

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	17
Teil 1 Einführung	21
§ 1 Eigenkapitalfinanzierung und Verwässerungsgefahren	21
§ 2 Interessenkonflikt bei Kapitalmaßnahmen	24
§ 3 Minderheitenschutz bei bezugsrechtslosen Kapitalerhöhungen	26
A. Ausgewogener Schutz durch Interessenabwägung auf zwei Ebenen	26
B. Lehre vom sachlichen Grund	27
C. Wertverwässerungsschutz gem. § 255 AktG	30
D. Zwischenergebnis	33
§ 4 Gegenstand und Gang der Untersuchung	33
Teil 2 Tatbestand des § 255 Abs. 4 AktG	37
§ 5 Tatbestandsmerkmale im Einzelnen	37
A. Kapitalerhöhung gegen Einlage	37
B. Bezugsrechtsausschluss	38
I. Teilweiser oder vollständiger Ausschluss des Bezugsrechts	38
II. Keine Ausschlusswirkung bei mittelbarem Bezugsrecht auch nach dem ZuFinG	40
III. Keine Ausschlusswirkung (mehr) bei vereinfachtem Bezugsrechtsausschluss	41
1. Der vereinfachte Bezugsrechtsausschluss gem. § 186 Abs. 3 S. 4 AktG	41
2. Verhältnis des § 186 Abs. 3 S. 4 AktG zu § 255 Abs. 2 S. 1 AktG a.F.	42
a. Meinungsstand vor dem ZuFinG	42
b. Zwischenergebnis	45

Inhaltsverzeichnis

3. Keine Anwendung des § 255 Abs. 4 AktG auf § 186 Abs. 3 S. 4 AktG	46
a. Folgen des ZuFinG	46
b. „Faktisches Bezugsrecht“ durch die Vorgaben des § 186 Abs. 3 S. 4 AktG?	47
c. Rechtsschutz der Altaktionäre bei vereinfachtem Bezugsrechtsausschluss	49
d. Analoge Anwendung des § 255 Abs. 5 S. 3 Nr. 1-3 AktG?	51
IV. Zwischenfazit	52
C. Der unangemessen niedrige auf die Aktie entfallende Wert der Einlage	53
I. Die Abkehr vom Ausgabebetrag	53
1. Änderung durch das ZuFinG	53
2. Der Ausgabebetrag gem. § 255 Abs. 2 S. 1 AktG a.F.	54
3. Der auf die Aktie entfallende Wert der Einlage	55
a. Verhältnis zum Ausgabebetrag	55
b. Begründung des vorgeschlagenen auf die Aktie entfallenden Werts der Einlage?	56
4. Auswirkungen auf die Sachkapitalerhöhung	58
a. Analoge Anwendung des § 255 Abs. 2 S. 1 AktG	
a.F. nach herrschender Meinung	58
aa. Meinungsstand zu § 255 Abs. 2 S. 1 AktG a.F.	58
bb. Fehlen einer planwidrige Regelungslücke	61
cc. Teleologische Reduktion des § 255 Abs. 2 S. 1 AktG a.F.?	62
(1) Begrenzung des Differenzhaftungsanspruchs	62
(2) Keine teleologische Reduktion entgegen dem Telos des § 255 Abs. 2 S. 1 AktG a.F.	65
dd. Zwischenergebnis	68
b. Direkte Anwendbarkeit des § 255 Abs. 4 AktG auf Sachkapitalerhöhungen	68
aa. Entkoppelung des Wertverwässerungsschutzes von der Differenzhaftung	68
bb. Hinreichender Schutz der Altaktionäre durch § 255 Abs. 4 AktG	70

c. Zwischenergebnis	71
5. Folgen für das schuldrechtliche Baragio	72
a. Meinungsstand zu schuldrechtlichen Baragios	
i.R.d. § 255 Abs. 2 S. 1 AktG a.F.	72
aa. Finanzierungsrelevanz der Baragios	72
bb. Teleologische Reduktion des § 255 Abs. 2 S. 1 AktG a.F.?	74
(1) Meinungsstand zu § 255 Abs. 2 S. 1 AktG a.F.	74
(2) Vergleichbarkeit bedingter schuldrechtlicher und korporativer Aufgelder?	76
(3) Vergleichbarkeit aufschiebend bedingter schuldrechtlicher und korporativer Aufgelder?	79
b. Anwendbarkeit des § 255 Abs. 4 AktG auf Kapitalerhöhungen mit Baragio	84
aa. Berücksichtigung schuldrechtlicher Agios im Rahmen der Angemessenheit	84
bb. Auswirkungen auf bezugsrechtslose Fremdemissionen mit Baragio	86
(1) Ablauf der Bestimmung des Ausgabepreises bei Fremdemissionen	86
(2) Rechtssicherheit durch § 255 Abs. 4 und Abs. 5 AktG	90
c. Zwischenergebnis	91
II. Abweichung des angemessenen auf die Aktie entfallenden Werts der Einlage vom inneren Aktienwert	92
1. Bezugspunkt der Angemessenheit	92
2. Die zwei adressierten Werte des § 255 Abs. 4 AktG	93
a. Barausgleich erst bei unangemessen niedrigem auf die Aktie entfallenden Wert der Einlage	93
b. Vereinbarkeit des angemessenen Abschlags mit dem Schutz des Anteilseigentums	98
aa. Mittelbare Drittewirkung des Art. 14 GG	98
bb. Übertragbarkeit der Rechtsprechung auf § 255 Abs. 4 AktG?	101

Inhaltsverzeichnis

3. Angemessenheit durch Berücksichtigung (quantifizierbarer) Synergieeffekte	104
a. Überlappung der Grenzpreise durch Synergieeffekte	104
b. Synergieeffekte in der Unternehmensbewertung	105
c. Synergieeffekte im Rahmen des § 255 Abs. 4 AktG	107
aa. Synergieeffekte als Angemessenheitskorridor	107
bb. Anwendungsbeispiele	108
cc. Realisierungsrisiko und quantifizierbare Synergien	110
dd. Zusammenfassende rechnerische Darstellung	113
d. Zwischenergebnis	114
III. Bestimmung des inneren Aktienwerts als Ausgangspunkt	114
1. Herausforderungen der Unternehmensbewertung	114
2. Unternehmensbewertung als Rechtsfrage	116
3. Einzelne Bewertungsansätze	117
a. Kategorien von Bewertungsverfahren	117
aa. Überschussorientierte Bewertungsverfahren	118
bb. Marktwertorientierte Bewertung: der Börsenkurs als Bewertungsmaßstab	119
b. Die Bedeutung des Börsenkurses vor und nach dem ZuFinG	122
aa. Meinungsstand zu § 255 Abs. 2 S. 1 AktG a.F.	122
bb. Börsenkurs als Maßstab des Aktienwerts gem. § 255 Abs. 5 AktG	125
(1) Folge für die Bewertung der Jungaktien	125
(2) Unwesentliche Unterschreitung i.S.d. § 255 Abs. 5 S. 2 AktG und Angemessenheit i.S.d. § 255 Abs. 4 AktG	127
(3) Vereinbarkeit des § 255 Abs. 5 S. 1, S. 3 AktG mit Art. 14 GG	132
(4) Vereinbarkeit des § 255 Abs. 5 S. 2 AktG mit Art. 14 GG	135
c. Berechnung des relevanten Börsenkurses gem. § 255 Abs. 5 S. 4, S. 5 AktG	136
aa. Maßgeblicher Zeitpunkt	136

bb. Relevanz des „an diesem Tag“ niedrigeren Börsenkurses	140
cc. Maßgeblicher Tageskurs	140
d. Zwischenfazit	141
D. Zwischenergebnis	142
 Teil 3 Erweiterungen und Verkürzungen des Tatbestands des § 255 Abs. 4 AktG	 145
§ 6 Problemaufriss	145
I. Voraussetzungen der Rechtsfortbildung	145
II. Weiterer Gang der Untersuchung	146
§ 7 Analoge Anwendung des Tatbestands des § 255 Abs. 4 AktG?	149
A. Genehmigte Kapitalerhöhungen	149
I. Charakteristik und Typen des genehmigten Kapitals	149
II. (Fehlende) Anwendbarkeit des § 255 Abs. 4 AktG auf das genehmigte Kapital	150
III. Analoge Anwendung des § 255 Abs. 4 AktG auf Ermächtigungsbeschlüsse?	151
1. Vergleichbare Interessenlage	151
2. Fehlende Planwidrigkeit hinsichtlich der Rechtsfolge des Ausgleichs	152
3. Planwidrige Regelungslücke hinsichtlich des Rechtssatzes des § 255 Abs. 4 AktG	154
a. Gleichlauf der ursprünglichen und der abgeleiteten Kompetenz	154
b. Methodik: Analoge Anwendung des Rechtssatzes des § 255 Abs. 4 AktG	156
c. Zeitpunkt und Inhalt der Angemessenheitsprüfung	160
IV. Rechtsfolgen bei Verstoß gegen den Rechtssatz des § 255 Abs. 4 AktG	161
1. Nichtigkeit der Verwaltungsbeschlüsse	161
2. Schadensersatzpflicht der Verwaltungsmitglieder	163
a. Potentielle Haftungsgrundlagen	163
b. Durchsetzung der Schadensersatzansprüche	166

Inhaltsverzeichnis

3. Ausgestaltung des Rechtsschutzes	168
a. Unterlassungs- und (vorbeugende) Feststellungsklage	168
b. Unterlassungsantrag im Eilrechtsschutz?	171
aa. Rechtzeitige Information der Aktionäre über die Ad-hoc Publizität?	171
bb. Vorschlag einer verkürzten „Vorberichterstattung“	172
cc. Keine (verkürzte) Vorberichterstattung bei Ausnutzung des genehmigten Kapitals	174
4. Zwischenergebnis	176
B. Gemischte Bar-/Sachkapitalerhöhung ohne gekreuzten Bezugsrechtsausschluss	178
I. Gestaltungsoptionen	178
II. Einheitlicher Bar- und Sachkapitalerhöhungsbeschluss	181
1. Voraussetzungen der analogen Anwendung	181
2. Angemessenes Verhältnis der Ausgabepreise durch Synergieeffekte	183
3. Zwischenfazit	185
C. „Faktischer“ Bezugsrechtsausschluss	186
I. Faktische Gefahr der Quersubventionierung	186
II. Zwischenergebnis	189
D. Umwandlung von Vorzugs- in Stammaktien	190
I. Das Verhältnis von Vorzugs- und Stammaktien	190
II. Quersubventionierung bei Umwandlung von Vorzugs- in Stammaktien	191
1. Bestehen einer planwidrigen Regelungslücke	191
2. Gefahr der Wertverwässerung	192
III. Zwischenfazit	195
§ 8 Teleologische Reduktion des § 255 Abs. 4 AktG?	195
A. Bedingtes Kapital	195
I. Praxisrelevante Anwendungsbereiche des bedingten Kapitals	195
II. Bedienung von Optionsrechten: § 192 Abs. 2 Nr. 3 AktG	196
1. Direkte Anwendung des § 255 Abs. 4 AktG	196
2. Schutzbedürftigkeit bei Aktienoptionen nach § 192 Abs. 2 Nr. 3 AktG?	197

III. Bedienung von Umtauschrechten aus Wandelschuldverschreibungen: § 192 Abs. 2 Nr. 1 AktG	199
IV. Konkrete Anwendung des § 255 Abs. 4 AktG auf das bedingte Kapital	200
1. Bedienung von Optionsrechten aus einem Aktienoptionsplan	200
2. Bedienung von Umtauschrechten aus Wandelschuldverschreibungen	203
V. Zwischenergebnis und Überlegungen <i>de lege ferenda</i>	206
B. Gemischte Bar-/Sachkapitalerhöhung mit gekreuztem Bezugsrechtsausschluss	208
I. Direkte Anwendbarkeit des § 255 Abs. 4 AktG	208
II. Gefahr einer Quersubventionierung	209
III. Zwischenergebnis	210
C. Spitäzausschluss	211
I. Notwendiger Bezugsrechtsausschluss	211
II. Teleologische Reduktion des § 255 Abs. 4 AktG beim Spitäzausschluss?	214
D. Zwischenergebnis	215
 Teil 4 Gerichtliche Kontrolldichte und Durchsetzung des Wertverwässerungsschutzes durch Barausgleich	217
 § 9 Gerichtliche Kontrolldichte	217
A. Relativer Schutz	217
B. Umfang der gerichtlichen Kontrolle	218
I. Gerichtliche Kontrolldichte des Registergerichts	218
II. Gerichtliche Kontrolldichte im Rahmen des Spruchverfahrens	221
1. Umfassende gerichtliche Kontrolle	221
2. Anhaltspunkte der gerichtlichen Kontrolle	224
III. Zwischenfazit	227
 § 10 Durchsetzung des Wertverwässerungsschutzes im Spruchverfahren	228
A. Auswirkungen der Verlagerung in das Spruchverfahren	228

Inhaltsverzeichnis

B. Praxis- und interessengerechter Rechtsschutz im Spruchverfahren	229
I. Rechtsschutz vor dem ZuFinG durch das Beschlussmängelrecht	229
1. Das Missbrauchspotential der Anfechtungsklage und das Freigabeverfahren	229
2. Folge: Faktisch fehlende Durchsetzbarkeit des Wertverwässerungsschutzes	232
3. Zwischenfazit	233
II. Wertverwässerungsschutz durch nachträglichen Vermögensausgleich nach dem ZuFinG	234
1. Gesetzgeberischer Entscheidungsprozess	234
2. Vorzüge eines nachgelagerten Vermögensschutzes im Spruchverfahren	236
a. Interessengerechte Prüfung der Bewertungsrüge und Entlastung des Beschlussmängelrechts	236
b. Erhöhte Transaktionssicherheit für die Gesellschaft	240
c. Konsequente Verlagerung sämtlicher Bewertungsrügen ins Spruchverfahren	242
3. Herausforderungen des Spruchverfahrens	243
III. Zwischenfazit	245
§ 11 Rechtsfolge: Barausgleich oder Ausgleich durch Gewährung von Aktien	246
I. Ausgestaltung des Wertverwässerungsschutzes durch Ausgleichsanspruch	246
1. Anspruchsgegner des Ausgleichsanspruchs	246
2. Berechnung des Ausgleichsanspruchs	249
II. Ausgleich durch junge Aktien gem. §§ 255a, 255b AktG	250
III. Zwischenergebnis	252
Teil 5 Untersuchungsergebnisse	255
§ 1 Verwässerungsgefahren und zugrunde liegender Interessenkonflikt	255
§ 2 Tatbestandsmerkmale des § 255 Abs. 4 AktG	256
§ 3 Der unangemessen niedrige auf die Aktie entfallende Wert der Einlage	257

Inhaltsverzeichnis

§ 4 Wertverwässerungsschutz bei genehmigten Kapitalerhöhungen	258
§ 5 Weitere analoge Anwendungen des § 255 Abs. 4 AktG	259
§ 6 Anwendung des § 255 Abs. 4 AktG auf bedingte Kapitalerhöhungen	260
§ 7 Keine teleologische Reduktion des § 255 Abs. 4 AktG	261
§ 8 Durchsetzbarkeit des Wertverwässerungsschutzes im Spruchverfahren	261
§ 9 Gesamtresümee	262
Literaturverzeichnis	265