

am Bewertungsstichtag gültige Standard zugrunde zu legen ist.⁸⁰ Auch wenn der jeweilige Standard des Instituts der Wirtschaftsprüfer keine Rechtsnorm sein kann und daher Art. 170 EGBGB, wonach ein Schuldverhältnis nach seinen Voraussetzungen, seinem Inhalt und seinen Wirkungen dem Recht unterstellt wird, das zum Zeitpunkt seiner Entstehung gilt, muss der in dieser Vorschrift enthaltene Grundgedanke zum Tragen kommen. Ebenso muss der Gedanke der Vorhersehbarkeit gerichtlicher Entscheidungen beachtet werden, der Ausfluss des Rechtsstaatsprinzips ist. Entscheidend ist auch, dass sich der Grenzpreis, zu dem der Aktionär ohne Nachteil aus der Gesellschaft ausscheiden kann, auf der Basis der zum Stichtag zugänglichen Erkenntnisse bilden kann.

6. Geschäftswert

Verfügt ein Aktionär nur über einige wenige Aktien und erfolgt eine isolierte Entscheidung, mit der sein Antrag wegen Unzulässigkeit zurückgewiesen wird, so ist es nach Auffassung des LG München I⁸¹ nicht sachgerecht, den Mindestgeschäftswert des § 15 Abs. 1 S. 2 1. Hs. SpruchG in Höhe von 200 000 Euro zugrunde zu legen. Mit Blick auf den verfassungsrechtlich abgesicherten Justizgewährungsanspruch wäre es unvereinbar, wenn der Antragsteller die Gerichtsgebühren aus dem Mindestgeschäftswert tragen müsste, nachdem Kostenregelungen nicht prohibitiv wirken dürfen. Daher ist in einer solchen Situation der Geschäftswert in analoger Anwendung von § 31 Abs. 1 S. 4 RVG auf 5000 Euro festzusetzen.

// Autoren

Dr. Jörg Schwichtenberg ist Rechtsanwalt und Partner bei honert + partner in München im Bereich Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht. Ein Schwerpunkt seiner Tätigkeit liegt in der Beratung börsennotierter Gesellschaften bei der Vorbereitung und Durchführung von Hauptversammlungen sowie der Vertretung der Mandanten in aktienrechtlichen Auseinandersetzungen.



Dr. Helmut Krenek ist seit Mitte Juli 2003 Vorsitzender der 5. Kammer für Handelssachen des Landgerichts München I, die unter anderem für alle Anfechtungsklagen und Spruchverfahren aus dem Bezirk des Oberlandesgerichts München zuständig ist.



80 LG München I, 27.5.2011 – 5 HK O 11316/03; LG München I, 29.12.2011 – 5 HK O 2417/03; In diese Richtung auch LG München I, 21.11.2011 – 5 HK O 14093/09; ebenso BayObLG, 28.10.2005 – 3Z BR 71/00, AG 2006, 41, 43, NZG 2006, 156, 157; OLG Frankfurt, 15.2.2010 – 5 W 52/09, AG 2010, 798, 800, Der Konzern 2011, 179, 183 ff.; a.A. OLG Stuttgart, 19.1.2011 – 20 W 3/09, AG 2011, 205, 208; Riegger, in: Kölner Kommentar zum SpruchG, 2005, Anh. § 11 Rn. 40; Wasmann/Gayk, BB 2005, 955, 957.
81 LG München I, 29.3.2010 – 38 O 22024/09, ZIP 2010, 1995, 1997.

Dr. Günther M. Bredow, RA, Dr. Mirko Sickinger, RA, Klaus Weinand-Härer, StB, und Finn-Michael Liebscher, RA

Rückkauf von Mittelstandsanleihen

Zahlreiche, vor allem nicht börsennotierte mittelständische Unternehmen haben in der Vergangenheit zu ihrer Finanzierung den Sprung auf den Kapitalmarkt gewagt und Unternehmensanleihen emittiert. Derartige Mittelstandsanleihen sind regelmäßig zum Handel ausschließlich im Freiverkehr zugelassen. Aufgrund unterschiedlicher Ursachen werden sie jedoch zum Teil deutlich unterhalb ihres Nennwertes gehandelt. Diese Situation bietet Chancen, das Bilanzbild des Emittenten durch ein Anleiherückkaufprogramm zu verbessern und auf diese Weise überdies eine Zins- und Liquiditätsersparnis zu erzielen. Im Fokus dieses Beitrags steht der Rückkauf durch den Emittenten oder seine Anteilseigner. Die rechtlichen, bilanziellen und steuerlichen Auswirkungen unterscheiden sich je nach Fallkonstellation erheblich; hierüber wurde bereits publiziert. Weniger Beachtung haben die kapitalmarktrechtlichen Rahmenbedingungen und die praktische Durchführung eines solchen Anleiherückkaufprogramms gefunden. Der vorliegende Beitrag erweitert den Diskussionsgegenstand entsprechend aus Praktikersicht.

I. Einleitung

Die verschärften Eigenkapitalanforderungen an Banken und die Reduzierung bzw. Verknappung der zur Verfügung gestellten Kreditvo-

lumina führen dazu, dass mittelständische Unternehmen immer häufiger dazu übergehen, Teile ihres Finanzierungsbedarfs durch Emission von Unternehmensanleihen und andere Refinanzierungsinstrumente zu decken. Obgleich eine Börsennotierung rechtlich nicht erforderlich ist, werden Mittelstandsanleihen vielfach zum Handel an der Börse zugelassen, um einen breiteren Investorenkreis anzusprechen. Die deutschen Börsen haben eigene Handelssegmente für Mittelstandsanleihen im Freiverkehr eingerichtet. Neben den Börsen Stuttgart (BondM) und Düsseldorf (mittelstandsmarkt) zählt hier die Frankfurter Wertpapierbörse (Entry Standard) zu den führenden Handelsplätzen. Mittlerweile werden etwa 50 Mittelstandsanleihen im Freiverkehr gehandelt; das notierte Gesamt-Emissionsvolumen beläuft sich auf ca. 2 Mrd. Euro.¹

Aufgrund unterschiedlicher Ursachen liegen die Kursnotierungen für Mittelstandsanleihen jedoch teilweise erheblich unter dem Nennwert.² Diese Situation bietet dem Emittenten die Möglichkeit, durch einen vorzeitigen Rückerwerb seine Verbindlichkeiten günstig abzulösen und ggf. einen außerordentlichen Ertrag zu erzielen. Zudem lässt sich auf diese Weise eine Zins- und Liquiditätsersparnis erzielen. Der

1 Vgl. „Mittelstandsanleihen bleiben gefragt“, Handelsblatt vom 3.4.2012, 9:51 Uhr, abzurufen unter www.handelsblatt.de.

Rückkauf von Anleihen durch den Emittenten ist in der Praxis verbreitet.² Je nach Ausgestaltung des Rückkaufprogramms ergeben sich unterschiedliche rechtliche, bilanzielle und steuerliche Konsequenzen. Der vorliegende Beitrag erweitert den Diskussionsgegenstand anhand des folgenden Fallbeispiels aus Praktikersicht.

FALLBEISPIEL

Die X. AG ist ein inhabergeführtes, nicht börsennotiertes mittelständisches Unternehmen. Die X. AG hat zu ihrer Finanzierung eine Anleihe emittiert, die im Freiverkehr gehandelt wird und derzeit deutlich unter Nennwert gehandelt wird. Die Anleihe ist in einer Globalurkunde verbrieft, die bei der Clearstream Banking AG in Glosammelverwahrung hinterlegt ist. Die X. AG erwägt, einen Teil der Anleihe zurückzuerwerben. Offen ist, ob der Rückwerb durch die X. AG selbst erfolgen soll, oder durch ihren Mehrheitsaktionär. Gleichmaßen will sich die X. AG offenhalten, die zurückerworbenen Teilschuldverschreibungen ohne Konfusion zunächst im eigenen Bestand zu halten und sie später nach einer etwaigen Erholung des Kurswertes wieder zu platzieren. Sofern die Teilschuldverschreibungen vom Mehrheitsaktionär erworben werden, sollen sie nach Wertaufholung später erneut platziert oder in die X. AG zwecks Konfusion eingebracht werden.

Im Folgenden werden wesentliche aktien- und zivilrechtliche (nachfolgend unter Ziff. II.), kapitalmarktrechtliche (Ziff. III.) sowie steuer- und bilanzrechtliche Auswirkungen (Ziff. IV.) eines solchen Rückkaufprogramms dargestellt. Dabei wird auch anhand des Fallbeispiels beleuchtet, wie ein solches Rückkaufprogramm in der Praxis durchgeführt werden kann (Ziff. V.).

II. Aktien- und Zivilrecht

1. Anleiherückkauf durch den Emittenten

Börsennotierte Unternehmensanleihen werden in der Regel als verbrieft Inhaber-Teilschuldverschreibungen begeben. Derartige Anleihen verbrieft Forderungsrechte und sind als Wertpapiere im Sinne von § 793 BGB zu qualifizieren.³

a) Zulässigkeit des Anleiherückkaufs

Grundsätzlich hängt die Zulässigkeit des Anleiherückkaufs von den Anleihebedingungen ab. Häufig räumen sie dem Emittenten ausdrücklich das Recht ein, die Anleihen am Markt oder auf sonstige Weise zu erwerben.⁴ Enthalten sie keine besonderen Regelungen zum Rückkauf, ist der freiwillige Rückwerb durch den Emittenten etwa über ein freiwilliges Erwerbsangebot dennoch zulässig.⁵ Hiervon zu unterscheiden sind Anleihen, die dem Emittenten das Recht zur Kündigung einräumen. In diesen Fällen kann der Emittent durch Ausübung des Kündigungsrechts (Call-Option) auch eine zwangsweise Rückführung der Anleihe durch vorzeitige Kündigung und Rückzahlung erreichen.⁶ In jüngerer Zeit finden sich allerdings Kündigungsrechte der Emittenten immer seltener. Zudem werden sie anders als bei den ersten Mittelstandsanleihen mit Vorfälligkeitsentschädigungen verbunden.

Ist der Emittent eine AG wie hier, ist fraglich, ob § 71 AktG, der den Erwerb eigener Aktien einschränkt, entsprechend auf den Erwerb eigener Anleihen anzuwenden ist: Dies ist nach ganz herrschender Meinung nicht der Fall: § 71 AktG reglementiert nur den Erwerb von Mitgliedschaftsrechten durch die AG, nicht aber den Erwerb eigener Anleihen.⁷ Auch aktienrechtlich ist die Durchführung eines Rückkaufprogramms durch die X. AG daher möglich.⁸

b) Auswirkungen des Anleiherückkaufs

Anleihen begründen Forderungen der Anleihegläubiger gegen den Emittenten. Erwirbt die X. AG beim Anleiherückkauf die gegen sie selbst gerichteten Forderungen, kommt es zur Vereinigung von Gläubiger und Schuldner. Grundsätzlich führt dies zum Erlöschen der Forderung (Konfusion).⁹ Dies ist beim Anleiherückkauf oft auch gewünscht, da hierdurch eine Verbesserung der Eigenkapitalstruktur bzw. Verringerung der Fremdkapitalquote beim Emittenten erreicht wird.¹⁰ Die Konfusion hat jedoch den Nachteil, dass die Differenz zwischen dem Nennwert der Forderungen und ihrem Ankaufspreis grundsätzlich als außerordentlicher Ertrag auf der Ebene des Emittenten zu versteuern ist.¹¹

Ausnahmsweise führt der Rückwerb jedoch nicht unmittelbar zur Konfusion, wenn es sich bei den Anleihen wie im Beispielsfall um verbrieft Forderungen handelt. Denn in Globalurkunden verbrieft Anleihen stellen regelmäßig Inhaberschuldverschreibungen i.S.d. § 793 BGB dar. Diese sollen als verbrieft Rechte nach herkömmlicher Ansicht nicht durch bloße Forderungsabtretung nach § 398 BGB übertragen werden können, sondern nur nach sachenrechtlichen Grundsätzen durch Übereignung des jeweiligen Miteigentumsanteils an der Globalurkunde.¹² Üblicherweise erfolgt die Übertragung im Effekten giroverkehr nach den Sonderregeln der § 18 Abs. 1, 3, § 24 Abs. 2 DepotG.¹³ Aufgrund dieses starken sachenrechtlichen Einschlags erlischt die in einer Urkunde verbrieft Forderung ausnahmsweise nicht kraft Gesetzes durch den Übergang auf den Anleihe-schuldner,¹⁴ sondern ruht, bis die Anleihen wieder begeben oder aber entwertet werden.¹⁵

Solange ein Wiederinverkehrbringen der Anleihen nicht ausgeschlossen ist, hat der Emittent die Anleihen bis zu ihrer Entwertung wie fremde Wertpapiere zu bilanzieren.¹⁶ Er kann daher den Zeitpunkt des Entstehens eines außerordentlichen Ertrags durch Entwertung im Grundsatz selbst festlegen. Basis für die Berechnung eines außerordentlichen Ertrages bleiben insoweit jedoch stets die Anschaffungskosten im Zeitpunkt des Erwerbs der Anleihen. Eine Konfusion und Realisation träte jedoch spätestens mit Fälligkeit der Anleihen ein.

² Tetzioff, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, 4. Aufl. 2011, § 88, Rn. 110; Schlitt/Schäfer, AG 2009, 477, 487.

³ Vgl. Habersack, in: Münchener Kommentar zum BGB, 5. Aufl. 2009, § 793, Rn. 10; Beesch, in: Schutze/Grzwotz/Lauda, BGB, Vertrags- und Prozessformularbuch, 2010, § 797 BGB, A.L., Rn. 2.

⁴ Vgl. Muster Anleihebedingungen bei Beesch, in: Schutze/Grzwotz/Lauda, BGB, Vertrags- und Prozessformularbuch, 2010, § 797 BGB, A.L., sowie Hellner/Steuer, Bankrecht und Bankpraxis, 10/245, Stand. Oktober 1998.

⁵ Vgl. von Ilberg/Tschesche, BB 2010, 259, 259, 260.

⁶ Vgl. etwa Ankündigung zur vorzeitigen Teilkündigung von GROHE-Anleihen per Juni 2012 vom 25.5.2012, vgl. www.anleihencheck.de.

⁷ Vgl. Hüffer, AktG, 10. Aufl. 2012, § 71, Rn. 5; Oechler, in: Münchener Kommentar AktG, 3. Aufl. 2008, § 71, Rn. 94; Busch, AG 2005, 429, 432.

⁸ Viele Emittenten sind im Übrigen nicht einmal Aktiengesellschaften, so dass sich der Begründungsaufwand für eine analoge Anwendung von § 71 AktG weiter erhöht.

⁹ Vgl. Aleth/Böhle, DStR 2010, 1186, 1190; Rödding/Bühning, DStR 2009, 1933, 1936.

¹⁰ Vgl. Rödding/Bühning, DStR 2009, 1933, 1935.

¹¹ Vgl. Aleth/Böhle, DStR 2010, 1186, 1190; Einzelheiten s. Ziff. IV.

¹² Vgl. Sprau, in: Palandt, BGB, 71. Aufl. 2012, Einf. § 793, Rn. 3; § 793, Rn. 9; die neuere h. L. erlaubt auch eine Übertragung durch Abtretung. Das Recht am Papier soll dann gemäß § 952 Abs. 2 BGB übergehen; zum Streitstand vgl. Habersack, in: Münchener Kommentar BGB, 5. Aufl. 2009, § 793, Rn. 31.

¹³ Marburger, in: Staudinger, BGB, Stand Jan. 2009, § 793, Rn. 19.

¹⁴ Vgl. RGZ 147, 233, 243 f.; BFH, 13.7.1975 - I R 23/74, WM 1976, 438; Ellenberger, in: Palandt, BGB, 71. Aufl. 2012, Einf. § 241, Rn. 3; Sprau, ebenda, § 793, Rn. 9; Gehrlen, in: Bamberger/Roth, BeckOK BGB, Ed. 22, Nov. 2011, § 793, Rn. 11; Häuselmann, Ubg 2009, 225, 228; Rödding/Bühning, DStR 2009, 1933, 1936; Busch, AG 2005, 429, 432; für Genussrechte Aha, AG 1992, 218, 226; Habersack, in: Münchener Kommentar AktG, 3. Aufl. 2011, § 221, Rn. 207 für Wandelanleihen.

¹⁵ Im Ergebnis unstrittig, wie hier Grüneberg, in: Palandt, BGB, 71. Aufl. 2012, Überb. § 362, Rn. 4; Habersack, in: Münchener Kommentar AktG, 3. Aufl. 2011, § 221, Rn. 207; vgl. Habersack/Greimann, in: Hölters AktG, 2011, § 221, Rn. 90.

¹⁶ Konkowski/Schubert, in: Beck'scher Bilanzkommentar, 8. Aufl. 2012, § 266 HGB, Rn. 219; Forsche/Deubert, in: Beck'scher Bilanzkommentar, ebenda, § 303 HGB, Rn. 36; Reiner/Haußer, in: Münchener Kommentar zum HGB, 2. Aufl. 2008, § 266, Rn. 105; Rödding/Bühning, DStR 2009, 1933, 1936.

c) Tilgung/Entwertung

Die Tilgung der erworbenen Anleihen durch den Emittenten erfolgt durch die Entwertung der Wertpapierurkunden. Erst hierdurch erlöschen die darin verbrieften Forderungen durch Konfusion. Soweit wie hier aber nicht die gesamte Anleihe zurückerworben wird, sondern nur ein Teil, wird auch die Globalurkunde nur zum Teil entwertet. Dies geschieht durch Mitteilung der X. AG an die Clearstream Banking AG, die die Entwertung durch Ausbuchung der entsprechenden Anleihestücke vollzieht. Die Globalurkunde selbst wird hierbei nicht verändert. Sie wird nur um einen Buchungsbeleg der Clearstream Banking AG ergänzt, aus dem sich ergibt, inwieweit die Globalurkunde die Anleihe noch verbrieft. Für die übrigen Anleihegläubiger ändert sich hierdurch nichts. Deren Miteigentumsanteile an der Globalurkunde bleiben in deren jeweiligen Depot verbucht.

2. Anleiherückkauf durch den Mehrheitsgesellschafter

a) Zulässigkeit

Solange die Anleihebedingungen den Erwerb durch den Mehrheitsgesellschafter weder ausdrücklich zulassen noch ausschließen, ist auch ein Erwerb der Anleihen durch den Mehrheitsgesellschafter zivil- und aktienrechtlich zulässig.¹⁷

b) Zivilrechtliche Rechtsfolgen des Anleiherwerbs

Durch den Erwerb der Anleihen durch den Mehrheitsgesellschafter (im Beispielsfall also dem Mehrheitsaktionär) ändert sich für den Emittenten zunächst nichts: Die gegen die X. AG gerichteten Forderungen aus der Anleihe bleiben bestehen (d.h. keine Verbesserung der Eigenkapitalstruktur). Auch hat die X. AG weiterhin die Zinsen auf die Anleihe zu zahlen. Der Erwerb von Forderungen durch einen Gesellschafter anstelle der AG hat oft auch nur den Zweck, einen außerordentlichen Ertrag auf der Ebene der Gesellschaft infolge Konfusion zu vermeiden.¹⁸ Da bei verbrieften Anleihen eine unmittelbare Konfusion aber ohnehin nicht stattfindet,¹⁹ ist bei verbrieften Anleihen ein Erwerb durch einen Gesellschafter unter diesem Gesichtspunkt nicht erforderlich.

Ferner werden die Anleihen mit dem Erwerb durch den Mehrheitsgesellschafter zu Gesellschafterdarlehen und sind damit in der Insolvenz des Emittenten kraft Gesetzes stets nachrangig (§ 39 Abs. 1 Nr. 5 InsO),²⁰ was gerade in Krisensituationen nachteilig sein kann.

c) Einbringung oder spätere Veräußerung der Anleihen

Nach dem eigentlichen Erwerb kann der Mehrheitsgesellschafter die Anleihen – ggf. nach Wertaufholung – grundsätzlich wieder veräußern oder in die X. AG einbringen.

Die Einbringung ist rechtlich die Leistung einer Einlage durch einen Gesellschafter gemäß § 272 Abs. 2 Nr. 4 HGB (sonstige Zuzahlung), d.h. ohne die Ausgabe neuer Anteile. Der Einbringungswert der Forderungen muss dabei nicht durch ein Wertgutachten (wie bei einer Sachkapitalerhöhung) nachgewiesen werden.²¹ Grundsätzlich führt die Einbringung von Forderungen gegenüber der Gesellschaft wiederum zur Konfusion; hier jedoch wegen der Verbrieftung der Forderungen nicht sogleich, sondern erst nach Entwertung der Globalurkunde.²²

Die Einbringung hat (selbst nach Konfusion) für den Mehrheitsgesellschafter jedoch keine direkten Vorteile, ihm käme lediglich mittelbar und nur anteilig eine Wertsteigerung seiner Beteiligung am Emittenten

zugute. Soweit der Mehrheitsgesellschafter den Erwerb der Anleihen hätte fremdfinanzieren müssen, bliebe auch diese Fremdfinanzierung bei ihm bestehen. Bei Veräußerung oder Einbringung der Anleihen durch den Mehrheitsgesellschafter käme es überdies nach Wertaufholung zu einer Steuerbelastung des Mehrheitsgesellschafters als Privatperson (s. unten, Ziff. IV. 2).

III. Kapitalmarktrecht

Bei einem Rückerwerb der Anleihen sind auch kapitalmarktrechtliche Vorschriften zu beachten. Dies betrifft insbesondere die auch im Freiverkehr geltenden Verbote der Marktmanipulation gemäß § 20a WpHG (nachfolgend Ziff. 1) und des Insiderhandels nach § 14 WpHG (nachfolgend Ziff. 2), die Quasi-Ad-hoc-Publizität, etwa nach § 38 Abs. 1 Nr. 3 der Geschäftsbedingungen für den Freiverkehr an der Baden-Württembergischen Wertpapierbörse (im Folgenden „AGB Freiverkehr“²³ (nachfolgend Ziff. 3) sowie das Gebot der Gleichbehandlung nach § 4 Abs. 2 SchVG bzw. § 30a WpHG (nachfolgend Ziff. 4).

1. Verbot der Marktmanipulation

a) Allgemeines

Nach § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG ist es verboten, Geschäfte vorzunehmen oder Kauf- oder Verkaufsaufträge zu erteilen, die geeignet sind, falsche oder irreführende Signale für das Angebot, die Nachfrage oder den Börsen- oder Marktpreis von Finanzinstrumenten zu geben oder ein künstliches Preisniveau herbeizuführen. Gerade bei einem Rückerwerb über die Börse ist das Verbot der Marktmanipulation nach § 20a WpHG daher von besonderer Bedeutung.

§ 20a WpHG gilt nach § 20a Abs. 1 S. 2 Nr. 1 WpHG auch für in den Freiverkehr einbezogene Finanzinstrumente und damit auch für die Anleihen der X. AG. Rückkaufprogramme sind zudem auch grundsätzlich geeignet, gemäß § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG irreführende Signale für die Nachfrage nach einem Finanzinstrument zu geben und ein künstliches Preisniveau herbeizuführen. Um eine Marktmanipulation auszuschließen, bedarf es daher der Transparenz des Rückkaufprogramms für die übrigen Marktteilnehmer.

Für im regulierten Markt notierte Aktien hat der EU-Verordnungsgeber mit der Durchführungs-Verordnung für „Rückkaufprogramme und Kursstabilisierungsmaßnahmen“ (EG) Nr. 2273/2003 (im Folgenden „Durchführungs-VO“ genannt) eine so genannte „Safe Harbour“-Regelung für Aktienrückkäufe geschaffen („Safe-Harbour-Regelung“). Sofern die in der Durchführungs-VO vorgeschriebenen Anforderungen hinsichtlich der Markttransparenz und der Volumenbegrenzung für den Rückerwerb eingehalten werden, liegt gemäß § 20a Abs. 3 S. 1 WpHG keine Marktmanipulation vor.

b) Anwendbarkeit der Safe Harbour-Regelung auf den Anleiherückerwerb über die Börse

Ob die Safe-Harbour-Regelung auch auf im Freiverkehr notierte Anleihen anwendbar ist, ist trotz der im deutschen Recht bestehen-

¹⁷ Vgl. von Ilberg/Tschesche, BB 2010, 259, 260.

¹⁸ Vgl. nur Alth/Böhle, DStR 2010, 1186, 1190.

¹⁹ Vgl. Ziff. II.1.b.

²⁰ Vgl. Ilberg/Tschesche, BB 2010, 259, 261; Friedl/Natusch, FB 2009, 227, 228.

²¹ Vgl. Förschle/Hoffmann, in: Beck'scher Bilanzkommentar, 8. Aufl. 2012, § 272 HGB, Rn. 198.

²² S. oben, Ziff. II.1.c).

²³ Aufgrund der Bedeutung des Segments „BondM“ für börsennotierte Mittelstandsanleihen sollen im Folgenden diese AGB zugrunde gelegt werden, hier in der Fassung der Veröffentlichung vom 7.11.2011.

den autonomen Verweisung²⁴ in § 20a Abs. 3 S. 2 WpHG unklar.²⁵ Unabhängig von der Frage der rechtlichen Anwendbarkeit wird man allerdings für den Rückwerb der Anleihe über die Börse für die Praxis davon ausgehen können, dass eine Einhaltung der wesentlichen Vorgaben der Durchführungs-VO erforderlich, aber auch ausreichend ist, um eine Marktmanipulation im Hinblick auf § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG auszuschließen.²⁶ Dies entspricht der Praxis bei Aktienrückkaufprogrammen, die regelmäßig nicht die Anforderungen der Safe-Harbour-Regelung an die Verwendungszwecke erfüllen, wohl aber die weiteren Anforderungen zur Transparenz und zu Handelsvolumina.

c) Safe-Harbour-Regelung und Handelsvolumen

Die Durchführungs-VO sieht hinsichtlich des Umfangs der gemäß der Safe-Harbour-Regelung zu erwerbenden Wertpapiere in Art. 5 Abs. 2 eine Begrenzung des Erwerbs auf täglich höchstens 25% des durchschnittlichen täglichen Umsatzes vor. Schon diese Begrenzung dürfte dazu führen, dass sich ein Rückkaufprogramm über einen längeren Zeitraum, ggf. sogar über mehrere Monate, erstreckt und daher unattraktiv wird.

d) Rückwerb durch öffentliches Rückwerbsangebot

Alternativ zu einem Rückwerb über die Börse kommt die Abgabe eines öffentlichen Rückwerbsangebots in Betracht. Von dieser Möglichkeit wird in der Praxis Gebrauch gemacht.²⁷ Ein Rückwerb über ein öffentliches Rückwerbsangebot dürfte auch nicht mit dem Verbot der Marktmanipulation nach § 20a WpHG kollidieren, da bereits die Veröffentlichung des Rückwerbsangebots eine ausreichende Transparenz schafft, um eine Irreführung des Marktes zu vermeiden.

Der Vorteil eines Rückwerbs durch öffentliches Rückkaufangebot gegenüber einem Rückwerb über die Börse liegt vor allem darin, dass ein Rückkauf durch die Bestimmung eines kurzen Angebotszeitraums von z.B. nur einer Woche²⁸ wesentlich schneller abgewickelt werden kann. Außerdem kann durch die Festlegung der Bedingungen für den Rückkauf und insbesondere durch die Bestimmung von Preis, Volumen und Umfang dem Kapitalmarkt ein klares Signal gegeben werden. Damit können die festgelegten Bedingungen kursstabilisierend wirken.

2. Insiderhandelsverbot nach § 14 WpHG

Im Zusammenhang mit dem Rückwerb ist sowohl beim Rückkauf über die Börse als auch über ein freiwilliges öffentliches Rückkaufangebot das Insiderhandelsverbot nach § 14 WpHG zu beachten.

Nach § 14 WpHG ist es verboten, unter Verwendung einer Insiderinformation Insiderpapiere für eigene oder fremde Rechnung oder für einen anderen zu erwerben oder zu veräußern. Das Insiderhandelsverbot ist nach § 12 S. 1 Nr. 1 WpHG auch auf im Freiverkehr notierte Anleihen anwendbar.²⁹ Auch die Anleihe der X. AG ist somit als Insiderpapier zu qualifizieren.

Eine Insiderinformation ist dabei nach § 13 Abs. 1 WpHG eine konkrete Information über nicht öffentlich bekannte Umstände, die sich auf den Emittenten oder die Insiderpapiere selbst bezieht und die geeignet ist, im Falle ihres öffentlichen Bekanntwerdens den Börsen- oder Marktpreis der Insiderpapiere erheblich zu beeinflussen. Eine solche Eignung ist gegeben, wenn ein verständiger Anleger die Information bei seiner Anlageentscheidung berücksichtigen wür-

de. Als Insiderinformationen gelten nach § 13 Abs. 1 S. 3 WpHG auch Umstände, bei denen mit hinreichender Wahrscheinlichkeit davon ausgegangen werden kann, dass sie in Zukunft eintreten werden.

a) Umstand des Rückkaufangebots

Als eine Insiderinformation kommt grundsätzlich der Umstand der (bevorstehenden) Abgabe eines öffentlichen Rückwerbsangebots der Anleihen in Betracht. Dass ein Rückwerbsangebot unterbreitet wird, dürfte sich erheblich auf den Kurs der Anleihen auswirken. Das Kursbeeinflussungspotential ergibt sich dabei bereits aus dem Umstand, dass der Angebotspreis für den Rückwerb der Anleihen üblicherweise über dem aktuellen Kursniveau liegt, um die Inhaber der Anleihe zum Verkauf zu bewegen.

b) Andere Insiderinformationen

Auch andere kursrelevante Umstände können Insiderinformationen sein. Dabei kommen nicht nur bereits eingetretene Ereignisse in Betracht. Vielmehr können auch Pläne, Vorhaben und Absichten veröffentlichepflichtige Insiderinformationen darstellen.³⁰ So könnte etwa auch der Umstand, dass die X. AG im Vorfeld des Rückkaufprogramms z.B. ein dauerhaft verlustbringendes wesentliches Geschäftsfeld veräußern möchte, einen neuen Kooperationsvertrag abzuschließen beabsichtigt oder etwa über eine neue Konsortialfinanzierung oder auch eine Finanzierung gerade für das Rückkaufprogramm verhandelt, eine emittentenbezogene Insiderinformation darstellen.³¹ Die Kursrelevanz derartiger Umstände nach § 13 Abs. 1 S. 1 WpHG dürfte schon deshalb gegeben sein, weil das aktuelle Kursniveau der Anleihen das vom Markt antizipierte Risiko eines Ausfalls der Anleihegläubiger widerspiegelt. Dieses Ausfallrisiko dürfte sich im Falle des Gelingens der vorgenannten Geschäfte erheblich verringern, mit der Folge eines entsprechenden Kursanstiegs der Anleihe.

Solange aber das Signing der entsprechenden Dokumente noch nicht stattgefunden hat und auch die Closing-Bedingungen nicht erfüllt sind, kann die Veräußerung eines Teilbetriebs oder eine Finanzierung leicht scheitern. Daher kann nicht bereits in jedem Vorstadium oder in jeder Vertragsverhandlung bereits eine Insiderinformation liegen. Das Gesetz verlangt nach § 13 Abs. 1 S. 3 WpHG für die Qualifikation als Insiderinformation daher auch, dass mit hinreichender Wahrscheinlichkeit davon ausgegangen werden kann, dass die kursrelevanten Umstände künftig eintreten werden. Nur, wenn sich die Gespräche bereits soweit konkretisiert haben, dass von einer „hinreichenden Wahrscheinlichkeit“ des Zustandekommens der Transaktion i.S.d. § 13 Abs. 1 S. 3 WpHG ausgegangen werden kann, bestünde eine

24 Vgl. Vogel, in: Assmann/Uwe H. Schneider, WpHG, 6. Aufl. 2012, § 20a, Rn. 247.

25 Gegen die Anwendbarkeit z.B. Metzner/Müller, Börsen-Zeitung vom 18.3.2009, S. 2.

26 Vgl. Vogel, in: Assmann/Uwe H. Schneider, WpHG, 6. Aufl. 2012, § 20a, Rn. 296.

27 Vgl. etwa Pressemitteilungen der HSH Nordbank AG über den Rückkauf von zwei Serien ausstehender Nachranganleihen vom 9.2./3.5.2012; Aufforderung der Commerzbank AG zur Abgabe von Verkaufsangeboten für TPS gegen Barzahlung vom 5.12.2011, freiwilliges öffentliches Rückwerbsangebot der MISTRAL Media AG vom April 2012, freiwilliges öffentliches Erwerbsangebot der ETL Vermögensverwaltungs GmbH vom Sept. 2011; Pressemitteilung der IKB vom 18.7.2011 über Public Tender Offer zum Rückkauf von SofFin-garantierten Anleihen.

28 Vgl. nachfolgend Ziff. V.1.

29 Die Safe-Harbour-Rule gilt nicht nur im Hinblick auf das Verbot der Marktmanipulation, sondern gemäß § 14 Abs. 2 WpHG auch für das Verbot von Insidergeschäften. § 14 Abs. 2 Satz 2 WpHG erstreckt die Safe-Harbour-Regelung wiederum auf im Freiverkehr notierte Finanzinstrumente wie die Anleihe der X. AG. Die Ausführungen unter Ziff. III.1. gelten insoweit entsprechend.

30 BGH, 25.2.2008 – II ZB 9/07, BB 2008, 855, AG 2008, 380, 382 m. w. N.

31 Vgl. Assmann, in: Assmann/Uwe H. Schneider, WpHG, 6. Aufl. 2012, § 13, Rn. 48.

Insiderinformation, die das Insiderhandelsverbot nach § 14 WpHG (und damit auch eine Publizitätspflicht, vgl. nachfolgend unter Ziff. III.3.) auslöst.

Für die Frage, wann der Eintritt eines Umstands „hinreichend wahrscheinlich“ im Sinne des § 13 Abs. 1 S. 3 WpHG ist, ging die bisherige Rechtsprechung und die Verwaltungspraxis der BaFin davon aus, dass der Eintritt eines künftigen Umstands dann hinreichend wahrscheinlich ist, wenn eine „überwiegende“ Wahrscheinlichkeit der Realisierung besteht (sog. 50%+x-Wahrscheinlichkeit).³² Für die Frage, ab welchem Zeitpunkt bei Vertragsverhandlungen praktisch von einer überwiegenden Wahrscheinlichkeit ausgegangen werden kann, führt die BaFin in ihrem Emittentenleitfaden im Hinblick auf M&A-Transaktionen das Beispiel des Abschlusses eines Letters of Intent an. Nach Ansicht der BaFin ist regelmäßig zum Zeitpunkt des Abschlusses eines Letters of Intent mit typischem Inhalt (z.B. Vereinbarung der Eckpunkte des künftigen Vertrags, Preisspanne) oder einer anderen Vereinbarung, in der sich der ernsthafte Einigungswille der Verhandlungspartner manifestiert, vom Vorliegen einer Insiderinformation auszugehen.³³ Daher konnte auch schon nach dem bisherigem Rechtsverständnis die Unterzeichnung etwa eines unverbindlichen Term Sheets grundsätzlich bereits eine hinreichende Wahrscheinlichkeit nach § 13 Abs. 1 S. 3 WpHG begründen und ab diesem Zeitpunkt eine Insiderinformation in Betracht kommen, sofern keine weiteren Umstände hinzukommen, die die Wahrscheinlichkeit widerlegen.

Allerdings hatte der BGH dem EuGH im Rahmen eines Vorabentscheidungsverfahrens unter anderem die Frage vorgelegt, ob eine Insiderinformation sogar schon bei einer geringeren Wahrscheinlichkeit als einer überwiegenden Wahrscheinlichkeit vorliegen kann³⁴: Mit der Frage sollte u.a. geklärt werden, ob für das Vorliegen einer hinreichenden Wahrscheinlichkeit nach § 13 Abs. 1 S. 3 WpHG auch eine Wahrscheinlichkeit von 50% oder weniger ausreichend sein kann, sofern der in Rede stehende Sachverhalt bei seiner etwaigen Realisierung nur ausreichend kurserheblich ist.³⁵ Unlängst hat der EuGH über die Vorlage entschieden.³⁶ Der Auslegung des EuGH zufolge soll der Nachweis einer hohen Wahrscheinlichkeit für die Qualifikation als Insiderinformation nicht erforderlich sein.³⁷ Inwieweit nach dieser Entscheidung das deutsche Verständnis der Insiderinformation noch Fortbestand haben kann, lässt sich derzeit noch nicht abschließend beurteilen.

Unter Berücksichtigung der neuen EuGH-Rechtsprechung könnte aber eine Insiderinformation damit auch schon vor dem Zeitpunkt vorliegen, ab dem das Zustandekommen der entsprechenden Transaktion / Finanzierung überwiegend wahrscheinlich ist. Das bedeutet, dass eine Insiderinformation auch schon vor der Unterzeichnung eines Term Sheets vorliegen könnte, wenn tatsächlich erwartet werden kann, dass es unterzeichnet werden wird.

3. Quasi-Ad-hoc-Publizität

Das Vorliegen einer Insiderinformation verpflichtet den Emittenten grundsätzlich dazu, nach § 38 Abs. 1 Nr. 3 der AGB Freiverkehr eine Quasi-Ad-hoc-Meldung zu veröffentlichen. Die in § 38 Abs. 1 Nr. 3 AGB Freiverkehr geregelte Quasi-Ad-hoc-Publizitätspflicht entspricht inhaltlich weitgehend der Ad-hoc-Publizitätspflicht nach § 15 WpHG, die – im Gegensatz zum Insiderhandelsverbot – nicht auf Wertpapiere des Freiverkehrs und damit nicht auf die Anleihe der X. AG anwendbar ist.

Daraus folgt für den zeitlichen Ablauf des Rückerwerbsangebots, dass eine Quasi-Ad-hoc-Meldung über die Entscheidung der X. AG zum Rückwerb der Anleihe etwa im Wege eines öffentlichen Rückerwerbsangebots unverzüglich zu veröffentlichen ist. Praktisch sollte die verbindliche Entscheidung zur Durchführung des Rückerwerbsprogramms erst möglichst kurzfristig vor der Veröffentlichung des Angebots getroffen werden, damit die Quasi-Ad-hoc-Meldung über die Entscheidung zum Rückwerb zeitnah zu der Veröffentlichung des Angebots zum Rückwerb der Anleihen erfolgen kann.

4. Gleichbehandlungsgebot

Nach § 4 SchVG hat der Anleiheschuldner die Anleihegläubiger hinsichtlich etwaiger Änderungen der Anleihebedingungen während der Laufzeit der Anleihe gleich zu behandeln. Da ein Rückwerb aber keine Änderung der Anleihebedingungen darstellt, sondern ein bilaterales Rechtsgeschäft zwischen Anleihegläubiger und Emittent ist, ist der Anwendungsbereich des § 4 SchVG sachlich nicht eröffnet.³⁸

Allerdings verlangt auch § 30a WpHG die Gleichbehandlung der Anleiheinhaber durch den Anleihegläubiger. Insoweit ist umstritten, ob sich das kapitalmarktrechtliche Gleichbehandlungsgebot des § 30a WpHG ebenfalls nur auf Änderungen der Anleihebedingungen bezieht oder aus § 30a WpHG ein allgemeiner, § 53a AktG entsprechender Gleichbehandlungsgrundsatz folgt.³⁹ Unabhängig von der Entscheidung dieser Streitfrage gilt das Gleichbehandlungsgebot nach § 30a WpHG nur für im regulierten Markt notierten Wertpapiere,⁴⁰ so dass es auf einen Anleiherückkauf der nur im Freiverkehr notierten Anleihe der X. AG nicht anwendbar ist.

Will man den Gleichbehandlungsgrundsatz dennoch beachten, sollte es genügen, wenn sich das Rückerwerbsangebot ohne Einschränkung an alle Anleiheinhaber richtet und, sofern nur ein volumemäßig begrenztes Rückerwerbsangebot (Teilangebot) gemacht wird, bei einer über dieses Volumen hinausgehenden Abgabe von Verkaufsangeboten die Annahme durch den Emittenten im Verhältnis (pro rata) erfolgt.

IV. Steuer- und Bilanzrecht

1. Erwerb durch den Emittenten

Erwirbt die X. AG die Anleihe selbst zurück, kann die aus der Anleihe resultierende Forderung per Entwertung durch Konfusion erlöschen, oder die X. AG kann die zurück erworbenen Anleihen zunächst bestehen lassen und wie fremde Wertpapiere bilanzieren.⁴¹ Um die bilanzielle und steuerliche Behandlung der Alternativen zu verdeutlichen, soll davon ausgegangen werden, dass die Anleihe bei der X. AG mit 100 als Verbindlichkeit in der Bilanz ausgewiesen ist und zu einem Wert von 50 am Markt zurück erworben wird.

32 Vgl. BGH, 25.2.2008 – II ZB 9/07, BB 2008, 855, 2. Ls.; OLG Düsseldorf, 19.6.2009 – I-22 U 2/09, WM 2009, 1655, 1658; a. A. OLG Stuttgart, 22.4.2009 – 20 Kap 1/08, ZIP 2009, 962, 966; krit. Assmann, in: Assmann/Uwe H. Schneider, WpHG, 6. Aufl. 2012, § 13, Rn. 25.

33 Vgl. Emittentenleitfaden der BaFin, Stand 2009, S. 63 f.

34 BGH, 22.11.2010 – II ZB 7/09, BB 2011, 523, AG 2011, 84 (Rn. 18 ff., 2.Ls.).

35 NZG 2012, 464.

36 EuGH, 28.6.2012 – C-19/11, BB 2012, 1817 mit Komm. Kocher/Widder, BeckRS 2012, 81319.

37 Vgl. Fn. 36, Rn. 46.

38 Vgl. Tetzlaff, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, 4. Aufl. 2011, § 88, Rn. 110.

39 Zum Streitstand vgl. Mülberr, in: Assmann/Uwe H. Schneider, WpHG, 6. Aufl. 2012, § 30a, Rn. 4.

40 Mülberr, in: Assmann/Uwe H. Schneider, WpHG, 6. Aufl. 2012, § 30a, Rn. 2a.

41 Vgl. Ziff. II.1.b) und c).

a) Erlöschen der Forderung

Erwirbt der Schuldner eine gegen ihn gerichtete Darlehensforderung und erlischt diese durch Konfusion, gilt dies grundsätzlich auch für steuerliche Zwecke.⁴² Die X AG würde in diesem Fall einen steuerpflichtigen außerordentlichen Ertrag in Höhe von 50 realisieren, weil sie zum Erlöschen der Verbindlichkeit von 100 nur 50 aufwenden muss. Dieser außerordentliche Ertrag unterliegt der Körperschaftsteuer (15 %) zzgl. Solidaritätszuschlag (5,5 % des Steuerbetrags), also insgesamt 15,825 %. Hinzu kommt die Gewerbesteuer. Nach einer Umfrage des DIHK lag der durchschnittliche Gewerbesteuerhebesatz in den größten deutschen Gemeinden in 2010 bei 435 %. Bei diesem Gewerbesteuerhebesatz ergäbe sich eine Gewerbesteuerverbindlichkeit von 15,225 %, was einer Gesamtsteuerbelastung von 31,05 % entspricht.

b) Ruhen der Forderung

Für die X. AG ergibt sich aber zumindest nach der herrschenden Meinung die Möglichkeit, die selbst erworbene Anleihe als Inhaberschuldverschreibung zunächst ruhend als fremdes Wertpapier in ihrer Bilanz auszuweisen.⁴³ In diesem Fall liegt lediglich ein Aktivtausch vor, d. h. der Bank-/Kassenbestand reduziert sich um den Kaufpreis der Anleihe und diese wird auf der Aktivseite als Finanzanlage bilanziert. Möglich ist dies, weil das in dieser Inhaberschuldverschreibung verbrieftete Recht erst erlischt, wenn die betreffenden Wertpapiere vernichtet oder entwertet werden.⁴⁴ Entscheidend ist, dass sie nicht mehr in den Verkehr gelangen können, also ihre Verkehrsfähigkeit verlieren.⁴⁵ Solange kein Verlust der Verkehrsfähigkeit eingetreten ist, erfolgt regelmäßig auch keine Gewinnrealisierung. Erst im Zeitpunkt des Einzugs der Wertpapiere (bzw. ihrer Pälligkeit) entsteht wegen der dann eintretenden Konfusion ein steuerpflichtiger Ertrag in Höhe der Differenz zwischen Kaufpreis und der bilanzierten (Anleihen-) Verbindlichkeit.

2. Erwerb durch den Mehrheitsgesellschafter

Alternativ zum Rückkauf durch die X. AG kann auch der Mehrheitsgesellschafter die Anleihe in seinem Privatvermögen erwerben und halten, bis sie wieder werthaltig ist. Nach Erlangung der Werthaltigkeit könnte er sie am Markt veräußern (nachfolgend a)) oder gegenüber dem Emittenten auf die Rückzahlung der Anleihe verzichten (nachfolgend b)). Zum besseren Verständnis der steuerlichen Auswirkungen wird wiederum unterstellt, dass die Anleihe bei der X. AG mit 100 als Verbindlichkeit passiviert ist, und dass der Mehrheitsgesellschafter sie zu einem Wert von 50 erwirbt. Anschließend wird ein Verkauf am Markt zum Wert von 100 angenommen bzw. ein Forderungsverzicht gegenüber der X. AG in dem Zeitpunkt erklärt, in dem die Anleihe mit einem Wert von 100 wieder voll valutiert ist.

a) Verkauf am Markt

Durch einen Verkauf der Anleihe am Markt sollte der Mehrheitsgesellschafter Einkünfte aus Kapitalvermögen erzielen, da er die Anleihe in seinem Privatvermögen hält. Zu den Einkünften aus Kapitalvermögen gehört nach § 20 Abs. 2 S. 1 Nr. 7 EStG auch der Gewinn aus der Veräußerung sonstiger Kapitalforderungen, wozu auch Anleihen gehören.⁴⁶

Der erzielte Gewinn ermittelt sich dabei nach § 20 Abs. 4 S. 1 EStG durch die Gegenüberstellung von Verkaufspreis einerseits und von Anschaffungskosten sowie eventueller Veräußerungskosten anderer-

seits. Der Veräußerungsgewinn unterliegt dem Steuerabzug durch das die Veräußerung durchführende inländische Kreditinstitut nach §§ 43 Abs. 1 S. 1 Nr. 10, 44 Abs. 1 S. 3 EStG. Mit dem Steuerabzug zum Abgeltungsteuersatz von derzeit 25 % (§ 32d Abs. 1 S. 1 EStG) ist die Einkommensteuer abgegolten (§ 43 Abs. 5 EStG, Abgeltungsteuer).

Danach wäre im vorliegenden Fall die Differenz zwischen Verkaufspreis (100) und Anschaffungskosten (50) der Abgeltungsteuer in Höhe von 25 % zu unterwerfen. Hinzu käme eine Belastung durch den Solidaritätszuschlag (5,5 % des Steuerbetrags) und ggf. Kirchensteuer. Die Gesamtsteuerbelastung (ohne Kirchensteuer) läge mithin bei 26,375 %, der Gesamtsteuerbetrag bei 13,188.

b) Verzicht auf Rückzahlung

Erklärt der Mehrheitsgesellschafter hingegen zum Zeitpunkt des Erreichens der vollen Werthaltigkeit der Anleihe gegenüber der X. AG den Verzicht auf die Rückzahlung, liegt darin ein Erlass einer Verbindlichkeit, da sie nunmehr nicht mehr verpflichtet ist, die Forderung des Anleiheninhabers zu begleichen.

aa) Bilanzielle und steuerliche Behandlung beim Emittenten

Grundsätzlich ist bei einem Erlass einer Forderung und dem daraus folgenden Erlöschen einer Verbindlichkeit die entsprechende Bilanzposition beim Schuldner erfolgswirksam auszubuchen. Der Emittent würde also einen Ertrag in Höhe von 100 erzielen. Etwas anderes ergibt sich aber, wenn der Forderungserlass gesellschaftsrechtlich veranlasst ist. In diesem Fall liegt eine verdeckte Einlage in Form einer Verringerung von Passiva durch den Gesellschafter vor, die nach § 8 Abs. 3 S. 3 KStG steuerneutral ist und deshalb nicht zu einem steuerpflichtigen Ertrag führt.⁴⁷ Zu beachten ist allerdings, dass eine steuerneutrale Einlage nur in Höhe des werthaltigen Teils der Forderung anzunehmen ist; bezüglich des nicht werthaltigen Teils würde die X. AG einen steuerpflichtigen Ertrag erzielen.⁴⁸

Da die Einlage in Form des Verzichts durch den Mehrheitsgesellschafter hier erst erfolgt, wenn die Anleihe wieder voll werthaltig ist (Marktpreis gleich Nominalbetrag), liegt nach den oben genannten Grundsätzen in voller Höhe eine steuerneutrale Einlage vor, die beim Emittenten keine ertragsteuerlichen Folgen hat. Die Verbindlichkeit wäre entsprechend auszubuchen und die Kapitalrücklage nach § 272 Abs. 2 HGB bzw. das steuerliche Einlagenkonto um 100 zu erhöhen.

bb) Steuerliche Behandlung beim Mehrheitsgesellschafter

Der Mehrheitsgesellschafter verwirklicht zudem durch den Verzicht und die daraus resultierende Einlage einen Gewinn im Sinne des § 20 Abs. 2 S. 1 Nr. 7, Abs. 2 S. 2 EStG. Die Einlage führt insoweit zu einer „fingierten Veräußerung“ der Anleihe an den Emittenten ohne entsprechenden Liquiditätszufluss. An die Stelle des Veräußerungspreises tritt dabei nach § 20 Abs. 4 S. 2 EStG der Wert der Einlage. Einlagen

42 Vgl. BFH, 12.4.1989 – I R 41/85, BStBl. II 1989, 612, BB 1989, 1453; Häuselmann, BB 2010, 944, 948.

43 Vgl. Nachweise in Fn. 16.

44 S. oben, Ziff. II.1.c).

45 Vgl. BFH, 23.7.1975 – I R 23/74, BStBl. II 1976, 40; 7.1.1976 – I R 195/73, BStBl. II 1976, 358; Häuselmann, BB 2010, 944, 949.

46 Vgl. BMF-Schreiben, 22.12.2009 – IV C 1-5 2252/08/10004, 2009/0860687, BStBl. I 2010, 94, Rn. 48 ff.; Stuhmann, in: Blümich, EStG, KStG, GewStG, 114. Aufl., Februar 2012, § 20 EStG Rn. 380; Harenberg, in: Hermann/Heuer/Raupach, EStG/KStG, 243. Lief. Sept. 2010, § 20 EStG Rn. 295, 510.

47 Vgl. BFH, 9.6.1997 – GrS 1/94, BStBl. II 1998, 307, BB 1997, 1735; BMF-Schreiben, 22.12.2009 – IV C 1-5 2252/08/10004, 2009/0860687, BStBl. I 2010, 94, Rn. 61; Watermeyer, in: Hermann/Heuer/Raupach, EStG/KStG, 244. Lief. Dez. 2010, § 8 KStG Rn. 333.

48 Vgl. BFH, 9.6.1997 – GrS 1/94, BStBl. II 1998, 307, BB 1997, 1735; BMF-Schreiben, 22.12.2009 – IV C 1-5 2252/08/10004, 2009/0860687, BStBl. I 2010, 94, Rn. 61; Watermeyer, in: Hermann/Heuer/Raupach, EStG/KStG, 244. Lief. Dez. 2010, § 8 KStG Rn. 335; Häuselmann, BB 2010, 944, 948.

sind bei einer Kapitalgesellschaft mit dem Teilwert nach § 6 Abs. 1 Nr. 5 EStG anzusetzen, der in diesem Fall dem Marktwert der Anleihe (100) entspricht.

Der durch den Mehrheitsgesellschafter erzielte Gewinn würde somit bei einem Teilwert von 100 bei voller Werthaltigkeit und Anschaffungskosten von 50 auch hier 50 betragen. Der erzielte Gewinn könnte in diesem Fall nicht der Abgeltungsteuer, sondern dem persönlichen Einkommensteuersatz des Anteilseigners unterliegen, wie auch die laufenden Zinserträge. Da der Mehrheitsgesellschafter zu mehr als 10% beteiligt ist, würde grundsätzlich die Ausnahmeregelung von der Abgeltungsteuer gemäß § 32d Abs. 2 Nr. 1 b) EStG Anwendung finden, obwohl sie für andere Fälle konzipiert war. Die Gesamtsteuerbelastung beträgt ca. 47% (ohne Kirchensteuer) und die Steuerverbindlichkeit damit 23,5. Dem durch die verdeckte Einlage der Forderung (Anleihe) ausgelösten fiktiven Veräußerungsgewinn steht jedoch kein entsprechender Liquiditätszufluss gegenüber (anders bei einem Verkauf über den Markt). Deshalb ist die Steuerverbindlichkeit aus dem sonstigen Vermögen des Mehrheitsgesellschafters zu begleichen. Zusätzlich erhöhen sich durch den Darlehensverlust in Höhe des werthaltigen Teils der Forderung beim Mehrheitsgesellschafter nachträglich die Anschaffungskosten der Beteiligung.⁴⁹ All dies macht einen Erwerb durch den Mehrheitsgesellschafter steuerlich wenig attraktiv.

3. Umsatzsteuerliche Behandlung

Im Hinblick auf die jüngsten höchstrichterlichen Entscheidungen zu zahlungsgestörten Forderungen⁵⁰ ist davon auszugehen, dass in der hier besprochenen Fallkonstellation keine Factoringleistung vorliegt, die nach Auffassung der Finanzverwaltung ggf. umsatzsteuerpflichtig wäre. Der Emittent erbringt mit dem Erwerb der Forderung auch keine entgeltliche Leistung, so dass der Erwerb der Anleihe durch die X. AG nach § 4 Nr. 8 UStG umsatzsteuerfrei wäre. Der Erwerb durch den Mehrheitsgesellschafter erfolgt hingegen annehmegemäß im nicht unternehmerischen Bereich und dürfte daher in der Regel umsatzsteuerfrei sein, sofern der Verkäufer nicht zur Umsatzsteuerpflicht optiert (dies ist jedoch regelmäßig nicht der Fall).

V. Praktische Durchführung eines öffentlichen Rückkaufangebots

Rückkaufangebote werden häufig als Angebot des Kaufinteressenten, oft aber auch nur als Aufforderung an die Anleihegläubiger ausgestaltet, dem Anleiheschuldner (Emittent) gemäß § 145 BGB die von den Anleihegläubigern gehaltenen Anleihen zum Kauf nach Maßgabe der im öffentlichen Rückkaufangebot genannten Bedingungen anzubieten (*invitatio ad offerendum*).⁵¹ Die Gestaltung als Aufforderung zur Abgabe von Angeboten ist für ausschließlich im Freiverkehr zum Handel zugelassene Anleihen wertpapierrechtlich nicht untersagt. Denn die Vorschriften des WpÜG, das nach § 17 WpÜG derartige Konstruktionen verbietet, sind nach § 1 WpÜG nur auf bestimmte Wertpapiere (insbesondere Aktien und Wandel- und Optionsschuldverschreibungen, § 2 Abs. 2 WpÜG) anwendbar, die zum Handel an einem organisierten Markt nach § 2 Abs. 7 WpÜG zugelassen sind.⁵²

Um das Rückkaufverfahren handhabbar zu machen, enthält ein Rückkaufangebot stets Angaben vor allem über die Angebotsfrist, den An-

kaufpreis, das Angebotsvolumen sowie die Abwicklung des Rückkaufprogramms. Mit Annahme der Angebote kommen Kaufverträge zu den Bedingungen der Angebotsunterlage zustande.

1. Angebotsfrist

In der Angebotsunterlage bzw. der Invitation Offer (*invitatio ad offerendum*) ist eine Frist für die Annahme des Erwerbsangebots durch die Anleiheinhaber bzw., im Fall einer *invitatio ad offerendum*, durch den Erwerber festzulegen. Diese Frist ist frei wählbar und unterliegt nicht den Beschränkungen, die sich etwa aus börsenrechtlichen Vorschriften zu Erwerbsangeboten im Vorfeld eines Delisting ergeben. In der Praxis sind Fristen zwischen z. B. fünf Tagen⁵³ und einer Woche⁵⁴ bis zu einem Monat üblich. Teilweise behält sich die Emittentin sogar ausdrücklich die Verlängerung der Frist vor.⁵⁵

2. Ankaufspreis

Der Ankaufspreis kann als fester Kaufpreis ausgestaltet werden (z. B. x% des Nennwerts zuzüglich Zinsen).⁵⁶ Möglich ist aber auch ein Preisbildungsverfahren durch modifizierte holländische Auktion / umgekehrtes Bookbuilding. Derartige Preisfindungsmechanismen sind bei im Freiverkehr zum Handel zugelassenen Anleihen möglich, hingegen im regulierten Markt nach § 17 und 19 WpÜG für die dem WpÜG unterliegenden Wertpapiere untersagt.⁵⁷ Im Rahmen des umgekehrten Bookbuilding nennt die Angebotsunterlage keinen festen Kaufpreis. Vielmehr fordert der Kaufinteressent die Anleihegläubiger auf, ihrerseits den Preis zu benennen, zu dem sie die von ihnen gehaltenen Anleihen veräußern würden. Dabei kann die Invitation Offer auch einen Höchstpreis festlegen, zu dem der Kaufinteressent Anleihen maximal erwerben möchte. Nach Eingang der Angebote der verkaufsbereiten Anleiheinhaber werden dann die Verkaufsangebote in aufsteigender Reihenfolge (beginnend mit dem niedrigsten Angebotspreis) angenommen.⁵⁸

3. Ankaufsvolumen

Zusätzlich kann, falls nur ein Teil der Anleihe zurückerworben werden soll (Teilerwerbsangebot) das maximale Ankaufsvolumen festgelegt werden. Kommt es zu einem Überangebot, werden die Angebote pro rata angenommen. Wird ein solches Höchstvolumen abgegeben, kann sich der Kaufinteressent aber dennoch unverbindlich vorbehalten, das Ankaufsvolumen später zu erhöhen (Überannahme).⁵⁹ Teilerwerbsangebote mit der Möglichkeit einer unverbindlichen Überannahme können durch die Verknappung der Ankaufbereitschaft dazu beitragen, die Verkaufsbereitschaft der Anleiheinhaber zu erhöhen.

49 Vgl. BFH, 18.8.1992 – VIII R 90/89, BFH/NV 1993, 158; BfE, 8.6.1999 – 1999-06-08 IV C 2-5 2244-12/99, BStBl. I 1999, 545; Watermeyer, in: Hermann/Heuer/Raupach, EStG/KStG, 244. Lief. Dez. 2010, § 8 KStG Rn. 335; Häuselmann, BB 2010, 944, 948.

50 Vgl. Urt. v. 27.10.2011 – C-93/10 GFKL Financial Services AG, BB 2012, 37 m. BB-Komm. Hahne, DStR 2011, 2093; Vorlage BFH, 10.12.2009 – VR 18/08, DStR 2010, 377 sowie BFH, 26.1.2012 – V R18/08, DStR 2012, 513.

51 Vgl. etwa Pressemitteilungen der HSH Nordbank AG über den Rückkauf von zwei Serien ausstehender Nachranganleihen vom 9.2./3.5.2012.

52 Vgl. Wackerbarth, in: Münchener Kommentar AktG, 3. Aufl. 2011, § 1 WpÜG, Rn. 28; Angerer, in: Geibel/Süßmann, WpÜG, 2. Aufl. 2008, § 1, Rn. 65.

53 Z. B. E.on Tender Offer Notice vom 24.1.2010.

54 Z. B. HSH Nordbank, vgl. Fn. 51.

55 Etwa Mistral Media AG und ETL Vermögensverwaltungs GmbH, vgl. Fn. 27.

56 So ETL Vermögensverwaltungs GmbH, vgl. Fn. 27.

57 Vgl. Wackerbarth, in: Münchener Kommentar AktG, 3. Aufl. 2011, § 17 WpÜG, Rn. 15, § 19, Rn. 46.

58 So z. B. Aufforderung der Infineon Technologies AG zur Abgabe von Angeboten im Wege einer modifizierten holländischen Auktion vom 5.5.2009.

59 So z. B. Teilerwerbsangebot der Deutsche Balaton AG, vgl. eBundesanzeiger vom 20.4.2012.

4. Abwicklung des Rückkaufprogramms

Die technische Abwicklung des Rückkaufprogramms kann die Gesellschaft als Rückkäuferin selbst übernehmen, aber auch eine Bank als zentrale Abwicklungsstelle einsetzen. In der Praxis müssen die verkaufsbereiten Anleihehaber über ihr depotführendes Institut die Annahme des Angebots erklären bzw. Angebote zum Erwerb abgeben. Zum Teil sind auch weitere Bedingungen vorgesehen, wie etwa die Übermittlung der Annahmen bzw. Angebote durch die depotführenden Institute (durch Eingabe in ein besonderes Clearingsystem). Schließlich wird über einen Sperrvermerk bzw. die Einbuchung in ein Sperrdepot sichergestellt, dass bis zur Abwicklung des Rückkaufprogramms (d.h. Einbuchung der erworbenen Anleihen in das Depot des Erwerbers) keine anderweitigen börslichen Verfügungen über die zu veräußernden Anleihen erfolgen können.⁶⁰ Die zentrale Abwicklungsstelle bucht schließlich im Rahmen des Settling die erworbenen Anleihen in das Depot des Erwerbers um.

VI. Fazit

Ein Erwerb der Anleihen ist sowohl durch den Emittenten selbst als auch etwa durch den Mehrheitsgesellschafter möglich. Ein Erwerb durch den Emittenten führt erst nach (Teil-)Entwertung der die Anleihe verbriefenden Globalurkunde zum Erlöschen der Forderungen (Konfusion) und damit zu einer Verbesserung der Eigenkapitalstruktur des Emittenten (Verringerung der Fremdkapitalquote) und zu einer Reduktion der Zinslast. Andererseits hat das Erlöschen der Forderungen zur Folge, dass die Differenz zwischen dem Nennwert der Forderungen und ihrem Ankaufspreis grundsätzlich als außerordentlicher Ertrag auf der Ebene des Emittenten zu versteuern ist. Den Zeitpunkt der Entwertung (und damit des Erlöschens der Forderungen) kann der Emittent selbst bestimmen. Spätestens bei Fälligkeit der Anleihen kommt es jedoch zur Konfusion und Realisation. Da verbrieft Anleihen nicht unmittelbar mit Erwerb durch den Emittenten erlöschen, könnte der Emittent die Anleihe zunächst zu Anschaffungskosten in den Büchern halten, und sie grundsätzlich auch erst bei späterer Wertaufholung vor Endfälligkeit gewinnrealisierend wieder veräußern (wiederplatzieren). Mit einem Erwerb der Anleihen durch den Mehrheitsgesellschafter werden diese zu Gesellschafterdarlehen, die in einer Insolvenz des Emittenten stets nachrangig sind.

Eine Einlage der Forderung durch den Mehrheitsgesellschafter in den Emittenten kann steuerlich zu einem steuerpflichtigen außerordentlichen Ertrag beim Emittenten führen. Auf der Ebene des Mehrheitsgesellschafters würde dabei eine Einbringung für steuerliche Zwecke als fingierte Veräußerung betrachtet. Der Mehrheitsgesellschafter hätte damit einen entsprechenden Gewinn zu versteuern, ohne dass dem ein Liquiditätszufluss gegenübersteht.

Ein Rückerwerb der Anleihen über die Börse sollte zur Vermeidung des Vorwurfs einer Marktmanipulation nach § 20a WpHG gemäß der Safe-Harbour-Regelung nach der Durchführungs-VO vorgenommen werden. Damit wäre der Erwerb auf täglich höchstens 25% des durchschnittlichen täglichen Umsatzes begrenzt, so dass sich das Rückkaufprogramm – für die Praxis unbefriedigend – über einen längeren Zeitraum hinziehen würde. Im Vergleich dazu liegt der Vorteil eines Rückerwerbs über ein freiwilliges Rückkaufangebot darin, dass es eine relativ knappe Annahmefrist vorsehen kann, und so eine zügige Abwicklung des Rückkaufprogramms ermöglicht. Außerdem kann

insbesondere über die Festlegung des Preises dem Kapitalmarkt ein klares Signal gegeben werden.

Im Rahmen des Rückkaufprogramms sind weitere kapitalmarktrechtliche Vorgaben zu beachten. Insbesondere das Insiderhandelsverbot nach § 14 WpHG findet auch auf lediglich zum Handel im Freiverkehr zugelassene Unternehmensanleihen Anwendung. Insiderinformationen sind daher durch Quasi-Ad-Hoc-Meldungen zu veröffentlichen; bis zu der Veröffentlichung besteht ein Handelsverbot. Praktisch sollte daher die verbindliche Entscheidung über die Durchführung des Rückkaufprogramms möglichst kurzfristig vor der Veröffentlichung des Angebots getroffen werden, damit die Quasi-Ad-hoc-Meldung über die Entscheidung zum Rückerwerb zeitnah zu der Veröffentlichung des Angebots zum Rückerwerb der Anleihen erfolgen kann.

// Autoren

Dr. Günther M. Bredow, LL.M., RA, ist Partner der Kanzlei Heuking Kühn Lüer Wojtek in Frankfurt a. M. und v. a. im Bereich M&A/Gesellschaftsrecht und im Rahmen von Unternehmensfinanzierungen sowie Restrukturierungen tätig. Er berät den Mittelstand ebenso wie Private Equity-Fonds, Banken und Finanzdienstleister. Schwerpunkt ist dabei der Banken- und Versicherungssektor sowie Unternehmen aus dem Bereich Erneuerbare Energien.



Dr. Mirko Sickinger, LL.M., RA, ist Partner der Kanzlei Heuking Kühn Lüer Wojtek in Köln. Er berät schwerpunktmäßig kapitalmarktorientierte Unternehmen zu allen gesellschaftsrechtlichen Fragen, bei Eigen- und Fremdkapitalfinanzierungen sowie in Unternehmenstransaktionen und Umstrukturierungen. Er ist Mitglied im erweiterten Vorstand des Private Equity Forums NRW und Lehrbeauftragter an der Hochschule Fresenius.



Klaus Weinand-Härer, StB, ist Partner der Kanzlei Heuking Kühn Lüer Wojtek in Frankfurt a. M. Er berät nationale und internationale Unternehmen, Eigenkapitalinvestoren und Fremdkapitalgeber in allen Fragen des nationalen und internationalen Steuerrechts, sowohl bei steuerlichen Konzeptionen, Restrukturierungen als auch in M&A-Transaktionen.



Finn-Michael Liebscher, RA, ist Salaried Partner der Kanzlei Heuking Kühn Lüer Wojtek in Frankfurt a. M. Er berät u. a. kapitalmarktorientierte Unternehmen zu allen gesellschaftsrechtlichen Fragen, bei Eigen- und Fremdkapitalfinanzierungen sowie in Unternehmenstransaktionen und Restrukturierungen. Einen Schwerpunkt bildet hierbei der Bereich der Erneuerbaren Energien.



⁶⁰ Vgl. Deutsche Balaton AG, Fn. 59.