklung im Regelverfahren haben. Dies entspricht der gesetzlichen Grundwertung, wonach die am Schuldner beteiligten Personen im Insolvenzverfahren nur etwas erhalten, wenn zunächst die Forderungen aller Insolvenzgläubiger in voller Höhe berichtigt werden, § 199 Satz 2 InsO, was hier nicht der Fall ist.

Der Fall Pfeiderer

Erörterungs- und Abstimmungstermin (1)

- Ladung
 - Nach § 235 Abs. 3 Satz 3 InsO sind die am Schuldner beteiligten Personen zu laden; für Aktionäre genügt jedoch die öffentliche Bekanntmachung nach § 235 Abs. 2 InsO.
 - Bei börsennotierten Gesellschaften hat zusätzlich eine Bekanntmachung im elektronischen Bundesanzeiger zu erfolgen. Außerdem muss eine Zusammenfassung des Plans auf der Internetseite veröffentlicht werden.
 - Nach § 254a Abs. 2 Satz 2 InsO gelten gesellschaftsrechtlich erforderliche Ladungen, Bekanntmachungen und sonstige Maßnahmen als in der vorgeschriebenen Form bewirkt; kein eigenes Anfechtungsrisiko.

Der Fall Pfeiderer

Erörterungs- und Abstimmungstermin (2)

- Fragestellungen
 - Veröffentlichung einer Zusammenfassung oder des gesamten Insolvenzplans?
 - Feststellung der Aktionärseseigenschaft und Stimmberechtigung durch Rückgriff aufs Aktienrecht?
 - Bei Auseinanderfallen von Erörterungs- und Abstimmungstermin liegen 2 Wochen zwischen der Feststellung des Stimmrechts und der Abstimmung. Ist ein Umschreibestopp im Aktienbuch zulässig, um Stimmberechtigung im Erörterungstermin abschließend feststellen zu können?

Der Fall Pfeiderer

Erörterungs- und Abstimmungstermin (3)

- Ablauf
 - Kein Auskunftsrecht, sondern nur Erörterung
 - Annahme des Plans erfordert (i) Zustimmung aller Gläubigergruppen und (ii) innerhalb der Gruppe der Aktionäre einfache Kapitalmehrheit
 - Stimmrechtsbeschränkungen, Sonderstimmrechte oder Mehrstimmrechte bleiben nach § 238a InsO außer Betracht
 - Zustimmung der Aktionäre kann ersetzt werden, wenn sie durch den Plan voraussichtlich nicht schlechter als in der Regelinsolvenz stehen, § 245 InsO. Dies dürfte in der Regel der Fall sein.

Der Erörterungs- und Abstimmungstermin folgt anderen Regeln als eine Hauptversammlung und ist mit dieser nicht vergleichbar!

⇒ Alle Gläubigergruppen stimmten dem Insolvenzplan mit Mehrheiten von jeweils mehr als 99% zu. Die Aktionäre stimmten auch mehrheitlich zu.

Der Fall Pfeleiderer

AG Düsseldorf (Insolvenzgericht), Beschl. v. 18.10.2012 – 501 IN 84/12

- Nach der Abstimmung erfolgt die Planbestätigung durch das Insolvenzgericht
- Zurückweisung von Anträgen der Aktionäre, dem Insolvenzplan die gerichtliche Bestätigung zu versagen
- Zweifelhaft, ob Aktionäre eine Schlechterstellung im Vergleich zur Regelinsolvenz i.S.v. § 251 Abs. 2 InsO glaubhaft gemacht haben
- Jedenfalls aber Zurückstellung von ausreichenden Mitteln gemäß § 251 Abs. 3 InsO
- Trotz öffentlicher Kritik der Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (DSW) und Aufruf zu Klage keine Rechtsmittel der Aktionäre

Ergebnis

Fortführung der sanierten Pfeleiderer AG durch den neuen Investor unter vollständigem Ausschluss der Aktionäre.



Exkurs: Rechtsschutzmöglichkeiten am Beispiel IVG

Inhalt des Insolvenzplans: Pfeleiderer als „Blaupause“

- Vereinfachte Kapitalherabsetzung auf Null
 - Barkapitalerhöhung auf Höhe des Mindestgrundkapitals von EUR 50.000 unter Ausschluss des Bezugsrechts der Altaktionäre
 - Gemischte Sach- und Barkapitalerhöhung unter Ausschluss des Bezugsrechts der Altaktionäre; Einbringung von Forderungen gegen die IVG durch zwei Gesellschaften, in denen die Gläubiger ihre Forderungen gebündelt hatten
 - Zurückstellung von Mitteln auf einem Sonderkonto gemäß § 251 Abs. 3 InsO
- ⇒ Bestätigung des Insolvenzplans durch das Insolvenzgericht AG Bonn
- ⇒ Sofortige Beschwerde der IVG-Aktionäre

Exkurs: Rechtsschutzmöglichkeiten am Beispiel IVG

Rechtsschutzmöglichkeiten gegen die Planbestätigung

- Der Aktionär kann Antrag auf Versagung der Planbestätigung durch das Insolvenzgericht stellen, wenn er im Abstimmungstermin Widerspruch einlegt und glaubhaft macht, dass er durch den Plan voraussichtlich schlechter stehen wird. Der Antrag ist abzuweisen, wenn im Plan Mittel für den Fall der Schlechterstellung bereit gestellt sind.
- Gegen die Planbestätigung ist die sofortige Beschwerde zulässig. Erforderlich ist nach § 253 Abs. 2 InsO, dass der Aktionär im Abstimmungstermin Widerspruch eingelegt und glaubhaft gemacht hat, dass er durch den Plan wesentlich schlechter steht und dieser Nachteil nicht aus im Plan dafür vorgesehenen Mitteln ausgeglichen werden kann.
- Die Beschwerde ist nach § 253 Abs. 4 InsO zurückzuweisen, wenn die Nachteile einer Verzögerung des Insolvenzplans überwiegen. Bei ausreichender Dotierung des „Topfes“ dürfte dies in der Regel der Fall sein.

Exkurs: Rechtsschutzmöglichkeiten am Beispiel IVG

LG Bonn, Beschl. v. 10.7.2014 – 6 T 178/14

- Zurückweisung der sofortigen Beschwerde gegen Bestätigung des Insolvenzplans durch AG Bonn
- Unzulässigkeit der sofortigen Beschwerde, da nicht gemäß § 253 Abs. 2 Nr. 3 InsO glaubhaft gemacht, dass Beschwerdeführer durch den Plan wesentlich schlechter gestellt werden, als sie ohne einen Plan stünden.
- Erklärung des Beschwerdeführers, dass er an einer Kapitalerhöhung unter Wahrung des Bezugsrechts teilgenommen hätte, reicht zur Glaubhaftmachung nicht aus. Erforderlich ist vielmehr Glaubhaftmachung, dass auch die anderen Altaktionäre sich an einer solchen Kapitalerhöhung beteiligt hätten.

Ergebnis

- Vollständiger Ausschluss der Altaktionäre aus der IVG
- Verfassungsbeschwerden wurden von BVerfG nicht zur Entscheidung angenommen (z.B. Beschl. v. 27.10.2015 – 2 BvR 1809/14, BeckRS 2016, 40842).

Der Fall Pfeiderer/IVG

Zulässigkeit eines kompensationslosen Ausschlusses? (1)

- Anspruch der Aktionäre auf Abfindung?
 - Ausschluss der Altaktionäre ähnelt dem Fall eines Squeeze-out
 - Bewertung nach Fortführungswert oder nach Liquidationswert?
 - Verbreitete gesellschaftsrechtliche Auffassung:
Fortführungswert (Reorganisationswert) maßgeblich
⇒ Ermittlung des Ertragswerts nach Sanierung
Unklar, ob von Reorganisationswert Forderungen der Gläubiger zum Nennbetrag abgezogen werden sollen
 - Insolvenzrechtliche Auffassung:
Liquidationswert maßgeblich ⇒ in der Regel Null
 - Stellungnahme:
Insolvenzrechtliche Auffassung kann sich auf Gesetzesmaterialien stützen.

Der Fall Pfeiderer/IVG

Zulässigkeit eines kompensationslosen Ausschlusses? (2)

- Notwendigkeit der Berücksichtigung eines verbleibenden Börsenwertes?
 - Art. 14 GG könnte Abfindung i.H.d. verbleibenden Börsenwertes erfordern.
 - Vgl. BVerfG 27.04.1999 (DAT/Altana); BVerfG 26.04.2011 (Deutsche Telekom/T-Online).
 - Börsenkurs muss bei Abfindung im Rahmen von Strukturmaßnahmen (mindestens) ausgeglichen werden.
 - Entscheidungen tragen Kapitalmarktbeurteilung unter Going-Concern-Betrachtung Rechnung.
 - Vorliegend haben die Aktionäre aufgrund der Insolvenz wirtschaftlich ihr Vermögen verloren.
 - Noch verbleibender Börsenwert reflektiert nicht Einschätzung des Kapitalmarkts eines insolventen Unternehmens, sondern verkörpert Spekulation auf eine Abfindungszahlung, für die keine gesetzliche Grundlage besteht.
- Danach wäre an sich regelmäßig keine Abfindung zu zahlen.

Der Fall Pfeiderer/IVG

Zulässigkeit eines kompensationslosen Ausschlusses? (3)

- Wenn Abfindung am Börsenkurs zu orientieren: Wie erfolgt Ermittlung?
 - Börsenkurs vor Bekanntgabe Insolvenzantrag?
 - Mit Insolvenzantrag ist dramatischer Kursverfall verbunden, Börsenwert vor Insolvenz reflektiert nicht sachgerechte Bewertung in Insolvenz.
 - Börsenkurs vor Bekanntgabe des Insolvenzplans?
 - Vgl. BGH 19.07.2010 (Stollwerck): Bei Strukturmaßnahmen vor Insolvenz ist maßgeblich Dreimonats-Durchschnittskurs vor Bekanntgabe.
 - BGH will Spekulation auf Abfindung abschneiden
 - Börsenwert nach Bekanntgabe des Insolvenzplans?
 - Entspräche ursprünglicher BGH-Rechtsprechung (12.03.2001 – DAT/Altana).
 - Vorliegend sachgerecht, um Spekulation auf Abfindung abzuschneiden?
 - Börsenkurs vor Einstellung der Notierung?
 - Parallele: Ermittlung eines börsennahen Kurses bei einer Kapitalerhöhung gemäß § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG.

Der Fall Pfeiderer

Eintragung der Kapitalmaßnahmen

- Nach der Planbestätigung durch das Insolvenzgericht werden die Kapitalmaßnahmen auf Antrag der Gesellschaft oder des Insolvenzverwalters (§ 254 a Abs. 2 S. 3 InsO) durch das zuständige Registergericht in das Handelsregister eingetragen. Nach § 254 a Abs. 2 S. 2 InsO wird nur die Einhaltung etwaiger Formalien zur Vorbereitung der im Insolvenzplan gefassten gesellschaftsrechtlichen Beschlüsse fingiert; die Handelsregistereintragung bleibt konstitutiv.
- Mit der Registereintragung einer Kapitalherabsetzung auf Null erlöschen bei einer börsennotierten Aktiengesellschaft alle zum Handel zugelassenen Aktien. Damit endet die Börsennotierung. Bis zur Eintragung ist noch Aktienhandel möglich.
- Mit Wegfall der Börsenzulassung bestehen keine kapitalmarktrechtlichen und übernahmerechtlichen Pflichten mehr (aber eben auch erst dann!).
- Eine Abstimmung mit der Deutsche Börse AG und der BaFin ist empfehlenswert.

Exkurs: Registergerichtliche Prüfungskompetenz

AG Berlin-Charlottenburg, Beschl. v. 9.2.2015 – HRB 153203 B

- Die Prüfungskompetenz und Prüfungspflicht des Registergerichts ist nicht durch eine vorrangige Zuständigkeit des Insolvenzgerichts beschränkt.
 - Die vom Insolvenzgericht getroffene Bestätigung des Insolvenzplans bindet das Registergericht nicht.
 - Begründung:
 - Keine entsprechende gesetzliche Anordnung: Nach § 254a Abs. 2 Satz 1 InsO gelten die in den Plan aufgenommenen Beschlüsse lediglich als „in der vorgeschriebenen Form abgegeben“. Dies stellt gerade keine gesetzlich angeordnete Wirkung des Plans dahingehend dar, dass die in ihm festgestellten gesellschaftsrechtlichen Maßnahmen auch tatsächlich zulässig wären.
 - Insolvenzgericht begrenzt seinen Prüfungsumfang (zulässigerweise) regelmäßig auf planverfahrensrechtliche Vorschriften.
- ⇒ Die gesellschaftsrechtliche Zulässigkeit der im gestaltenden Teil des Insolvenzplans getroffenen Maßnahmen prüft das Registergericht in eigener Verantwortung.

Der Fall Pfeiderer

Zusammenfassung

- Gesellschaftsrechtler: „*Die Gläubiger okkupieren die Burg*“
- Insolvenzrechtler: Die Burg gehört in der Insolvenz den Gläubigern.
- Fälle werden durch Insolvenzgerichte entschieden
 - ⇒ Praxis: Im Insolvenzplan können Altaktionäre vollständig aus der Gesellschaft ausgeschlossen werden.
- Die Regelungen der §§ 225 a ff. InsO dürften insoweit verfassungsgemäß sein: es findet nur vermögensmäßiger Residualschutz statt und kein Schutz der Mitgliedschaftsrechte.
- Die Maßstäbe für einen Vermögensschutz, d.h. den Residualschutz, sind noch ungeklärt (siehe oben).
- In der Praxis empfiehlt sich die Dotierung eines ausreichenden „Topfes“ im Sinne von § 251 Abs. 3 InsO.
- Eine Änderung dieses Konzepts ist wohl nur *de lege ferenda* möglich.
- Enge Abstimmung mit Insolvenzgericht und Registergericht ist bei Kapitalmaßnahmen im Rahmen eines Insolvenzplans unabdingbar.

Anhang

Literatur zu Kapitalmaßnahmen im Insolvenzplan

- *Altmeyden*, Festschr. Hommelhoff, 2012, S. 1
- *Becker*, ZInsO 2013, 1885
- *Decher/Voland*, ZIP 2013, 103
- *Eidenmüller* in Münchener Kommentar, InsO, 3. Aufl. 2014, § 225a Rdn. 40-50
- *Haas*, NZG 2012, 961
- *Hirte* in Uhlenbruck, InsO, 14. Aufl. 2015, § 225a Rdn. 1-4, 40-41, 48-49
- *Horstkotte/Martini*, ZInsO 2012, 557
- *K. Schmidt*, ZIP 2012, 2085
- *Madaus*, ZGR 2011, 749
- *Schäfer/Wüstemann*, ZIP 2014, 1757
- *Seibt/Westpfahl* in A. Schmidt, Sanierungsrecht-Komm., 2016, § 225a InsO
- *Simon/Merkelbach*, NZG 2012, 121
- *Spahlinger* in Kübler/Prütting/Bork, InsO, 55. Lfg. 10/13, 225a Rdn. 12-30, 99-107
- *Spliedt* in K. Schmidt, InsO, 19. Aufl. 2016, § 225a Rdn 1-14, 38
- *Stöber*, ZInsO 2012, 1811
- *Thole*, Gesellschaftsrechtliche Maßnahmen in der Insolvenz, 2014, Rdn. 298-344

Kontakt Daten



Dr. Franz Aleth
Partner
T: +49 (221) 20 50 7-218
M: +49 173 539 50 09
E: franz.aleth@freshfields.com



Prof. Dr. Christoph H. Seibt, LL.M. (Yale)
Partner, Global Co-Head Listed Companies
T: +49 (40) 369 06-160
M: +49 172 541 17 19
E: christoph.seibt@freshfields.com