

Ekkenga

Handbuch der AG-Finanzierung

Herausgegeben von

Prof. Dr. Jens Ekkenga
Justus-Liebig-Universität Gießen

2. Auflage

Leseprobe

Carl Heymanns Verlag 2019

Bearbeiterverzeichnis

Dr. Udo Becker

Rechtsanwalt, Möller Theobald Jung Zenger Partnerschaftsgesellschaft mbB, Frankfurt am Main

Prof. Dr. Marcus Bieder

Universität Osnabrück

Dipl.-Kfm. Dr. Christian Buck

Rechtsanwalt, Steuerberater, Zürich

Prof. Dr. Jens Ekkenga

Justus-Liebig-Universität Gießen

Prof. Dr. Michael Fischer

Friedrich-Alexander-Universität Erlangen-Nürnberg

Dr. Mauricio Hartwig-Jacob, LL.M. (Universität Köln)

Senior Counsel, Commerzbank AG, Frankfurt am Main

Dr. iur. Dipl.-Volksw. Philipp Jaspers, M.A.

Rechtsanwalt, Shearmann & Sterling LLP, Frankfurt am Main

Robert Koller, CAIA

Rechtsanwalt, Solicitor (England & Wales), Abogado (Madrid), Executive Chairman, european primary placement facility (eppf) S.A., Luxemburg

Prof. Dr. Thilo Kuntz, LL.M. (University of Chicago)

Bucerius Law School Hamburg

Dr. Arne Lawall

Executive Director and Senior Counsel, Goldman Sachs AG, Frankfurt am Main

Dr. Miriam Parmentier, LL.M. (Columbia Univ.)

Regierungsdirektorin in Berlin, z. Zt. Brüssel

Prof. Dr. Günter Reiner

Helmut-Schmidt-Universität/Universität der Bundeswehr Hamburg

Dr. Martin Schiessl, LL.M. (Exeter)

Rechtsanwalt, Fachanwalt für Steuerrecht, Freshfields Bruckhaus Deringer LLP, Frankfurt am Main

Dr. Roland Schmidtböleicher, LL.M. (Cornell)

Syndikusrechtsanwalt in einer internationalen Bank, Frankfurt am Main

Prof. Dr. Michael Stöber

Christian-Albrechts-Universität zu Kiel

Philipp Thouet

Rechtsanwalt, Steuerberater, Aachen

Karsten Wöckener, LL.M. (Boston)

Rechtsanwalt, Solicitor (England & Wales), White & Case LLP, Frankfurt am Main

Florian Zawodsky, M.Sc.

Senior Consultant, Ernst & Young GmbH, Berlin

Im Einzelnen haben bearbeitet

Teil 1	Einführung
Kapitel 1	Parmentier
Kapitel 2	Parmentier
Kapitel 3	Schiessl
Teil 2	Eigenkapital
Kapitel 4	Ekkenga/Jaspers/Thouet
Kapitel 5	Stöber
Kapitel 6	Jaspers/Thouet
Kapitel 7	Jaspers/Thouet
Kapitel 8	Kuntz
Teil 3	Fremdkapital und Mischformen zwischen Eigen- und Fremdkapital
Kapitel 9	Bieder
Kapitel 10	Koller/Hartwig-Jacob/Thouet
Kapitel 11	Fischer/Thouet
Kapitel 12	Schmidtbbleicher/Hartwig-Jacob/Lawall
Kapitel 13	Koller/Wöckener
Kapitel 14	Reiner/Buck/Zawodsky
Teil 4	Sanierung und Abwicklung
Kapitel 15	Ekkenga
Kapitel 16	Ekkenga/Becker

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	V
Bearbeiterverzeichnis	VII
Im Einzelnen haben bearbeitet	IX
Inhaltsübersicht	XI
Abkürzungsverzeichnis	XXV
Literaturverzeichnis	XXXIII

Teil 1 Einführung	1
------------------------------------	----------

Kapitel 1 Finanzierungsanlässe und Überblick der Finanzierungsformen der AG	1
--	----------

A. Finanzierung der AG	4
I. Die Finanzierungsfunktion der AG	4
II. Unternehmensfinanzierung	5
III. Kapitalbeschaffung in der AG	6
B. Finanzierungsanlässe im Überblick	9
C. Außenfinanzierung durch Eigenkapital	11
I. Eigenkapitalfinanzierung bei der Gründung	11
II. Nachträgliche Außenfinanzierung durch Eigenkapital	19
D. Innenfinanzierung	20
I. Gewinnfinanzierung	20
II. Bilanzielle Selbstfinanzierung	23
III. Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln	24
IV. Kapitalherabsetzung	25
V. Rückkauf eigener Aktien	25
E. Finanzierung durch Fremdkapital	26
I. Kredit	26
II. Mischformen	28
III. Operative Finanzierungsformen	42
F. Klassifizierung der Entscheidungsparameter	43
I. Eckpunkte	43
II. Konditionen	44
III. Komplexität der Finanzierungsentscheidung	48

Kapitel 2 Pflichtenkreis des Vorstands bei der Finanzierungsentscheidung	49
---	-----------

A. Finanzierung als Vorstandsaufgabe	55
I. Der Vorstand als Leitungsorgan	55
II. Die Vorstandskompetenz in Finanzierungsfragen	56
III. Die Vorstandspflichten bei der Finanzierung	58
B. Kapitalverantwortung	58
I. Ausgangspunkt	58
II. Einzelne Kapitalschutzpflichten	59
III. Auszahlungsverbote	62
C. Überwachungsverantwortung	62
I. Grundlagen der Überwachungspflicht	62
II. Ausprägungen der Überwachungspflicht	63
III. Publizitätspflichten am organisierten Kapitalmarkt	67
D. Finanzierungsverantwortung im engeren Sinn	75
I. Finanzierungskonzept	75
II. Außenfinanzierung über Eigenkapital	76

Inhaltsverzeichnis

III.	Innenfinanzierung	83
IV.	Fremdfinanzierung	85
V.	Pflege der Beziehungen zu Kapitalgebern	89
E.	Allgemeiner Pflichtenstandard	89
I.	Pflichten aus der Geschäftsleiterrolle	89
II.	Ausprägungen der Vorstandsverantwortung	91
III.	Verpflichtung auf das Gesellschaftswohl	98
IV.	Angemessene Informationsgrundlage	112
V.	Subjektive Anforderungen an die Ausübung des Finanzierungsermessens	120
F.	Privatrechtliche Ansprüche gegen den Vorstand	127
I.	Binnenhaftung ggü. der Gesellschaft wegen Pflichtverletzung	127
II.	Sondertatbestände der Binnenhaftung	133
III.	Außenhaftung ggü. den Aktionären	135
IV.	Sonderprüfung	136
V.	Abberufung	137
VI.	Herabsetzung der Vorstandsbezüge	139
G.	Straf- und Ordnungswidrigkeitstatbestände	139
Kapitel 3 Bilanzierung und Besteuerung		141
A.	Einleitung	142
B.	Ermittlung des Ergebnisses der AG	142
I.	Buchführung	142
II.	Steuerliche Gewinnermittlung	143
III.	HGB Einzelabschluss	144
IV.	Vermögensgegenstand und Wirtschaftsgut	146
V.	Verbindlichkeiten, Rückstellungen und Rechnungsbegrenzungsposten	147
VI.	Eigenkapital	149
VII.	Anschaffungs- und Herstellungskosten	150
VIII.	Bilanzierung und Bewertung von Passiva	154
C.	Bedeutung steuerlicher Parameter für die Finanzierung der AG	155
I.	Außenfinanzierung	156
II.	Innenfinanzierung	156
III.	Finanzierungsfreiheit	157
D.	Besteuerung der AG als Finanzierungsschuldner	158
I.	Körperschaftsteuer und Gewerbesteuer	158
II.	Fremdkapital	163
III.	Eigenkapital	166
E.	Besteuerung des Aktionärs (Eigenkapitalgeber) und des Fremdkapitalgebers	167
I.	Im Privatvermögen gehaltene Aktien	167
II.	Im Betriebsvermögen gehaltene Aktien	169
III.	Besteuerung der nicht in Deutschland unbeschränkt steuerpflichtigen Aktionäre	171
IV.	Fremdkapital	172
Teil 2 Eigenkapital		175
Kapitel 4 Reguläre Kapitalerhöhung		175
A.	Grundlagen	183
I.	Aktienrechtliche Systematik der Kapitalerhöhungen	183
II.	Der Zweck der Kapitalerhöhung	184
III.	Kapitalerhöhung und Kapitalaufbringung	185
IV.	Strukturierungsfragen	186

V.	Übernahmevereinbarungen mit Emissionsbanken	197
VI.	Kapitalmarktrechtliche Fragen	202
VII.	Meldepflichten nach dem neuen GWG, Transparenzregister	212
VIII.	Rechte und Pflichten des Vorstands.	218
B.	Der Kapitalerhöhungsbeschluss	222
I.	Kompetenzfragen	222
II.	Absolute Hinderungsgründe	222
III.	Verfahren	229
IV.	Beschlussinhalte	233
V.	Aufhebung und Änderung des Kapitalerhöhungsbeschlusses	253
VI.	Herbeiführung zusätzlicher Beschlüsse und Vereinbarungen	254
C.	Bezugsrechte und Bezugsrechtsausschluss.	260
I.	Bezugsrechte	260
II.	Bezugsrechtsausschluss	268
D.	Anfechtbarkeit und Nichtigkeit des Kapitalerhöhungsbeschlusses	289
I.	Anfechtungs- oder Nichtigkeitsklage, §§ 241 ff. AktG	289
II.	Registersperre und Freigabeverfahren.	298
E.	Die Ausführung des Kapitalerhöhungsbeschlusses.	303
I.	Allgemeines	303
II.	Ausführende Maßnahmen	304
III.	Grenzen der Ausführungspflicht	308
F.	Die Durchführung der Kapitalerhöhung	314
I.	Allgemeines	314
II.	Die Ausgabe der neuen Anteile	315
III.	Die Valutierung der neuen Anteile	340
IV.	Die Anmeldung zur Eintragung	383
G.	Folgen der Kapitalerhöhung	391
I.	Erwerb der Mitgliedschaft	391
II.	Offene Einlagen	392
III.	Rückgewähransprüche i.S.d. § 27 Abs. 4 AktG	396
IV.	Kosten	396
H.	Bilanzierung und Steuern	398
I.	Bilanzierung bei der AG	398
II.	Steuerliche Auswirkungen bei der AG	402
III.	Steuerliche Auswirkungen beim Kapitalgeber	403
Kapitel 5 Genehmigtes Kapital	407	
A.	Grundlagen und Allgemeines.	410
I.	Die Kapitalerhöhung mittels eines genehmigten Kapitals im Überblick	410
II.	Kompetenzverlagerung auf den Vorstand	411
III.	Vor- und Nachteile des genehmigten Kapitals gegenüber der regulären Kapitalerhöhung	412
IV.	Vor- und Nachteile des genehmigten Kapitals gegenüber der bedingten Kapitalerhöhung	413
V.	Praktische Einsatzmöglichkeiten des genehmigten Kapitals	414
B.	Vorbereitung des Ermächtigungsbeschlusses der Hauptversammlung	419
I.	Entscheidung über die Schaffung eines genehmigten Kapitals	419
II.	Einberufung und Vorbereitung der Hauptversammlung	421
III.	Weitere Zustimmungs- und Beschlusserfordernisse	426
IV.	Vorbereitung der Handelsregistereintragung	429
C.	Ermächtigungsbeschluss der Hauptversammlung	430
I.	Zulässigkeit und Grenzen der Schaffung eines genehmigten Kapitals	430
II.	Formelle Rechtmäßigkeitsanforderungen	431

Inhaltsverzeichnis

III.	Inhalt des Ermächtigungsbeschlusses	432
IV.	Besonderheiten bei Sacheinlagen	436
V.	Ausschluss des Bezugsrechts	438
VI.	Mittelbares Bezugsrecht	441
VII.	Ermächtigung zur Ausgabe von Belegschaftsaktien	441
VIII.	Herbeiführung des Ermächtigungsbeschlusses und Nachbereitung	442
IX.	Fehlerhafte Beschlüsse, Anfechtungsrisiken	442
D.	Vorstandsbeschluss über die Ausnutzung des genehmigten Kapitals	445
I.	Überblick	445
II.	Entscheidung über das Gebrauchmachen von der Ermächtigung	446
III.	Inhalt des Vorstandsbeschlusses	449
IV.	Veröffentlichung des Vorstandsbeschlusses	450
V.	Zustimmung des Aufsichtsrats	451
VI.	Bezugsrecht und Bezugsrechtsausschluss	454
VII.	Besonderheiten bei Sachkapitalerhöhung	468
E.	Durchführung der Kapitalerhöhung	468
I.	Allgemeines	468
II.	Selbstemission	469
III.	Fremdemission	477
F.	Registerrechtliche Aspekte	488
I.	Anmeldung des Ermächtigungsbeschlusses zur Eintragung ins Handelsregister	488
II.	Anmeldung der Durchführung der Kapitalerhöhung zur Eintragung ins Handelsregister	489
G.	Genehmigtes Kapital in Liquidation und Insolvenz	492
I.	Genehmigtes Kapital in der Liquidation	492
II.	Genehmigtes Kapital in der Insolvenz	493
H.	Genehmigtes Kapital im Bilanz- und Steuerrecht	495
I.	Bilanzierung bei der AG	495
II.	Steuerliche Auswirkungen bei der AG und bei dem Kapitalgeber	496
Kapitel 6 Bedingte Kapitalerhöhung		497
A.	Grundlagen	500
I.	Wesen der bedingten Kapitalerhöhung	500
II.	Verhältnis zu anderen Finanzierungsformen	501
III.	Limitierungen	503
IV.	Praktische Bedeutung	504
B.	Ablauf	504
C.	Zulässige Zwecke	505
I.	Analoge Anwendung	505
II.	Wandelschuldverschreibungen	506
III.	Unternehmenszusammenschlüsse	510
IV.	Gewährung von Bezugsrechten an Arbeitnehmer und Mitglieder der Geschäftsführung	512
V.	Finanzmarktstabilisierung	516
D.	Kapitalerhöhungsbeschluss	517
I.	Verhältnis von Kapitalerhöhungsbeschluss und Finanzierungsanlass/Ausgabe der Bezugs- bzw. Umtauschrechte	517
II.	Unbedachtlichkeit ausstehender Einlagen	519
III.	Bedingtes Kapital und Gründungssatzung	519
IV.	Verfahren	520
IV.	Inhalt des Kapitalerhöhungsbeschlusses	523
V.	Erfordernis materieller Rechtfertigung	546
VI.	Anfechtbarkeit und Nichtigkeit des Kapitalerhöhungsbeschlusses	548

E.	Werthaltigkeitsprüfung bei Sacheinlagen	550
I.	Allgemeines	550
II.	Notwendigkeit einer externen Werthaltigkeitsprüfung	551
III.	Kapitalerhöhung gegen Sacheinlage ohne externe Werthaltigkeitsprüfung	553
F.	Anmeldung des Beschlusses über die bedingte Kapitalerhöhung	554
G.	Prüfung durch das Registergericht	556
H.	Eintragung des Kapitalerhöhungsbeschlusses	558
I.	Allgemeines	558
II.	Rechtswirkungen der Eintragung	558
I.	Begründung von Bezugs- bzw. Umtauschrechten	559
I.	Bezugsrecht und Umtauschrecht	560
II.	Grundlagen	560
III.	Begründung von Bezugsrechten	565
IV.	Ausübung des Bezugs-/Umtauschrechts – Bezugserklärung	566
J.	Erbringung der Gegenleistung	573
I.	Bareinlage	573
II.	Sacheinlage	574
III.	Verdeckte Sacheinlage	576
IV.	Hin- und Herzahlen	577
K.	Ausgabe der Bezugsaktien	577
I.	Ausgabe	577
II.	Voraussetzungen der Ausgabe	578
III.	Unzulässige Aktienausgabe	580
L.	Wirksamwerden der Kapitalerhöhung	581
M.	Anmeldung der Ausgabe der Bezugsaktien	582
I.	Allgemeines	582
II.	Inhalt der Anmeldung	583
III.	Beizufügende Unterlagen	584
IV.	Registerprüfung	585
V.	Eintragung und Bekanntmachung	585
N.	Kosten	585
O.	Kapitalmarktrecht	586
I.	Insiderrecht	586
II.	Ad-Hoc-Publizität/Veröffentlichung von Insiderinformationen	587
III.	Stimmrechtsmitteilungen	587
IV.	Weitere kapitalmarktrechtliche Folgepflichten	587
V.	Directors' Dealings/Managers' Transactions	589
VI.	Prospektrechtliche Aspekte	590
P.	Bilanzierung und Steuern	591
I.	Bilanzierung	591
II.	Steuerrecht	592
III.	Exkurs: Bilanzierung und Besteuerung von Stock-Option Plans	592
Kapitel 7 Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln	596	
A.	Grundlagen	597
B.	Zwecke	597
C.	Verfahren	599
D.	Verbindung mit sonstigen Kapitalmaßnahmen	599
E.	Unzulässigkeit der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln	600
F.	Bilanzielle Voraussetzungen	601
I.	Umwandlungsfähige Eigenkapitalpositionen	602
II.	Umfang der Umwandlung	604
III.	Bilanzerfordernis	608

Inhaltsverzeichnis

G.	Kapitalerhöhungsbeschluss	611
I.	Vorbereitende Maßnahmen	611
II.	Inhalte	612
III.	Mehrheitserfordernisse	615
IV.	Aufhebung und Änderung des Kapitalerhöhungsbeschlusses	616
V.	Anfechtbarkeit und Nichtigkeit des Kapitalerhöhungsbeschlusses	616
VI.	Freigabeverfahren	618
H.	Anmeldung des Kapitalerhöhungsbeschlusses	618
I.	Prüfung durch das Registergericht	620
J.	Eintragung der Kapitalerhöhung	621
K.	Ausgabe der neuen Aktien	622
I.	Entbehrlichkeit	622
II.	Verteilungsschlüssel	622
III.	(Aufforderung zur) Abholung der jungen Aktien	626
L.	Rechtswirkungen der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln	629
I.	Rechtswirkungen im Verhältnis der Aktionäre	629
II.	Rechtswirkungen im Verhältnis zu Dritten	634
M.	Kosten	635
N.	Kapitalmarktrecht	635
O.	Bilanzierung und Steuern	638
I.	Bilanzierung bei der AG	638
II.	Steuern	638
III.	Steuerliche Auswirkungen bei der AG	639
IV.	Steuerliche Auswirkungen beim Kapitalgeber	639
Kapitel 8 Börsengang und Aktienplatzierungen (Deutsches und US-Recht)	641	
A.	Deutsches Recht	650
I.	Einführung	650
II.	Emissionsarten	652
III.	Die Wahl des Emissions- und Platzierungskonzepts	653
IV.	Emissionsbank und Emissionskonsortium	656
V.	Verhältnis von Emittent und Emissionskonsortium	660
VI.	Platzierung	678
VII.	Prospekterstellung, Prospektbilligung und Börsenzulassungsverfahren	711
VIII.	Due Diligence Prüfung, Legal Opinion und Comfort Letters	742
IX.	Nachbereitung der Emission	754
X.	Prospekthaftung nach den §§ 21 ff. WpPG	755
XI.	Anwendbares Recht bei grenzüberschreitenden Emissionen	774
XII.	Besonderheiten bei der REIT-AG	774
XIII.	Störungen bei der Abwicklung von Emission und Aktienumplatzierung	776
XIV.	Delisting	777
B.	US-Recht	783
I.	Regulatorische Grundlagen	783
II.	Zugangsmöglichkeiten zum US-Kapitalmarkt	785
III.	Public Offering	787
IV.	Privatplatzierungen und ausgenommene Transaktionen	794
V.	Secondary Distributions	801
VI.	Haftung	805
VII.	Extraterritoriale Anwendung der Securities Laws	812

Teil 3 Fremdkapital (und Mischformen zwischen Eigen- und Fremdkapital)	819
Kapitel 9 Aktienrückkauf	819
A. Einführung	821
I. Erscheinungsformen und Funktionen des Aktienrückkaufs	821
II. Statistisches zu Verbreitung, Volumen und Motiven von Aktienrückkaufprogrammen	824
III. Risiken und Regulierungsprobleme des Aktienrückkaufs	825
IV. Historische Entwicklung und unionsrechtliche Vorgaben	827
B. Gesellschaftsrechtliche Rahmenbedingungen	828
I. Grundsätzliches zum Erwerb eigener Aktien (§ 71 AktG)	828
II. Verhältnis zum Verbot der Einlagenrückgewähr, § 57 AktG	832
III. Die einzelnen Erwerbserlaubnistratbestände im Überblick	834
IV. Folgerungen aus dem Gleichbehandlungsgrundsatz (§ 53a AktG) für den Rückerwerb	849
V. Schranken des Erwerbs eigener Aktien	853
VI. Rechtsfolgen des unzulässigen Rückerwerbs, § 71 Abs. 4 AktG	855
C. Kapitalmarktrechtliche Pflichten beim Rückerwerb	856
I. Insiderhandelsverbot	857
II. Verbot der Marktmanipulation	858
III. Ad-hoc-Publizität und weitere Berichtspflichten	858
D. Aktienrückerwerb und Übernahmerecht	859
E. Bilanzrechtliche Behandlung des Rückerwerbs	860
Kapitel 10 Emission von Unternehmensanleihen	861
A. Einführung	866
I. Begriff der Anleihe	866
II. Begriff der Schuldverschreibung	867
III. Kategorisierung der Anleihen	868
IV. Form der Verbriefung von Schuldverschreibungen	869
V. Art der Verbriefung von Schuldverschreibungen	875
VI. Wahrnehmung der Rechte aus der Schuldverschreibung	876
B. Erscheinungsformen	877
I. Verzinsliche und unverzinsliche Anleihen	877
II. Fremdwährungsanleihen	887
III. Exkurs: Anleihen mit Bezugsrechten	894
IV. Anleihen mit und ohne Besicherung sowie Zusicherungen	897
V. Pfandbriefe	904
C. Allgemeine Ausgestaltungsmerkmale von Anleihen	909
I. Zinsbestimmungen	909
II. Rückzahlung	912
III. Kündigungsbestimmungen	913
IV. Zusicherungen und Schutzklauseln	917
D. Rechtliche Dokumentation	926
I. Vertragsbeziehungen bei Anleiheemissionen	926
II. Rechtsbeziehung zwischen dem Emittenten und Emissionsbanken	932
III. Rechtsbeziehung zwischen den Mitgliedern des Emissionskonsortiums	990
IV. Rechtsbeziehung zwischen dem Emittenten und den Anleihegläubigern	998
V. Rechtsbeziehung zwischen den Konsortialbanken und den Anlegern	1014
VI. Andere rechtliche Dokumentation	1016

Inhaltsverzeichnis

E.	Bilanzierung und Steuern	1029
I.	Einführung	1029
II.	Bilanzierung bei der emittierenden AG	1030
III.	Steuern	1034
Kapitel 11 Emission von Genussrechten		1042
A.	Einleitung	1044
B.	Ausgabezwecke	1046
I.	Finanzierungsgenussrechte	1046
II.	Sonstige Ausgabezwecke	1049
III.	»Aktienähnliche« Genussrechte	1049
C.	Definition und dogmatische Einordnung des Genussrechtsverhältnisses	1052
I.	Vorbemerkung	1052
II.	Präzisierung des Begriffs	1053
III.	Rechtsnatur des Genussrechtsverhältnisses	1054
D.	Aktienrechtliche Rahmenbedingungen	1059
I.	Reichweite des § 221 Abs. 3 AktG	1059
II.	Genussrechte als Teilgewinnabführungsvertrag?	1064
III.	Unzulässigkeit »aktiengleicher« Genussrechte?	1066
IV.	Verhältnis zu § 39 Abs. 1 Nr. 5 InsO	1067
E.	Begründung von Genussrechten	1068
I.	Hauptversammlungsbeschluss	1068
II.	Bezugsrecht und Bezugsrechtsausschluss	1070
F.	Prospektrechtlicher Anlegerschutz	1073
I.	Anwendungsbereich	1073
II.	Prospektinhalt	1076
III.	Veröffentlichung	1077
IV.	Haftung	1078
G.	Typischer Vertragsinhalt	1079
I.	Genusskapitaleinlagen	1079
II.	Beteiligung am Gewinn	1081
III.	Beteiligung am (laufenden) Verlust	1083
IV.	Nachrangabrede	1086
H.	Rechtsschutz des Genussrechtsinhabers	1087
I.	SchuldVG	1087
II.	AGB-Recht	1088
III.	Vertragsverletzungen	1090
I.	Kosten	1097
J.	Haftungsrisiken	1098
K.	Bilanzierung und Steuern	1098
I.	Bilanzierung bei der AG	1098
II.	Steuern	1101
Kapitel 12 SchVG, AGB-Recht und Transparenzkontrolle sowie Prospektrecht		1109
A.	Einleitung	1114
B.	Das Schuldverschreibungsgesetz (SchVG)	1115
I.	Institutionenökonomische Grundlagen	1116
II.	Entwicklungsschritte zum SchVG	1126
III.	Das SchVG	1131
C.	Anleihebedingungen als AGB und das Transparenzgebot des § 3 SchVG	1196
I.	Entwicklungsschritte zum Transparenzgebot und Folgen für das AGB-Recht	1196
II.	Anleihebedingungen als AGB	1198

III.	Transparenzgebot	1202
IV.	Einzelne Anwendungsfälle des Transparenzgebots und des AGB-Rechts	1210
V.	Folgen eines Verstoßes gegen die §§ 305c ff. BGB oder gegen § 3 SchVG	1219
D.	Prospektrecht	1222
I.	Einleitung	1222
II.	Grundlagen	1222
III.	Prospektpflicht	1225
IV.	Anforderungen an Wertpapierprospekte	1231
V.	Billigung und Veröffentlichung	1239
VI.	Gültigkeitsdauer von Prospekten	1240
VII.	Nachtrag zum Prospekt	1240
VIII.	Werbung	1242
IX.	Grenzüberschreitende Angebote und Sprachenregelung	1242
Kapitel 13 Schuldscheindarlehen		1244
A.	Eigenschaften eines Schuldscheindarlehens	1244
B.	Vor- und Nachteile von Schuldscheindarlehen	1245
C.	Marktüberblick	1247
I.	Marktteilnehmer	1248
II.	Internationalisierung des Schuldscheinmarkts	1250
D.	Platzierung und Vermarktung	1250
I.	Direktes System	1250
II.	Indirektes System	1251
III.	Phasen einer Schuldscheintransaktion	1251
E.	Vertragsmerkmale	1252
I.	Form	1252
II.	Verzinsung	1253
III.	Rückzahlung und Kündigung	1253
IV.	Sicherheiten und Treuhänder	1258
V.	Covenants	1258
VI.	Übertragung	1259
F.	Aufsichtsrechtliche Aspekte	1263
I.	Einlagen- und Kreditgeschäft	1263
II.	Arrangierung	1264
III.	Notenbankfähigkeit	1264
IV.	Prospektpflicht und öffentliches Angebot	1265
V.	Bankgeheimnis	1266
G.	Zahlstelle und Registerstelle	1269
H.	Schuldscheine in der Krise	1270
I.	Zusammenfassung	1271
Kapitel 14 Finanzierung durch Darlehen		1272
A.	Grundlagen der Darlehensgewährung an die AG	1277
I.	Vorteile der Darlehensfinanzierung	1277
II.	Bürgerlich-rechtliche Grundlagen	1280
III.	Kapitalmarktrechtliche Besonderheiten bei der Übernahmefinanzierung	1290
IV.	Aktienrechtliche Grundlagen	1293
B.	Sonderrecht der Gesellschafterdarlehen	1329
I.	Das alte Eigenkapitalersatzrecht der AG	1335
II.	Das neue Sonderrecht nach dem MoMiG	1368
III.	Steuern bei eigenkapitalersetzenden Darlehen	1431
IV.	Steuern bei darlehensähnlichen Formen des Eigenkapitalersatzes (ohne Sicherheiten)	1437

Inhaltsverzeichnis

C.	Darlehen mit vereinbartem Nachrang und ähnliche Gestaltungen	1439
I.	Rangrücktritt	1440
II.	Besserungsabrede	1449
III.	Sog. »Finanzplankredit«	1451
IV.	Steuern	1463
D.	Cash Pooling	1465
I.	Grundlagen	1466
II.	Wirksamkeit einzelner konzerninterner Zahlungen	1470
III.	Strafrechtliche Verantwortlichkeit	1486
IV.	Steuern	1488
E.	Darlehensbesicherung	1489
I.	Besicherung durch den Aktionär	1490
II.	Besicherung durch die Gesellschaft	1500
F.	Umwandlung von Gesellschafterdarlehen in Eigenkapital (insb. Debt-Equity-Swaps) . . .	1507
I.	Praktische Bedeutung	1508
II.	Aktienrechtlicher Rahmen	1511
	 Teil 4 Sanierung und Abwicklung	1519
	 Kapitel 15 Finanzierung und außergerichtliche Sanierung	1519
A.	Wirtschaftliche und rechtliche Hintergründe	1530
I.	Finanzierungsziele	1530
II.	Interessenlagen und Schutzmechanismen	1533
B.	Kapitalerhöhung durch Entschuldung (Debt-to-Equity)	1534
I.	Allgemeines	1534
II.	Sachkapitalerhöhung	1542
III.	Sachkapitalerhöhung ohne Bezugsrechtsausschluss	1549
IV.	Sachkapitalerhöhung mit Bezugsrechtsausschluss	1554
V.	Valutierung durch Forderungseinbringung	1556
VI.	Werthaltigkeit der eingebrachten Forderung	1562
VII.	Kapitalschnitt	1569
VIII.	Rekapitalisierung	1577
IX.	Haftungsrisiken	1581
X.	Rechtsfolgen im Insolvenzfall	1583
C.	Debt-to-Mezzanine	1599
I.	Die Finanzierungsmodelle	1599
II.	Zusatzfinanzierung per Aufgeld	1601
III.	»Hybride« Mischfinanzierungen	1605
IV.	»Konglomerate« Mischfinanzierungen (Wandelschuldverschreibungen und verwandte Instrumente)	1622
V.	Schuldsvertragliche Erwerbsoptionen auf neue Aktien	1675
D.	Debt-to-Debt	1675
I.	Rangrücktrittsvereinbarungen, Schuldersetzungen und vergleichbare Umfinanzierungen	1675
II.	Steuerlicher Hintergrund	1676
III.	Insolvenzrechtlicher Hintergrund	1677
IV.	(Keine) Insolvenzvermeidung kraft Kapitalbindung; Rekapitalisierung	1679
E.	Einfluss- und Sicherungsrechte auf vertraglicher Grundlage	1680
I.	Allgemeines	1680
II.	Gestaltungsziele und -varianten (Überblick)	1682
III.	Verbandsinterne Einflussnahme	1683
IV.	Verbandsexterne Einflussnahme	1687

F.	Schuldbefreiung unter Einsatz von Zweckgesellschaften	1714
I.	Konzept	1714
II.	Wirtschaftlicher und rechtlicher Hintergrund.	1715
III.	Gründung der Zweckgesellschaft	1716
IV.	(Teil-)Ausgliederung des Geschäftsbetriebs der AG	1717
V.	Ausgliederungsfolgen	1720
Kapitel 16 Kapitalmaßnahmen in der Insolvenz		1722
A.	Einleitung.	1724
B.	Kapitalmaßnahmen im Insolvenzplan	1724
I.	Entwicklungsgeschichte.	1724
II.	Vereinbarkeit mit verfassungs- und europarechtlichen Vorgaben	1727
III.	Vor- und Nachteile der Eigensanierung gegenüber einer übertragenden Sanierung.	1733
IV.	Zustimmungserfordernisse.	1739
V.	Besondere Voraussetzungen einzelner im Insolvenzplan beschlossener gesellschaftsrechtlicher Maßnahmen	1746
VI.	Rechtsfolgen der Planbestätigung	1761
VII.	Rechtsschutz	1765
VIII.	Eigenverwaltung	1766
IX.	Aufhebung des Insolvenzverfahrens.	1766
C.	Schwebende Kapitalmaßnahmen	1766
I.	Problemstellung.	1766
II.	Schwebender Kapitalerhöhungsbeschluss	1767
Stichwortverzeichnis		1771

a) Grundsätzliches	63	a) Rückerwerb im Börsenfreiverkehr	85
b) Anforderungen an den Ernächtigungsbeschluss der Hauptversammlung	64	b) Festpreisangebote	86
aa) Zweckvorgaben der Ermächtigung	64	c) Preisspannenangebote	87
bb) Höchstbefristung der Ermächtigung	67	d) Ausübung von Verkaufsoptionen	88
cc) Bestimmung des Preisrahmens für den Rückerwerb...	68	e) Beschleunigter Rückerwerb.....	89
dd) Notwendige Mehrheit	69	f) Individuell ausgehandelter, außerbörslicher Rückerwerb	90
ee) Bindung der Hauptversammlungsermächtigung an Zustimmungsvorbehalte? ...	70	4. Rechtsfolgen eines gleichheitswidrigen Rückerwerbs	91
ff) Rechtsfolgen der Hauptversammlungsentscheidung....	72	V. Schranken des Erwerbs eigener Aktien..	92
c) Besonderheiten der Ermächtigung zum Zwecke der Einziehung, § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 6 AktG....	74	1. Zehnprozentige Bestandshöchstgrenze für eigene Aktien, § 71 Abs. 2 S. 1 AktG	93
d) Nachträgliche Information der Hauptversammlung, § 71 Abs. 3 S. 1 AktG	79	2. Gebot hypothetischer Rücklagenbildung (Kapitalgrenze), § 71 Abs. 2 S. 2 AktG	96
IV. Folgerungen aus dem Gleichbehandlungsgrundsatz (§ 53a AktG) für den Rückerwerb	80	3. Volleinzahlungsgebot, § 71 Abs. 2 S. 3 AktG	99
1. Grundsätzliches	80	VI. Rechtsfolgen des unzulässigen Rückerwerbs, § 71 Abs. 4 AktG.....	100
2. Andienungsrecht der Aktionäre?....	82	C. Kapitalmarktrechtliche Pflichten beim Rückerwerb.....	106
3. Konsequenzen für die Wahl und Ausgestaltung des Rückerwerbsverfahrens	84	I. Insiderhandelsverbot	107
		II. Verbot der Marktmanipulation	111
		III. Ad-hoc-Publizität und weitere Berichtspflichten	112
		D. Aktienrückerwerb und Übernahmerecht.....	114
		E. Bilanzrechtliche Behandlung des Rückerwerbs.....	115

A. Einführung

I. Erscheinungsformen und Funktionen des Aktienrückkaufs

Der Rückkauf, oder allgemeiner gesprochen der Rückerwerb eigener Aktien durch eine AG oder KGaA ist angesichts der Vielzahl zu beachtender Rechtsgrundlagen und möglicher Erwerbszwecke, ganz unterschiedlicher Durchführungsverfahren und verschiedenster, teils vorteilhafter, teils nachteiliger Folgewirkungen eine äußerst komplexe Transaktion. Die Materie ist im Schnittfeld aktien-, konzern-, kapitalmarkt-, bilanz-, steuer- und im Einzelfall auch umwandlungsrechtlicher Vorschriften angesiedelt, deren Auslegung sich nicht selten wechselseitig beeinflusst.

Zweck des Rückerwerbs kann zunächst schlicht die Generierung frei verfügbarer, also insbesondere nicht mit einem Bezugsrecht der Aktionäre (§ 186 AktG) belasteter Aktien sein, die in der Folge als Belegschaftsaktien, Mittel zur Erfüllung von Ansprüchen aus Aktien-Optionsplänen der Arbeitnehmer und Leitungsgremien der Gesellschaft (Einzelheiten unten Rdn. 41 ff.)¹ oder zur Abfindung außenstehender Aktionäre in konzern- oder umwandlungsrechtlichen Sachverhalten (Details unten Rdn. 49 ff.), als Tauschobjekt beim Erwerb anderer Unternehmen und Unternehmensbeteiligungen² oder als durch Wiederveräußerung reaktivierbare Kapitalreserve³ Verwendung finden.

¹ Siehe zunächst nur *Escher-Weingart/Kübler*, ZHR 162 (1998), 537, 552 f.; *Cahn*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 71 Rn. 4, empirisch zur Verbreitung *Federsen/Pohl*, AG 2001, 26, 28 ff.

² *Cahn*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 71 Rn. 4.

³ Vgl. *Cahn*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 71 Rn. 4; *Lutter*, AG 1997, Sonderheft August, S. 52, 56; prägnant auch *Huber*, in: FS. Kropff, 1997, S. 101, 106, 111 f.: »Kapitalherabsetzung auf Zeit«.

- 3 Mit Blick auf die Finanzierung der AG, die hier im Fokus stehen muss, kann der Aktienrückkauf vor allem nach § 71 Abs. 1 Nr. 6 AktG zum Zwecke der Einziehung der betroffenen Aktien oder aufgrund des zweckfreien Erwerbs nach § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG als Instrument eingesetzt werden, um Eigenkapital an die Gesellschafter zurückzugewähren, **überschüssige Liquidität** aus dem laufenden Geschäft, der Erzielung außergewöhnlicher Gewinne oder der Auflösung stiller Reserven etwa durch den Verkauf von Betriebsgrundstücken oder Unternehmensbeteiligungen abzubauen und dadurch das **Verhältnis von Eigen- und Fremdkapitalfinanzierung in der Gesellschaft sachgerecht auszutarieren**.⁴ Die beiden genannten Finanzierungsarten unterscheiden sich im Hinblick auf die Bedingungen der Kapitalbeschaffung kategorisch voneinander. Der Preis für den Einsatz von Eigenkapital ist, da es sich dabei um den nicht abdingbaren Regeln der Kapitalaufbringung und Kapitalerhaltung (§§ 56 ff. AktG) unterliegendes und mit dem unternehmerischen Risiko des Totalverlusts in der Insolvenz behaftetes Wagniskapital handelt, grundsätzlich teurer als die Finanzierung durch Fremdkapital. Dies gilt umso mehr, als die Fremdkapitalkosten auch steuerlich abzugsfähig sind.⁵ Eine hohe Eigenkapitalquote eines Unternehmens ist daher zwar naturgemäß aus Sicht der Gesellschaftsgläubiger wünschenswert, für die Rendite der Aktionäre hingegen tendenziell abträglich. Die durch einen Aktienrückkauf erreichbare Reduzierung des Eigenkapitalanteils an der Finanzierung senkt die Belastungen der Gesellschaft insgesamt, insbesondere wenn der Rückkauf in Niedrigzinsphasen durch den Einsatz von Fremdkapital finanziert wird,⁶ und führt dazu, dass sich der nach Abzug der Finanzierungskosten für den Fremdkapitaleinsatz verbleibende Gewinn auf weniger Eigenkapitaleinheiten reduziert als zuvor. In der Konsequenz dieses, in der Finanztheorie als **Leverage-Effekt** bezeichneten Phänomens⁷ liegt es, dass die Aktionäre frei über eine Neuinvestition des im Unternehmen nicht mehr benötigten Kapitals, wenn sie sich bei einer Neuallokation eine bessere Rendite erwarten, entscheiden können und allein dieser Zugewinn an privatautonomen Handlungsmöglichkeiten⁸ typischerweise dazu führt, dass sich der Wert ihrer verbleibenden Beteiligungen tendenziell erhöht und der Kapitalmarkt dies – wie regelmäßig bereits an den **Reaktionen des Börsenkurses** allein bei der **Ankündigung eines Rückkaufprogramms** zu beobachten⁹ – durch Kursgewinne belohnt.¹⁰
- 4 Dies, und auch die durch mit beständigen Aktienrückkäufen verbundene kontinuierliche Kurspflege, die zur Verfestigung des Aktienkurses führt, kann die **Aktie als Anlageform** zudem für breitere Anlegerkreise **attraktiver machen**,¹¹ zumal in der Entscheidung der Unternehmensleitung für einen Rückerwerb eigener Aktien ein **Signal an den Kapitalmarkt** erblickt werden kann, dass das

⁴ Vgl. auch *Rieckers*, ZIP 2009, 700.

⁵ *Cahn*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 71 Rn. 3; *Posner*, AG 1994, 312, 314.

⁶ Zur »Hebelwirkung« des Fremdkapitaleinsatzes beim Rückkauf nur *Böhm*, in: v. Rosen/Seifert, Die Übernahme börsennotierter Unternehmen, 1999, S. 327, 328; *Cahn*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 71 Rn. 3.

⁷ S. nur BT-Drs. 13/9712, S. 13; *Cahn*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 71 Rn. 8; *Kallweit/Simons*, AG 2014, 352; *Pfundt/v. Rosen*, Kapitalmarkt im Wandel, 2008, S. 119; *v. Rosen/Helm*, AG 1996, 434, 437.

⁸ Prägnant *Cahn*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 71 Rn. 8: »Rückgabe der Entscheidungsfreiheit«; siehe auch *Huber*, in: FS Kropff, 1997, S. 101, 108; *v. Rosen/Helm*, AG 1996, 434, 437; *Skog*, ZGR 1997, 306, 309.

⁹ *Cahn*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 71 Rn. 7; *Kellerhals/Rausch*, AG 2000, 222, 223; *Pfundt/v. Rosen*, Kapitalmarkt im Wandel, 2008, S.120.

¹⁰ Ausweislich der Untersuchung von *Kraft/Altwater*, NZG 1998, 448, 449 sollte in den USA nach Ankündigung des Rückkaufs ein Anstieg des Börsenkurses von durchschnittlich 14 bis 16 Prozent binnen 60 Tagen zu verzeichnen sein; nach Einschätzung von *Bayer/Hoffmann/Weinmann*, ZGR 2007, 457, 458 ff. fielen die positiven Kapitalmarktreaktionen allerdings in letzter Zeit schwächer aus. *Bosse*, NZG 2000, 16, 18 konstatiert unter Berufung auf *Dann/de Angelo*, Journal of Financial Economics 11 (1983), 275, 290, dass in den USA in den ersten zwei Tagen nach Ankündigung Kursrückgänge von durchschnittlich 4,52 Prozent zu beobachten gewesen seien. Vgl. zu diesen Effekten ferner *Escher-Weingart/Kübler*, ZHR 162 (1998), 537, 554, 556 f.; *Martens*, AG 1996, 337, 340 f.; *Peltzer*, WM 1998, 322, 330.

¹¹ So die Einschätzung von *Cahn*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 71 Rn. 6; *Escher-Weingart/Kübler*, ZHR 162 (1998), 537, 554; *Kraft/Altwater*, NZG 1998, 448; vgl. auch *Kellerhals/Rausch*, AG 2000, 222, 224.

Management die Aktien der eigenen Gesellschaft für unterbewertet hält und die künftige Gewinnentwicklung der Gesellschaft positiver einschätzt als der Markt.¹²

Vergleichbare Effekte wie bei einem Aktienrückkauf lassen sich zwar auch durch eine **außerordentliche Dividendenausschüttung** erzielen.¹³ Aus Aktionärsperspektive ist diese Vorgehensweise freilich häufig allein deshalb nicht gleichwertig, weil die aus dem Rückverkauf erzielten Veräußerungserlöse nach Ablauf der Spekulationsfrist steuerfrei (§ 23 Abs. 1 Nr. 1 lit. b EStG), Dividendenzahlungen hingegen nach § 20 Abs. 1 Nr. 1, 2 Abs. 1 Nr. 5 EStG steuerpflichtig sind¹⁴, was sich naturgemäß insbesondere bei den in Rede stehenden, außergewöhnlich hohen Ausschüttungen und einem hohen persönlichen Steuersatz gravierend auswirken kann. Aus der Sicht eines durch Aktienoptionen am (Börsen-)Erfolg der AG partizipierenden Managements ist zumindest kurzfristig an einem Rückkauf vorzugs würdig, dass die üblicherweise infolge einer Dividendenausschüttung zu beobachtenden, den Wert der Optionen mindernden Kursverluste nicht nur vermeidbar¹⁵, sondern sogar in ihr Gegenteil verkehrbar sind. Des Weiteren empfehlen sich außerordentliche Dividenden aus Sicht der AG und ihres Managements deshalb nicht, weil die Höhe der zurückliegenden Dividendenzahlungen für die Kapitalmarktteilnehmer einen der bedeutendsten Indikatoren für die künftig zu erzielende Rendite darstellt und einmalige, außergewöhnlich hohe Ausschüttungen **zu Verfälschungen des Aktienkurses führende Erwartungen** wecken, die künftig kontinuierlich nicht oder jedenfalls nicht ohne einen Eingriff in die Unternehmenssubstanz erfüllt werden können.¹⁷ Schließlich erweist sich der Rückerwerb auch insoweit als flexibleres Finanzierungsinstrument, als er, anders als die Dividende, mehrfach innerhalb eines Geschäftsjahres zum Einsatz kommen kann.¹⁸

Aufgrund der infolge eines Aktienrückkaufs typischerweise zu erwartenden Kurseffekte, dem damit verbundenen Abbau von Liquidität der Gesellschaft und der mit einem bereits vorhandenen Portfolio eigener Aktien verbundenen Möglichkeit, diese wieder auf den Markt zu bringen und dadurch die Quote vorhandener Mehrheitsbeteiligungen zu verwässern¹⁹, stellt der Rückerwerb de facto auch ein **Instrument zur Abwehr feindlicher Übernahmen** dar.²⁰ Nach Einschätzung von Fried sollen etwa 15 bis 20 % der Aktienrückkaufsprogramme primär diesem Zweck dienen.²¹ Denn infolge der Kurssteigerungen verteuernt sich schlicht der Erwerb einer relevanten Beteiligung für den Übernehmer, ihm wird die Möglichkeit genommen, die Übernahme ex post aus in der zu übernehmenden Gesellschaft vorhandenen freien Mittel zu refinanzieren²² und er trifft auf Ak-

12 Zu diesen Signaleffekten *Escher-Weingart/Kübeler*, ZHR 162 (1998), 537, 554; *Cahn*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 71 Rn. 6; *Posner*, AG 1994, 312, 314.

13 Vgl. zur Einordnung des Rückerwerbs als Alternative zur Dividendenzahlung nur *Lutter/Drygala*, in: KK-AktG, § 71 Rn. 120; *Merkt*, in: GK-AktG, § 71 Rn. 20; *Kalss*, in: MünchKomm-AktG, § 71 Rn. 8; *Rieckers*, ZIP 2009, 700.

14 *Bosse*, NZG 2000, 16, 17; vgl. zur steuerlichen Behandlung ferner *Cahn*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 71 Rn. 8; *Huber*, in: FS. Kropff, 1997, S. 101, 105.

15 Insoweit übereinstimmend *Fried*, University of Chicago Law Review, 2000, 421, 427 m. Fn. 27; ihm folgend *Cahn*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 71 Rn. 10.

16 S. nur *Pfundt/v. Rosen*, Kapitalmarkt im Wandel, 2008, S. 119 f.

17 *Cahn*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 71 Rn. 5; *Lutter/Drygala*, in: KK-AktG, § 71 Rn. 120; *Kindl*, DStR 1999, 1276, 1277; zur grundsätzlich erstrebenswerten Dividendenkontinuität ferner *Huber*, in: FS. Kropff, 1997, S. 101, 106; *Merkt*, in: GK-AktG, § 71 Rn. 20; *v. Rosen/Helm*, AG 1996, 434, 437.

18 *Cahn*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 71 Rn. 5; *Skögl*, ZGR 1997, 306, 309.

19 *Böhm*, in: *v. Rosen/Seifert*, Die Übernahme börsennotierter Unternehmen, 1999, S. 327, 337 und *Cahn*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 71 Rn. 11 gehen davon aus, dass sich in Kombination mit einer Kapitalerhöhung mit Bezugsrechtsausschluss Verwässerungseffekte von bis zu 20 % des Grundkapitals erzielen lassen.

20 Siehe nur *Berrar/Schnorbus*, ZGR 2003, 59, 100 ff.; *Fried*, University of Chicago Law Review 2000, 421 ff.; *Huber*, in: FS Kropff, 1997, S. 101, 106; vgl. auch *Posner*, AG 1994, 312, 315.

21 *Fried*, University of Chicago Law Review 2000, 421, 422; krit. unter dem Blickwinkel der Verwaltungskontrolle durch den Markt aber *Kalss*, in: MünchKomm-AktG, § 71 Rn. 24.

22 *Cahn*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 71 Rn. 11; vgl. auch *Kellerhals/Rausch*, AG 2000, 222, 224.

tionäre, die dokumentiert durch ihre Resistenz gegen vorangegangene Angebote zum Erwerb ihrer Mitgliedschaften ihren Beteiligungen einen so hohen Wert beimessen, dass sie einer Übernahme tendenziell ebenfalls reserviert gegenüberstehen werden.²³

- 7 Verfahrenstechnisch kann der Rückerwerb, je nach dem damit verfolgten Zweck, sowohl **unmittelbar durch einen Beschluss des Vorstands** als auch, etwa nach § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG, in einem **gestreckten Verfahren durch eine von der Hauptversammlung zu erteilende Ermächtigung**, von welcher der Vorstand sodann in eigener Verantwortung Gebrauch macht, legitimiert werden. Der Rückerwerb kann sodann wiederum auf ganz unterschiedliche Arten, z. B. im Rahmen eines Festpreisangebots, durch ein Auktionsverfahren oder den Einsatz von Aktienderivaten (dazu unten Rdn. 84 ff.) realisiert werden.
- 8 Führt man die zurückliegenden Überlegungen zusammen, präsentiert sich der Rückerwerb eigener Aktien in Abhängigkeit zu den Erwerbszwecken und der gewählten Verfahrensgestaltung als **funktionales Äquivalent** zu anderen anerkannten Kapitalmaßnahmen in der AG, was durchaus für die Auslegung der zugrunde liegenden Vorschriften sinnstiftend sein kann. Ist der Rückerwerb als Zwischenziel mit einer folgenden Wiederausgabe zur Erreichung der beschriebenen Sekundärziele (oben Rn. 2) avisiert, ähnelt er im Falle eines unmittelbar legitimierenden Hauptversammlungsbeschlusses einer **Kapitalerhöhung mit Bezugsrechtsausschluss** (§§ 182, 186 Abs. 3 AktG) und in der Alternative einer Hauptversammlungsermächtigung zum Rückkauf, von welcher der Vorstand Gebrauch machen kann, dem **genehmigten Kapital i. S. d. §§ 202 ff. AktG**.²⁴ Erfolgt der Erwerb dagegen zum Zwecke der Einziehung der Aktien, drängen sich Parallelen zu einer ordentlichen, zur Kraftloserklärung der Aktien führenden Kapitalherabsetzung (§§ 222 ff. AktG) oder einer Kapitalherabsetzung durch Einziehung der Aktien (§§ 237 ff. AktG) auf.²⁵

II. Statistisches zu Verbreitung, Volumen und Motiven von Aktienrückkaufprogrammen

- 9 Angesichts der beschriebenen Vorteile verwundert es spätestens seit der Liberalisierung der Materie durch das KonTraG 1998 nicht, dass Aktienrückkaufprogramme verbreitet sind²⁶, auch wenn das **Rückkaufvolumen** je nach Lage an den Finanzmärkten stark schwankt. Ausweislich einer Studie des Deutschen Aktieninstituts schütteten die Unternehmen des Dow Jones Euro Stoxx 50 Index im Jahr 2005 22,58 Milliarden Euro durch Aktienrückkäufe aus.²⁷ Nach den Erhebungen von *Sendel-Müller* tätigten in den ersten drei Quartalen des Jahres 2008, also unmittelbar vor der Finanzkrise, 43,3 Prozent der im DAX 30 notierten Gesellschaften und 28 Prozent der im M-DAX gelisteten Unternehmen Aktienrückkäufe.²⁸ Deren Gesamtvolumen lag bei den DAX 30-Unternehmen im genannten Zeitraum bei über 18,1 Milliarden Euro.²⁹ Dies machte ca. 45 Prozent der Gesamttauschüttungen dieser Unternehmen aus³⁰, wobei die zehn Unternehmen, die Rückkäufe am aktivsten betrieben, gut 86 Prozent des gesamten Rückkaufvolumens auf sich vereinten und allein die drei aktivsten Gesellschaften jeweils Transfers von über 6 Milliarden Euro tätigten.³¹ In den Jahren zuvor, von 2005 bis 2008, überstieg das Rückkaufvolumen (13,1 Milliarden Euro) nachhaltig die

23 So in der Sache wohl auch *Cahn*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 71 Rn. 11.

24 *Huber*, in: FS. Kropff, 1997, S. 101, 119; *Martens*, AG 1996, 337, 342 f.; *Pfundt/v. Rosen*, Kapitalmarkt im Wandel, 2008, S. 123. Hierdurch erklärt sich auch der Verweis in § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 5 AktG auf die Regeln für den Bezugsrechtsausschluss, *Kocher*, NZG 2010, 172.

25 Vgl. nur *Schmid/Mühlhäuser*, AG 2001, 493, 502.

26 *Kocher*, NZG 2010, 172 konstatiert allerdings – was wohl auf die Finanzkrise zurückzuführen ist – eine insgesamt rückläufige Popularität.

27 *Pfundt/v. Rosen*, Kapitalmarkt im Wandel, 2008, S. 117 f.

28 *Sendel-Müller*, Aktienrückkäufe und Effizienz der Aufsichtsratsarbeit, Edition der Hans-Böckler-Stiftung Nr. 237, 2009, S. 94 f.

29 *Sendel-Müller*, Aktienrückkäufe und Effizienz der Aufsichtsratsarbeit, 2009, S. 98.

30 *Sendel-Müller*, Aktienrückkäufe und Effizienz der Aufsichtsratsarbeit, 2009, S. 97.

31 *Sendel-Müller*, Aktienrückkäufe und Effizienz der Aufsichtsratsarbeit, 2009, S. 106.

Dividendenausschüttungen der betreffenden Unternehmen (10,4 Milliarden Euro).³² Infolge der Finanzkrise sind die Zahlen allerdings deutlich gesunken: 2013 belief sich das Gesamtvolumen der Rückkäufe nach Untersuchungen von *Bösch/Ude*³³ auf gerade noch 3,2 Milliarden Euro und dessen Anteil an den Gesamtausschüttungen auf ca. fünf Prozent. Immerhin verfügten gut 80 Prozent der im DAX 30 gelisteten Unternehmen über eine von der Hauptversammlung zugunsten des Vorstands erteilte **Rückkaufermächtigung**, die allerdings nicht einmal in jedem zweiten Fall tatsächlich ausgenutzt wurde.³⁴

Die Motive für einen Rückerwerb sind statistisch nur schwer fassbar³⁵ und in aller Regel auch nicht isolierbar, weil es sich um einzelne Aspekte innerhalb von Motivbündeln handelt; nach neuesten Umfragen³⁶ gaben 72 Prozent der befragten Gesellschaften an, dass der Rückerwerb der Schaffung einer Aquisitionsreserve diene, 60 Prozent, dass er eine Reaktion auf die Unterbewertung der Aktien darstelle, 14 Prozent, dass es um die Bedienung von Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen gehe und 5 Prozent, dass er der Ausschüttung überschüssiger Liquidität diene. Weitere 3 Prozent der Befragten führten geplante Änderungen der Kapitalstruktur ins Feld.

III. Risiken und Regulierungsprobleme des Aktienrückkaufs

Die Vorteile des Aktienrückkaufs dürfen ebenso wie dessen weite Verbreitung nicht darüber hinwegtäuschen, dass der Rückerwerb zugleich erhebliche Risiken birgt und vielfältige Regulierungsfragen aufwirft, die im System des deutschen Kapitalgesellschaftsrechts von grundsätzlicher Bedeutung sind. 11

Augenfällig ist zunächst die **Gefährdung der Gesellschaftsgläubiger**, deren Sicherungsinteresse – im Spannungsverhältnis zu den zwingenden Kapitalerhaltungsregeln der §§ 57 AktG ff. (Details unten Rdn. 29 ff.) – durch die mit dem Eigenkapitalrückfluss notwendig verbundene Verkürzung des Haftungsfonds tangiert wird. Die Verschiebung der Gesellschaftsfinanzierung hin zur Fremdkapitalfinanzierung erhöht nicht nur den **Verschuldungsgrad** und damit die **Insolvenzanfälligkeit** der AG, sondern aufgrund des absolut gesehen geringeren Verlustrisikos der Gesellschafter deren **Risikoneigung**³⁷, die sich vermittelt über die Bestellung der Organe und die der Hauptversammlung vorbehaltenen Entscheidungen auch negativ auf die Geschäftspolitik der Gesellschaft auswirken kann. Zur Steigerung der Insolvenzanfälligkeit der Gesellschaft trägt der Erwerb eigener Aktien in nennenswertem Umfang auch deshalb bei, weil sich bei einer schlechten Geschäftsentwicklung die typischerweise zu Kursrückgängen der Aktien führenden Verluste aus dem operativen Geschäft aufgrund der Notwendigkeit, den Bilanzwert der selbst gehaltenen Beteiligungen entsprechend abzuwerten, potenziert (Gefahr des sog. **Doppelschadens** für die AG).³⁸

Hält die AG als Folge des Rückkaufs auf Dauer oder auch nur vorübergehend selbst Aktien, störte dies ohne die Existenz von Sondervorschriften durch die Möglichkeit des Vorstands, die mit diesen Beteiligungen verbundenen Stimm- und Kontrollrechte eigenen Partialinteressen dienstbar zu machen, das grundsätzlich zwingende, auf ein System der wechselseitigen Kontrolle ausgerichtete **Kompetenzgefüge zwischen Vorstand, Aufsichtsrat und Hauptversammlung**.³⁹ Die 13

32 *Sendel-Müller*, Aktienrückkäufe und Effizienz der Aufsichtsratsarbeit, 2009, S. 95.

33 *Bösch/Ude*, Aktienrückkaufprogramme in Deutschland, 2014, S. 33 f.

34 *Bösch/Ude*, Aktienrückkaufprogramme in Deutschland, 2014, S. 35.

35 Weiterführend und mit detaillierter statistischer Aufarbeitung der Sekundärliteratur hierzu *Bösch/Ude*, Aktienrückkaufprogramme in Deutschland, 2014, S. 40; *Kellerhals/Rausch*, AG 2000, 222, 224.

36 Statistika 2017; abrufbar unter <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/166147/umfrage/gruende-fuer-aktienrueckkaeufe-in-deutschland/>.

37 *Cahn*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 71 Rn. 14; vgl. auch *Peltzer*, WM 1998, 322, 327.

38 Vgl. nur *Habersack*, ZIP 2004, 1121, 1122; *Huber*, in: FS. Duden, 1977, S. 137, 139; *Merkt*, in: GK-AktG, § 71 Rn. 8; *Oechsler*, ZHR 170 (2006), 72, 75 f.

39 *Cahn*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 71 Rn. 15 spricht prägnant vom Risiko einer »Emanzipation der Verwaltung von den Eigenkapitalgebern«; s. auch *Habersack*, ZIP 2004, 1121, 1122; *Huber*, in: FS. Duden, 1977, S. 137, 142; *Merkt*, in: GK-AktG, § 71 Rn. 11.

Rückerwerbsmöglichkeit birgt zudem, wenn sie selektiv eingesetzt werden darf, das Risiko, dass die Verwaltung Einfluss auf die Zusammensetzung des Aktionärskreises nimmt und z.B. gerade opponierende Aktionäre auszukaufen versucht, deren Widerstand nicht notwendig dem Streben nach egoistischen Sondervorteilen geschuldet sein muss, sondern durchaus der pluralistischen und ausgewogenen Meinungsbildung innerhalb der AG dienen und damit letztlich auch deren Interesse fördern kann.⁴⁰

- 14 Der letztgenannte Aspekt schlägt die Brücke zu den mit einem Rückerwerb verbundenen Gleichbehandlungsproblemen: Da es dabei letztlich um die Entlassung von Aktionären aus ihrem unternehmerischen Risiko geht⁴¹, die beschriebenen steuerlichen Vorteile gegenüber einer Dividendenzahlung bestehen und die Freiheit zur Reallokation der investierten Mittel wiederbegründet wird (oben Rdn. 3 ff.), den ausscheidenden Aktionären allerdings auch die regelmäßig zu erwartenden Kurssteigerungen entgehen und Einfluss auf die Mehrheits- und damit Machtverhältnisse in der AG genommen werden kann, stellt das Recht zur Teilnahme an einem Rückkaufprogramm selbst einen Vermögenswert dar. Über dessen Zuteilung innerhalb des Aktionärskreises darf die Verwaltung der AG, wie bei anderen Kapitalmaßnahmen auch, nicht willkürlich entscheiden (Einzelheiten unten Rdn. 80 ff.). Dies gilt insbesondere dann, wenn der Rückkauf zu einem erhöhten, über dem Marktwert der Aktien liegenden Ankaufspreis erfolgt oder für bestimmte Transaktionen, wie den Paketerwerb, besondere Prämien gezahlt werden, die für die Verkäufer im Vergleich zu den übrigen Aktionären die Gewährung eines rechtfertigungsbedürftigen Sondervorteils aus dem Gesellschaftsvermögen darstellt. Aus Gleichbehandlungsgesichtspunkten problematisch ist ferner, wenn die rückerworbenen Aktien später selektiv an einzelne Aktionäre wiederveräußert werden, weil diese Vorgehensweise vergleichbare Wirkungen wie eine von strengen Kontrollanforderungen abhängige Kapitalerhöhung mit Bezugsrechtsausschluss zeigt.⁴²
- 15 Schließlich verlangen die Kurseffekte eines Rückerwerbs eine ambivalente Bewertung. Was einerseits als Mittel einer im Interesse der Bestandsaktionäre liegenden Kurspflege⁴³ und volkswirtschaftlich sinnvolle Steigerung der Attraktivität der Aktie als Kapitalanlageform beschrieben werden kann, präsentiert sich umgekehrt als mögliches Instrument gezielter Kursmanipulationen⁴⁴, die nicht nur das Vertrauen des Kapitalmarkts und der Anleger erschüttern, sondern die Korrektivfunktion des Kapitalmarkts und die Eignung des Börsenkurses als zwar nicht idealem, den »wahren« Wert von Aktien widerspiegelnden, aber diesem immerhin möglichst nahe kommenden, praktikablen Bewertungsmaßstab in Frage stellen.⁴⁵ Diese Risiken dürfen vor allem deshalb nicht unterschätzt werden, weil es sich bei dem Rückerwerb eigener Aktien in der Sache völlig unabhängig davon, ob er sich unmittelbar aufgrund eines Hauptversammlungsbeschlusses oder einer vom Vorstand nutzbaren Ermächtigung vollzieht, um ein geborenes Insidergeschäft handelt, bei dem die handelnden Akteure über einen erheblichen Informationsvorsprung gegenüber den anderen Marktteilnehmern verfügen.⁴⁶

40 Vgl. nur Cahn, in: Spindler/Stilz, AktG, § 71 Rn. 15; Huber, in: FS. Duden, 1977, S. 137, 141; v. Rosen/Helm, AG 1996, 434, 438.

41 Peltzer, WM 1998, 322, 327; v. Rosen/Helm, AG 1996, 434, 437.

42 Cahn, in: Spindler/Stilz, AktG, § 71 Rn. 16.

43 Zu dieser Funktion des Rückerwerbs nur Cahn, in: Spindler/Stilz, AktG, § 71 Rn. 6; Merkt, in: GK-AktG, § 71 Rn. 21; Rieckers, ZIP 2009, 700.

44 Vgl. nur BT-Drs. 13/9712, S. 13 sowie Kals, in: MünchKomm-AktG, § 71 Rn. 25; v. Rosen/Helm, AG 1996, 434, 437.

45 Zur Tauglichkeit des Marktpreises als Bewertungsmaßstab und der Scheinrationalität von Bewertungskriterien im Allgemeinen Bieder, Kompensatorische Vertragsgestaltung im Arbeits- und Wirtschaftsrecht, 2015, S. 465 ff.

46 Vgl. Cahn, in: Spindler/Stilz, AktG, § 71 Rn. 18; Merkt, in: GK-AktG, § 71 Rn. 15; Schmid/Mühlhäuser, AG 2001, 493, 499.

IV. Historische Entwicklung und unionsrechtliche Vorgaben

Die ambivalente und sich je nach den wirtschaftlichen Rahmenbedingungen im Wandel der Zeiten verändernde Bewertung der Folgen eines Rückerwerbs eigener Aktien spiegelt sich auch in dem wechselvollen Schicksal,⁴⁷ das die Regulierung derartiger Transaktionen erfahren hat, wider. Während das ADHGB 1861 zunächst auf jegliche Restriktionen beim Rückerwerb eigener Aktien verzichtete, führte die Aktienrechtsnovelle 1870 zu einem umfassenden Rückerwerbsverbot (Art. 215 Abs. 3 ADHGB), welches neben dem Wegfall des bis dahin geltenden, auch dem Gläubigerschutz dienenden staatlichen Konzessionssystems bei der Gründung von AG, vor allem dem dogmatischen Bedenken geschuldet war, dass die Gesellschaft nicht ihr eigenes Mitglied sein könne. Das in der Folge vor allem durch die Aktienrechtsnovelle 1884 wieder gelockerte Verbot wurde mit Inkrafttreten des HGB 1897 in dessen § 226 unverändert übernommen. Infolge von Missbräuchen dieser Lockerungen während der Weltwirtschaftskrise erfolgte 1931 eine erneute Verschärfung durch eine Notverordnung, die erstmals eine Erwerbshöchstgrenze von 10 % des Grundkapitals, eine Beschränkung des Erwerbs auf Fälle der Schadensabweitung von der Gesellschaft und eine Erstreckung dieser Schranken auf Dritte und abhängige Unternehmen vorsah. Diese Notverordnung wurde unverändert in §§ 65, 114 Abs. 6 AktG 1937 übernommen, sodann unter Ausdehnung der Erwerberlaubnistratbestände in §§ 71, 136 Abs. 2 AktG 1965 überführt und der Kreis der privilegierten Erwerbsumstände in der Folge, zuletzt durch Einfügung des zweckfreien Erwerbs kraft Hauptversammlungsermächtigung nach § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG bei Inkrafttreten des KonTraG 1998, immer wieder erweitert.

Seit Inkrafttreten der Kapitalrichtlinie 77/91/EWG⁴⁸ (KapRL) im Jahr 1976, die durch die Richtlinie 2012/30/EU nach mehrfachen Änderungen neu gefasst wurde und nunmehr in die Richtlinie EU 2017/1132 überführt wurde,⁴⁹ sind die Bestimmungen zum Aktienrückkauf weitgehend durch Vorgaben des sekundären Unionsrechts determiniert, die nötigenfalls im Wege der europarechtskonformen Auslegung des nationalen Rechts zur Geltung zu bringen sind. Im Einzelnen beruhen, auch wenn der deutsche Gesetzgeber nicht von allen durch die Richtlinie eröffneten Gestaltungsspielräumen Gebrauch gemacht hat, das grundsätzliche, wenngleich durch zahlreiche Ausnahmebestimmungen durchbrochene Verbot des Rückerwerbs eigener Aktien auf Art. 59 Abs. 1 der Richtlinie (Art. 20 Abs. 1 KapRL a.F.) die Erwerberlaubnistratbestände des § 71 Abs. 1 AktG auf Art. 60 Abs. 1 S. 2 (Art. 22 Abs. 1 KapRL a.F.), wobei § 71 Abs. 1 Nr. 1 AktG durch Art. 60 Abs. 2 (Art. 21 Abs. 2 KapRL a.F.), § 71 Abs. 1 Nr. 2 AktG durch Art. 60 Abs. 3 S. 1 der Richtlinie (Art. 21 Abs. 3 S. 1 KapRL a.F.) und § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG durch Art. 60 Abs. 1 S. 2 lit. a) der Richtlinie (Art. 21 Abs. 1 lit. a) KapRL a.F.) geprägt werden, und diese in Art. 22 Abs. 1 KapRL a.F. auch Konstellationen erfasst, die in Deutschland unter die Kaduzierung von Anteilen fallen (dazu Rdn. 23) oder durch Richterrecht reguliert sind (dazu Rdn. 21). Das Volleinzahlungsgebot (§ 71 Abs. 2 S. 3 AktG) findet sich in Art. 60 Abs. 1 S. 2 lit. c) (Art. 21 Abs. 1 S. 1 lit. c) KapRL a.F.), die Kapitalgrenze des § 71 Abs. 2 S. 2 AktG in Art. 60 Abs. 1 S. 2 lit. b) i.V.m. Art. 56 Abs. 1 und 2 der Richtlinie (Art. 21 Abs. 1 S. 1 lit. b) i.V.m. Art. 17 Abs. 1 und 2 KapRL a.F.), die

⁴⁷ Vgl. zum Folgenden und weiteren Einzelheiten der Entstehungsgeschichte des § 71 AktG nur Cahn, in: Spindler/Stilz, AktG, § 71 Rn. 21 ff.; Kalss, in: MünchKomm-AktG, § 71 Rn. 26 ff.; Lutter/Drygala, in: KK-AktG, § 71 Rn. 4 ff.; Malschew, Der Rückerwerb eigener Aktien in der Weltwirtschaftskrise 1929 – 1931, 2004, S. 44 ff. m. w. N.

⁴⁸ Zweite Richtlinie des Rates der Europäischen Gemeinschaften zur Koordinierung des Gesellschaftsrechts vom 13.12.1976 (Kapitalrichtlinie) 77/91/EWG, ABl. EG 1977, Nr. L 26, S. 1 ff.

⁴⁹ Richtlinie 2012/30/EU des Europäischen Parlaments und des Europäischen Rates vom 25.10.2012 zur Koordinierung der Schutzbestimmungen, die in den Mitgliedstaaten den Gesellschaften im Sinne des Art. 54 Abs. 2 des Vertrages über die Arbeitsweise der Europäischen Union im Interesse der Gesellschafter sowie Dritter für die Gründung der Aktiengesellschaft sowie für die Erhaltung und Änderung ihres Kapitals vorgeschrieben sind, um diese Bestimmungen gleichwertig zu gestalten, ABl. EU Nr. L 315, S. 74 ff. sowie Richtlinie (EU) 2017/1132 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14.6.2017 über bestimmte Aspekte des Gesellschaftsrechts, ABl. EU Nr. L 169, S. 46 ff.

Bestandsgrenze des § 71 Abs. 2 S. 1 AktG in Art. 60 Abs. 1 S. 3 lit. a) der Richtlinie (Art. 21 Abs. 1 S. 2 lit. a) KapRL a.F.) sowie die nachträgliche Berichtspflicht entsprechend § 71 Abs. 3 S. 1 AktG in Artt. 60 Abs. 1 s. 3 lit. c), 60 Abs. 2 S. 2 (Art. 21 Abs. 2 S. 2 KapRL a.F.). Die Vollzugsfrist des § 71 Abs. 3 S. 2 AktG entspricht Art. 60 Abs. 3 S. 2 der Richtlinie (Art. 21 Abs. 3 S. 2 KapRL a.F.), die Wiederveräußerungspflicht nach § 71c Abs. 1 AktG Art. 61 Abs. 2 (Art. 23 KapRL a.F.) sowie die Veräußerungspflicht nach § 71c Abs. 2 AktG und die im Falle ihrer Nichterfüllung vorzunehmende Einziehung Artt. 60 Abs. 1 S. 3 lit. d), 61 Abs. 3 der Richtlinie (Art. 22 Abs. 2 und 3 KapRL a.F.). Des Weiteren korrespondieren die in § 71b AktG vorgesehene Suspendierung der Rechte an eigenen Aktien mit Art. 63 Abs. 1 lit. a) der Richtlinie (Art. 24 Abs. 1 lit. a) KapRL a.F.), die Bilanzierungsvorschriften nach § 272 Abs. 1a und Abs. 1b HGB mit Art. 63 Abs. 1 lit. b) der Richtlinie (Art. 24 Abs. 1 lit. b) KapRL a.F.), die Mitteilungspflichten im Lagebericht nach § 160 HGB mit Art. 63 Abs. 2 der Richtlinie (Art. 24 Abs. 2 KapRL a.F.) sowie die Gleichstellung von Inpfandnahme und Erwerb eigener Aktien durch § 71e AktG mit Art. 66 der Richtlinie (Art. 27 KapRL a.F.). Auch die kapitalmarktrechtlichen Bestimmungen, die beim Rückerwerb zu beachten sind, sind weitgehend sekundärrechtlichen Ursprungs (siehe unten Rdn. 105 ff.).

B. Gesellschaftsrechtliche Rahmenbedingungen

I. Grundsätzliches zum Erwerb eigener Aktien (§ 71 AktG)

1. Systematik, Reichweite und Bedeutung der Norm für Finanzierungsfragen

- 18 Die wesentlichen gesellschaftsrechtlichen Rahmenbedingungen für den Rückerwerb eigener Aktien ergeben sich aus § 71 AktG. Die zentrale, durch eine beständige Ausweitung der Norm und zuletzt vor allem durch die Einfügung des § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG immer stärker verwässerte (zur Entstehungsgeschichte oben Rn. 16) Grundaussage der Norm findet sich in Absatz 1, wonach der **Erwerb eigener Aktien** aufgrund der damit verbundenen Risiken für die Gesellschaft, deren Gläubiger und Aktionäre (siehe oben Rdn. 11 ff.) **grundsätzlich unzulässig und lediglich bei Vorliegen eines der dort genannten Erwerbserlaubnistatbestände gestattet** ist. Sofern keiner dieser Erlaubnistatbestände einschlägig ist, verstößt der Erwerb zudem regelmäßig (zu weiteren Durchbrechungen durch Sondervorschriften sogleich Rdn. 20) gegen das Verbot der Einlagenrückgewähr nach § 57 AktG (dazu Rdn. 29 ff.).⁵⁰
- 19 Die **Bedeutung der einzelnen Erlaubnistatbestände für die Finanzierung von Aktiengesellschaften** schwankt ganz erheblich. Die mögliche Spannbreite markieren einerseits der unentgeltliche Rückerwerb (§ 71 Abs. 1 Nr. 4 AktG) und derjenige kraft Gesamtrechtsnachfolge (§ 71 Abs. 1 Nr. 5 AktG), auf deren nähere Erläuterung wegen ihrer untergeordneten Bedeutung für eine aktive Finanzierungspolitik verzichtet wird,⁵¹ sowie andererseits der bereits auf den ersten Blick für die Kapitalausstattung der Gesellschaft relevante Erwerb auf der Grundlage eines Hauptversammlungsbeschlusses zur Einziehung nach den Vorschriften über die Herabsetzung des Grundkapitals (§ 71 Abs. 1 Nr. 6 AktG) und der zu nahezu beliebigen Zwecken einsetzbare (Einzelheiten unten Rdn. 63 ff.) Erwerb infolge einer befristeten Ermächtigung des Vorstands durch die Hauptversammlung (§ 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG).
- 20 Trotz des eingangs beschriebenen Regel-Ausnahme-Verhältnisses und des ihm zugrunde liegenden Schutzzwecks normiert § 71 AktG die Konstellationen eines zulässigen Rückerwerbs eigener Aktien nicht abschließend. Zum einen bestehen **Sondervorschriften für Investment-Aktiengesellschaften** in Gestalt des § 116 Abs. 2 S. 1 KAGG, der Aktionären mit veränderlichem Kapital einen Anspruch

⁵⁰ Vgl. zu dem dadurch statuierten Regel-Ausnahme-Verhältnis zwischen Verbot und Erlaubnis nur *Bosse*, NZG 2000, 16; *Kalss*, in: MünchKomm-AktG, § 71 Rn. 66; *Saria*, NZG 2000, 458; *Schmid/Mühlhäuser*, AG 2001, 493, 494.

⁵¹ Weiterführend dazu *Kalss*, in: MünchKomm-AktG, § 71 Rn. 164 ff., 171 ff.; *Merkt*, in: GK-AktG, § 71 Rn. 220 ff., 228 ff.

A. Wirtschaftliche und rechtliche Hintergründe

I. Finanzierungsziele

1. Gesellschaft

a) Entlastungsziele

- 1 Bei Sanierungen geht es primär um die nutzbringende Effektivierung *vorhandener*, im Kern leistungsfähiger Ressourcen durch Maßnahmen, die eine Schuldentlastung der sanierungsbedürftigen AG (*Schuldnergesellschaft*) bewirken. In Anlehnung an die betriebswirtschaftliche Organisationslehre lässt sich von einem *Oberziel* sprechen, dem verschiedene Unterziele planerisch-funktional zugeordnet sind. Im Mittelpunkt stehen dabei Restrukturierungsmaßnahmen zum Zwecke der **Schuldnersanierung**, die auf die Ablösung der Altverbindlichkeiten und deren Ersetzung durch neue Kapitalien abzielen (dazu sogl. unter Rdn. 2), während die Restrukturierung im Wege der **übertragenden Sanierung** eher das klassische M&A-Geschäft betrifft (dazu sodann unter Rdn. 3). Kein Thema dieses Abschnitts sind Maßnahmen der *Innenfinanzierung*, die auf das Generieren von deckungsfähigem Aktivvermögen durch Aufdeckung stiller Reserven gerichtet sind (Beispiel: Liquiditätsgewinnung durch Sale- and Lease-Back). Ebenfalls kein Thema der Sanierungsfiananzierung sind Entlastungsmaßnahmen, die auf die *Definanzierung* unter Ausnutzung der eigenen Bonitätsschwäche zielen: Die Gesellschaft erwirbt gegen sich selbst gerichtete Forderungen zum aktuellen Discountpreis, der den Forderungsnennwert unterschreitet, und entlastet sich dadurch i.H.d. Differenzwertes (*Debt-buy-back*),¹ oder sie schreitet zur vorzeitigen Tilgung unter Einsatz ihres vorhandenen, nicht betriebsnotwendigen Vermögens (*Debt-to-Asset*).² Derartige Vorgänge können aber im Finanzierungskonzept des Investors eine wichtige Rolle spielen und werden in diesem Zusammenhang mitbehandelt.

b) Umfinanzierungskonzepte

- 2 Die im Rahmen der Schuldnersanierung verfolgten Restrukturierungsziele sind darauf gerichtet, die Gesellschaft im Wege der *Umfiananzierung* von Altverbindlichkeiten zu befreien. Im Kontext der Sanierungsfiananzierung ist also mit »Restrukturierung« die Umgestaltung der passivischen Bilanzposten der AG als Objektgesellschaft gemeint.³ Die Erreichung dieses Unterzieles entscheidet darüber, ob und inwieweit die letztlich angestrebte Effektivierung des vorhandenen Vermögens gelingt. Die hier aufgeworfenen Rechtsprobleme sind unterschiedlicher Natur, je nachdem, ob das bisherige (Fremd-)kapital durch Aktienkapital (Debt-to-Equity, dazu sogleich unter Rdn. 10 ff.), durch sonstiges Eigen- oder Mischkapital (Debt-to-Mezzanine, dazu sodann unter Rdn. 122 ff.) oder durch neues, weniger stark belastendes Fremdkapital ersetzt wird (Debt-to-Debt, dazu unter Rdn. 274 ff.). Die *Zuführung neuer Geld- oder Sachmittel* zum Zwecke der externen Risiko- und Anschubfinanzierung (Venture Capital) ist dagegen nicht Thema dieses Bearbeitungsabschnitts.⁴ Gleichermaßen gilt für die existenzerhaltende Kapitalzufuhr zum Zwecke der Krisenfinanzierung⁵ sowie für die Gewährung von Überbrückungskrediten.⁶ Derartige Maßnahmen sind in den übrigen Abschnitten mitbehandelt, so insbes. bei der regulären Kapitalerhöhung in der Krisensituation (Kap. 4).

1 Vgl. Bredow/Sickinger/Weinand-Härer/Liebscher, BB 2012, 2134 ff.; Friedl/Natusch, FB 2009, 227 ff.; von Ilberg/Tchesche, BB 2010, 259 ff.; Schnorbus/Plassmann, ZBB/JBB 2015, 25 ff.

2 Schlitt/Ries, in: Theiselmann, Praxishandbuch des Restrukturierungsrechts, Kap. 9 Rn. 13 ff.

3 Vgl. Ekkenga, ZGR 2009, 581, 584.

4 Dazu monographisch Kuntz, Gestaltung von Kapitalgesellschaften zwischen Freiheit und Zwang, 2016.

5 Anschlussfinanzierungen, s. Blöcker/Schlitt/Schäfer, in: Theiselmann, Praxishandbuch des Restrukturierungsrechts, Kap. 2 Rn. 7 ff. (S. 97 ff.); Waldburg, in: Theiselmann, Praxishandbuch des Restrukturierungsrechts, Kap. 10.

6 Vgl. Weiß, in: Theiselmann, Praxishandbuch des Restrukturierungsrechts, Kap. 4 Rn. 8: Hinzuerwerb von Forderungen durch einen Gesellschafter als Folge eines Sanierungsbeitrages, wenn sich die AG durch einen

Rdn. 312 ff.) sowie im Kapitel über Krisendarlehen durch Gesellschafter (Kap. 14 Rdn. 457 ff.).⁷ Kein Untersuchungsgegenstand sind ferner Strukturelemente einer operativen Reorganisation einschließlich der *Zuführung personeller Ressourcen*, etwa das Einschleusen besonders qualifizierter Fremdmanager, die gegen Dienstleistungsvergütung im Wege der Sanierungshilfe (z.B. innerhalb eines Sanierungsbeirats) tätig werden. Derartige Veränderungen werden aber als Begleitmaßnahmen einer sanierungsorientierten Kreditvergabe mitbehandelt (dazu unter Rdn. 280 ff.).

c) M&A-Konzepte

»Reorganisation« im finanzwirtschaftlichen Sinne meint die Umstrukturierung des Gesamtvermögens durch personelle Neuordnung der vorhandenen Aktiven und Passiven. Nach dem Konzept der **übertragenden Sanierung** geht es im Regelfall um den Transfer vorhandener Aktiva auf eine *Auffanggesellschaft* in der Erwartung, nutzbringendes Vermögen von seiner Zweckbindung als Schuldendeckungsmasse zu befreien und es in der (neuen) Auffanggesellschaft zu konzentrieren, wo es zur Erschaffung neuer Ertragswerte verwendet werden kann, während die weniger nutzbringenden Vermögensanteile bei der AG als Objektgesellschaft verbleiben.⁸ Innerhalb eines Konzerns kann es sich auch anbieten, einzelne Tochtergesellschaften zwecks Vermeidung der Insolvenz mit samt den echten Passiven (= Schulden) auf eine »gesunde« Konzerngesellschaft zu verschmelzen oder ihr Passivvermögen per Auf- oder Abspaltung neu zuzuordnen, und zwar zweckmäßigerweise ohne Kapitalerhöhung bei der aufnehmenden Gesellschaft, so dass das sonst schwer einzuschätzende Risiko einer gläubigerschützenden Kapitalaufbringungskontrolle entfällt.⁹ Die übertragende Sanierung ist vor allem ein insolvenzrechtliches Thema und wird in Kap. 16 behandelt.¹⁰ Außerhalb des Insolvenzverfahrens kann sie sich als Alternative zur Umfinanzierung notleidender Altschulden durch Gesellschafterkapital (Debt-Equity-Swap) anbieten. Die Veränderungsstruktur setzt dann statt bei den Aktiven bei den vorhandenen Altschulden an, um diese im Wege einer umwandlungsrechtlichen Universalsukzession auf eine Zweckgesellschaft (auch: Trägergesellschaft) zu »übertragen«,¹¹ s. hierzu unter F im Zusammenhang mit sog. »Reverse Debt-Equity-Swaps«.

2. Investor

a) Gewinnziele

Professionelle Sanierer versprechen sich von ihrem Engagement eine Beteiligung am späteren Sanierungserfolg. Der Investor kann zu diesem Zweck eine Mitgliedschaft oder eine vertraglich maßgeschneiderte Kapitalposition in der Erwartung künftiger Wertsteigerungen erwerben. Das Gewinnziel besteht dann in der vorzeitigen Abschöpfung der Wertsteigerung durch Ausschüttung von Rücklagen und/oder Gewinnanteilen (*Rekapitalisierung*), wahlweise im Erlös aus einer späteren Weiterveräußerung der Mitgliedschaft oder Vertragsposition unter Abschöpfung der Wertsteigerung (*Turnaround*). Diese Zielsetzung führt nicht selten zu Interessenkonflikten zwischen den sanierungsbereiten Investoren, denen an einer kurzfristigen Gewinnmaximierung mehr gelegen ist als den Altgesellschaften, die langfristige Renditeziele verfolgen.¹² Statt aus Ersatzpositionen wie Equity oder Mezzanine kann der Investor versuchen, Nutzen aus einer ursprünglichen (unveränderten)

Debt-Buy-Back von ihren Altschulden entlasten will und der Investor hierfür einen Überbrückungskredit zur Verfügung stellt.

7 Vgl. zum Ganzen den Beispieldkatalog bei Weinrauer, Hdb. Venture Capital, H Rn. 92 ff.

8 Vgl. Karsten Schmidt, in: Karsten Schmidt/Uhlenbruck, Die GmbH in Krise, Sanierung und Insolvenz, Rn. 2.231.

9 Näher dazu Cahn, in: Theiselmann, Praxishandbuch des Restrukturierungsrechts, Kap. 7 Rn. 49 ff.

10 Ausführlicher Überblick bei Stengel/Sax, in: Theiselmann, Praxishandbuch des Restrukturierungsrechts, Kap. 19.; Besau, KSI 2011, 202 ff.

11 Vgl. hierzu Simon, in: Theiselmann, Praxishandbuch des Restrukturierungsrechts, Kap. 7 Rn. 53 ff., 61 ff., 76 ff.

12 Vgl. M. Brinkmann, WM 2017, 1033, 1034; Paulus, DZWIR 2008, 6, 9.

Fremdkapitalposition zu ziehen. Zu diesem Zweck erwirbt er die notleidenden Forderungen am Markt, um sie unter Ausnutzung seiner mitgliedschaftlich gewonnenen Informationen gewinnbringend weiter zu veräußern (*Buy and Flip*),¹³ oder um sich den Eintritt in ein Bankenkonsortium zu verschaffen.¹⁴ Denkbar ist auch, dass er den von ihm herbeigeführten Sanierungserfolg maximiert, indem er die (gegen Discount erworbene) Forderung zum Nennwert liquidiert (*Buy and Hold*)¹⁵ oder gegenüber der AG als Partner eines *Debt-Buy-Back* oder einer *Debt-to-Asset*-Transaktion auftritt. In derartigen Fällen wird er der AG oft als Aktionär und Darlehensgläubiger zugleich gegenüberstehen (zu den damit verbundenen Komplikationen s. Rdn. 107 ff.). Ein Sanierungseffekt zugunsten der AG – etwa durch Verbesserung der Finanzkennzahlen (Financial Covenants, s.u. Rdn. 295) – wird sich durch derartige Transaktionen allerdings oft nicht erreichen lassen.¹⁶

b) Investitionsziele

- 5 Der Mitteleinsatz des Investors (*Input*) besteht im Verzicht auf die Fortführung oder in der Einschränkung einer Gläubigerposition, die der Investor entweder schon länger besitzt oder die er – im professionellen Sanierungsgeschäft häufiger – in der Absicht, Sanierungsgewinne zu erzielen, am Markt erworben hat. Eine verbreitete Strategie besteht darin, offene Kreditforderungen von Altgläubigern – häufig Kreditinstitute, die ihre Bilanzen durch das Abstoßen von »distressed debt« entlasten wollen – gegen einen möglichst hohen Abschlag vom Nennwert käuflich zu erwerben. Seit einigen Jahren werden derartige Beschaffungsgeschäfte massenhaft in speziellen Märkten für sog. NPL (Non-Performing-Loans)-Transaktionen abgewickelt.¹⁷ Der Nutzen (*Output*) besteht im Sanierungserlös, der sich in der Erhöhung des dem Investor zustehenden Beteiligungswertes niederschlägt. Der Investor realisiert ihn über den Eintritt in die AG (Debt-Equity-Swap, s. unter Rdn. 10 ff.) oder per Umtausch der Forderungsposition in eine Non-Equity-Position, die dem Eigenkapital inhaltlich angenähert ist. Ein solcher Debt-to-Mezzanine-Swap¹⁸ kann z.B. in der Umwandlung der Forderung in eine atypische stille Beteiligung oder in eine Fremdkapitalposition mit Aktienoption (z.B. Wandelanleihe) bestehen¹⁹ (dazu s. unter Rdn. 122 ff.). Alternativ mag sich anbieten, dass es der Investor bei der Investition in Fremdkapital belässt (Debt-to-Debt, s. unter Rdn. 274 ff.) oder dass er den Altaktionären ihre Anteile noch während der Krise gegen eine minimale Vergütung abkauft, um alsdann auf die Forderung gegen die AG zu verzichten und die dadurch bewirkte Wertsteigerung der Aktien als Äquivalent zu vereinnahmen.²⁰ In der Praxis hat sich dieses Verfahren jedoch nicht durchgesetzt, weil sie mit zu hohen Anfechtungsrisiken nach §§ 129 ff. InsO behaftet ist, wenn die Sanierung scheitert und das Insolvenzverfahren über das Vermögen der AG eröffnet wird.²¹ Unter der Bezeichnung »unechter Debt-Equity-Swap« wird die Verzichtsmethode jedoch für Umfinanzierungen im Insolvenzverfahren diskutiert²² (näher 16. Kap. Rdn. 100).

13 Vgl. Weiß, in: Theiselmann, Praxishandbuch des Restrukturierungsrechts, Kap. 4 Rn. 13.

14 Sehr problematisch, vgl. hierzu Weiß, in: Theiselmann, Praxishandbuch des Restrukturierungsrechts, Kap. 4 Rn. 14, 55.

15 Vgl. Weiß, in: Theiselmann, Praxishandbuch des Restrukturierungsrechts, Kap. 4 Rn. 13.

16 Weiß, in: Theiselmann, Praxishandbuch des Restrukturierungsrechts, Kap. 4 Rn. 57.

17 Vgl. hierzu Litten, in: Theiselmann, Praxishandbuch des Restrukturierungsrechts, Kap. 3 Rn. 2 ff.; Andersson-Lindström, WM 2015, 1553 ff.; Florstedt, ZIP 2015, 2345, 2346; Bücker/Petersen, ZGR 2013, 802, 804 ff.; Ekkenga, ZGR 2009, 581, 583 f.; Wentzler, FB 2009, 446.

18 Zur Herkunft des Begriffs »Mezzanine« s. etwa Berger, ZBB 2008, 92, 93.

19 Im Schriftum teilweise »Debt-to-Hybrid-Swap« genannt, vgl. Carli/Rieder/Mückl, ZIP 2010, 1737, 1742.

20 Dazu M. Klein, Projektfinanzierung, 2004, S. 213; Redeker, BB 2007, 673, 679; Born, BB 2009, 1730, 1731 f.; Kufmaul/Palm, KSI 2012, 67, 68.

21 Niehaus, M & A Review 2009, 538, 540 f.; Eilers, GWR 2009, 3.

22 Wienecke/Hoffmann, ZIP 2013, 697, 704 ff.

c) Operative Ziele

Um sein Sanierungskonzept durchsetzen und so den Sanierungserfolg herbeiführen zu können,⁶ muss der Investor Einfluss auf die Objektgesellschaft (Schuldnersanierung) bzw. Auffanggesellschaft (übertragende Sanierung) gewinnen. Dies kann durch den Erwerb mitgliedschaftlicher Stimmrechte (Debt-Equity-Swap, s. unter Rdn. 10 ff.) oder auf schuldvertraglicher Grundlage im Wege der Ausbedingung von Weisungsrechten und Zustimmungsvorbehalten geschehen (ausführlich unter Rdn. 280 ff.).²³ Ersteres ist im Ansatz systemkonform, weil Ausfluss der Mitgliedschaft, letzteres hingegen wirft die Frage auf, ob und inwieweit eine vertraglich gestützte Fremdsteuerung mit den organisationsrechtlichen Vorschriften des Aktiengesetzes vereinbar ist (dazu ausführl. Rdn. 285 ff.). Gelingt es nicht, sämtliche (Alt-) Gläubiger für eine Kooperation an dem Sanierungskonzept zu gewinnen, so erweist sich das operative Ziel der Einflussnahme in der Variante der Schuldnersanierung u.U. als undurchführbar. Das gilt vor allem dann, wenn der Kontrollwechsel Sonderkündigungsrechte der außenstehenden Kreditgeber auslöst, deren Gebrauch einen existenzbedrohlichen Kapitalabfluss zur Folge hätte. Entsprechende Change-of-Control-Klauseln sind vielfach auch in anderen existenzwichtigen Verträgen (Nutzungsüberlassungsverträge, Lizenzverträge) anzutreffen.²⁴ Zeigen sich die Aktionäre mitwirkungsbereit, so mag sich die Einschaltung einer Zweckgesellschaft anbieten, die die Aktien als *Sanierungstreuhänder* übernimmt, um den Sanierungsplan unter Verwendung der Mitgliedschaftsrechte in die Tat umzusetzen. Der Investor wird dann nicht selbst Gesellschafter, sondern lässt seine Interessen durch die Zweckgesellschaft vertreten, die als *doppelnütziger Treuhänder* zugleich die Interessen der Altaktionäre wahrnimmt.²⁵

II. Interessenlagen und Schutzmechanismen

1. AG-Gläubiger

Schutzbetroffen sind zwei Gläubigergruppen: »Erste« Schutzadressaten sind sicherlich die **Neugläubiger** der AG, d.h. diejenigen Personen, die auf die Bonität der AG vertrauen, nachdem diese ihr Grundkapital im Zuge ihrer Sanierungsbemühungen aufgestockt hat. Dem in den *Kapitalaufbringungsregeln* verankerten institutionellen Gläubigerschutz kommt deshalb im Recht der Sanierungsfinanzierungen zentrale Bedeutung zu. **Altgläubiger** haben demgegenüber ein Interesse am Erhalt des noch vorhandenen Gesellschaftsvermögens. Deren individuelles Schutzinteresse wird im Sanierungszusammenhang immer dann sichtbar, wenn sich ein Gläubiger gegenüber anderen Vorteile aus Mitteln der Gesellschaft verschafft, wie es vor allem beim *Debt-Buy-Back* vorkommt (Rdn. 267 ff.). Das *Kapitalerhaltungsrecht* gewährt hiergegen keinen Schutz, weil seine Rückzahlungsverbote an die Gesellschafter adressiert sind (Rdn. 84); verbleibende Schutzlücken müssen im Wesentlichen durch das Anfechtungsrecht in der Insolvenz und im Vorfeld bewältigt werden.²⁶ Für Finanzierungsvorgänge spielt die Kapitalerhaltung in der Anfangsphase der Sanierung keine Rolle, es sei denn, Gegenstand der Finanzierung ist ein vermögenswerter Vorteil, den der Gläubiger gegen seine bisher gehaltene Forderungsposition eintauscht und der ihn gegenüber den sonstigen, nicht mitwirkungsbereiten Altgläubigern privilegiert (s. Rdn. 179 ff.). Mittelfristig behindert die Kapitalerhaltung aber die Gewinnziele des Investors, wenn diese auf eine spätere, im Erfolgsfalle durchzuführende Rekapitalisierung des Engagements gerichtet sind (s. dazu noch Rdn. 132 ff.).

²³ Waldburg, in: Theiselmann, Praxishandbuch des Restrukturierungsrechts, Kap. 10 Rn. 46 ff.; Bücker/Petersen, ZGR 2013, 802, 807 ff.

²⁴ Brinkmann, WM 2011, 97, 101 f.

²⁵ Hierzu und zu den insolvenz- und steuerlichen Zusatzrisiken Hagebusch/Knittel, in: Theiselmann, Praxishandbuch des Restrukturierungsrechts, Kap. 18; Brünkmans, CFL 2012, 375, 377 ff.; Undritz, ZIP 2012, 1153 ff.; Laier, GWR 2010, 184 ff.

²⁶ Ausführlich dazu Weiß, in: Theiselmann, Praxishandbuch des Restrukturierungsrechts, Kap. 4 Rn. 16 ff., 143 ff.

2. Aktionäre

- 8 Die Aktionäre stehen – ebenso wie die Altgläubiger – vor der Entscheidung, ob sie mit dem sanierungsbereiten Investor kooperieren wollen oder nicht. Statt einer aktiven Kooperation – etwa im Wege der Syndizierung aller verfügbaren Kapitalien – kommt auch eine passive Kooperation in Betracht, indem **Altaktionäre** einzelnen Sanierungsmaßnahmen – etwa einer Kapitalerhöhung unter Bezugsrechtsausschluss – zustimmen. Eine Rechtspflicht zur Zustimmung kann es naturgemäß nicht geben, es sei denn, die Verweigerungshaltung des Aktionärs erscheint treuwidrig, weil sie nur Schaden für alle Beteiligten anrichten kann. Eine solche Hypothese rückt erst dann ins Blickfeld, wenn das Unternehmen ohne Eintritt in das Sanierungsverfahren unrettbar verloren ist. Nunmehr beginnen die eigentlichen Bewertungsschwierigkeiten: Abzuwegen sind der rechtliche Bestandsschutz zugunsten des Aktionärs, der u.U. Einbußen seiner bisherigen Rechtspositionen (z.B. den Verlust der Sperrminorität) zu befürchten hat, gegen das wirtschaftliche Erfolgsinteresse der AG und aller kooperationsbereiten Investoren. Das Bestandsinteresse des Aktionärs verliert umso mehr an Gewicht, je sicherer der wirtschaftliche Zusammenbruch unter Beibehaltung des Status Quo prognostiziert werden kann; das Erfolgsinteresse erscheint umso weniger schutzwürdig, je mehr Unsicherheiten sich mit der Qualität und mit der Umsetzung des Sanierungskonzeptes verbinden.²⁷ In seiner Eigenschaft als **Neuaktionär** begibt sich der Investor in eine Konfliktsituation, wenn er für sein Engagement Privilegien gegenüber den Altaktionären beansprucht (z.B. Vorzugsrechte bei der Gewinnverteilung). Im Übrigen haben die Interessen künftiger Aktionäre, die als Anleger in ihrem Vertrauen auf die Bonität der AG durch das Kapitalmarktrecht geschützt werden, keinen spezifischen Bezug zur Sanierungsfinanzierung – abgesehen von vereinzelten Sonderproblemen, die bei der Emission von Aktienerwerbsoptionen virulent werden können (s. dazu Rdn. 265 zum Verwässerungsschutz der Aktienanwärter)

3. Verfahrensrecht

- 9 Solange die Insolvenzreife nicht eingetreten bzw. das förmliche Insolvenzverfahren nicht eröffnet ist, gibt es im deutschen Recht bislang keine auf Sanierung und Abwicklung gerichteten Verfahrensregeln – ungeachtet gewisser Ausstrahlungswirkungen der InsO auf die insolvenzvermeidende und –beseitigende Sanierungsplanung (s. Rdn. 94 ff.). Das könnte sich mit Verabschiedung der von der EU-Kommission geplanten **Restrukturierungs-RL** ändern, die seit Dezember 2016 im Entwurf vorliegt.²⁸ Kernstück der Regelung ist die Erschaffung eines Restrukturierungsplanes, den die Gesellschaft kraft gerichtlicher Bestätigung in Eigenverwaltung umsetzt. Zur Unterstützung der Restrukturierung soll die reguläre Insolvenzantragspflicht blockiert und die Akquisition von Sanierungsmitteln (»fresh money«) durch Entlastungen vom Risiko der Insolvenzanfechtung erleichtert werden.²⁹ Für weitere Einzelheiten ist auf die Ausführungen in Kap. 16 zu verweisen.

B. Kapitalerhöhung durch Entschuldung (Debt-to-Equity)

I. Allgemeines

1. Wirtschaftlicher und rechtlicher Hintergrund

a) Allgemeines

- 10 Die Umwandlung von Gesellschafterdarlehen in Gesellschafterkapital per Debt-Equity-Swap ist bereits ausführlich im 14. Kapitel beschrieben. Darauf ist vorab zu verweisen. Für Kapitalerhöhungen zu Sanierungszwecken lassen sich sowohl Gesellschafterdarlehen als auch Drittadharlehen verwenden; im letztgenannten Fall sind oft professionelle Sanierer beteiligt, die notleidende Forderungen gegen

27 Vgl. v. Schorlemer/Stupp, NZI 2003, 345 ff.

28 COM (2016) 723 final.

29 Vgl. statt anderer Klupsch/Schulz, EuZW 2017, 85 ff.