

Schriften zum Gesellschafts-, Bilanz- und Unternehmensteuerrecht

Herausgegeben von Joachim Hennrichs

Jan Winzen

Vorzugsaktie und KGaA

Instrumente zur Kontrollerhaltung
bei der Eigenkapitalfinanzierung

Unter besonderer Berücksichtigung der
Vereinheitlichung von Aktiegattungen

SGBU 16

A. Einführung

Aus Sicht der hinter einem Unternehmen stehenden Personen, wird sich früher oder später die Frage stellen, wie die positive Geschäftsentwicklung fortgesetzt werden kann, wenn etwa die Expansion in neue Märkte oder die Erschließung neuer Geschäftsfelder größere finanzielle Investitionen erfordern. Die Wahl der richtigen Finanzierung hängt dabei von unterschiedlichen Faktoren ab. Von besonderer Bedeutung, vor allem für Traditions- und Familienunternehmen, die sich nicht selten seit Generationen in der Hand einer geringen Anzahl von Gesellschaftern befinden, ist dabei die Wahrung der unternehmerischen Unabhängigkeit. Sind die Altgesellschafter nicht gewillt oder nicht in der Lage, weiteres Kapital zuzuschießen, geht die Eigenkapitalfinanzierung mit der Aufnahme neuer Gesellschafter und der Gewährung von Einflussnahmemöglichkeiten einher. Herkömmlicherweise werden Einwirkungsmöglichkeiten durch Einräumung von Stimmrechten gewährt. Das deutsche Aktienrecht sieht alternativ die Ausgabe stimmrechtloser Vorzugsaktien (**Vorzugsaktien**) vor (§ 139 Abs. 1 AktG). Die Ausgabe von Vorzugsaktien ermöglicht es der Gesellschaft, bei Aufnahme neuer Gesellschafter, bestehende Machtverhältnisse zu konservieren.¹ Die Gewährung von Eigenkapital wird dabei durch das Versprechen einer – gegenüber den Altgesellschaftern – erhöhten Dividende erkaufte. Da die Ausgabe von Aktien, die keine Stimmrechte vermitteln, nur bis zur Hälfte des Grundkapitals zulässig ist (§ 139 Abs. 2 AktG), kann es bei weiterem Finanzierungsbedarf zu einer Blockadesituation kommen. Hat die Gesellschaft bereits so viele Vorzugsaktien ausgegeben, dass eine erneute Ausgabe nicht ohne gleichzeitige Erhöhung der auf die Stammaktien entfallenden Grundkapitalziffer möglich ist, hängt die Umsetzung von Finanzierungsentscheidungen der Verwaltung allein von der Teilnahmebereitschaft der stimmberechtigten Stammaktionäre ab – hierbei handelt es sich nicht selten um wenige oder gar einen einzelnen Großaktionär. Sind diese aber gerade nicht bereit oder wirtschaftlich nicht in der Lage, eine Eigenkapitalmaßnahme durch Zeichnung neuer Anteile mit zu tragen, scheitert die geplante Finanzierung, weil die alleinige Ausgabe neuer Vorzugsaktien an das Publikum rechtlich nicht möglich und die Ausgabe der Stammaktien an Dritte ohne Zustimmung der Altgesellschafter nicht umsetzbar ist. Da Vorzugsaktien in der Vergangenheit vielfach als besonders geeignet für den renditeorientierten Anlegeraktionär angesehen wurden,² ist die beschriebene Konstellation vornehmlich bei Gesellschaften anzutreffen, die sich bereits dem Anlegerpublikum mittels der Ausgabe von Vorzugsaktien geöffnet haben.³ Für diese kann

1 Franke/Hax, 599.

2 Siehe dazu Pellens/Hildebrandt, AG 2001, 57, 58; Reckinger, AG 1983, 216, 220; Volhard, in: MüKo AktG, 2. Auflage, § 139 Rn. 2; Spindler, in: K.Schmidt/Lutter § 139 Rn. 2.

3 So ist etwa das Grundkapital der der Porsche Automobil Holding SE und der Villeroy & Boch AG zu exakt gleichen Teilen in Stammaktien und Vorzugsaktien aufgeteilt.

die Abschaffung der Vorzugsaktien von besonderer Bedeutung sein. Dabei spielt neben der Verbesserung der Finanzierungssituation vor allem die Steigerung der Attraktivität der Aktie des Unternehmens eine gewichtige Rolle.⁴

Zuletzt gelang es sowohl der ProSiebenSat1 Media AG als auch der HUGO BOSS AG, ihre historische Aktienstruktur durch Umwandlung sämtlicher Vorzugsaktien in Stammaktien zu vereinheitlichen. Bis einschließlich 15.06.2012 war etwa das Grundkapital der HUGO BOSS AG paritätisch in Stamm- und Vorzugsaktien eingeteilt. Am 15.06.2012 wurden die Vorzugsaktien nach Börsenschluss in Stammaktien umgewandelt. Das Grundkapital der Gesellschaft besteht seither aus 70.400.000 Stammaktien.⁵ Im Bericht des Vorstandes zu dem Beschluss betreffend die Umwandlung heißt es exemplarisch:

„Die Stammaktionäre erfahren zwar eine Schmälerung ihrer anteiligen Stimmrechtsquote. Dem steht jedoch die mit dem Wegfall des Gewinnvorzugs der Vorzugsaktie erhöhte relative Gewinnbeteiligung gegenüber. Darüber hinaus führt die Vereinheitlichung der Aktiegattungen zu einer zugunsten aller Aktionäre erhöhten Liquidität der HUGO BOSS-Aktie. Davon profitieren auch die Stammaktien, deren Liquidität bislang eingeschränkt war.“⁶

Die angesprochene Schmälerung der Stimmrechtsquote der Stammaktionäre resultiert aus dem Umstand, dass die Beseitigung des mit der Vorzugsaktie verknüpften Gewinnvorzugs von Gesetzes wegen zum Aufleben des Stimmrechts aus den Aktien führt (§ 141 Abs. 4 AktG). Eine Umwandlung in Stammaktien ist also grundsätzlich immer mit einer – für manchen Großaktionär unliebsamen – Verschiebung der Machtverhältnisse innerhalb der Gesellschaft verbunden.

Dieses Hindernis im Umgang mit der Abschaffung von Vorzugsaktien wurde in der Praxis deshalb jüngst einer Lösung zugeführt, die den Einsatz einer in Praxis und Schrifttum in der jüngeren Vergangenheit wenig beachteten Rechtsform mit sich brachte.⁷ Als erste börsennotierte Gesellschaft machte die

4 Siehe dazu unten E. I. 3.

5 Pressemitteilung der HUGO BOSS AG vom 12.06.2012, abrufbar unter http://group.hugoboss.com/files/20120612_Share_Conversion_d.pdf.

6 Ziffer 6 des Vorstandsberichts zu TOP 6 und TOP 7 der ordentlichen Hauptversammlung der HUGO BOSS AG am 03.05.2012; siehe zur jüngsten Aktienumwandlung der ProSiebenSat1 Media AG die Pressemitteilung der Gesellschaft vom 13.08.2013, abrufbar unter <http://www.prosiebensat1.de/de/presse/presse-meldungen/presse-lounge/prosiebensat1-media-ag/2013/8/prosiebensat1-vorzugsaktien-werden-am-16-august-2013-in-stammaktien-umgewandelt>.

7 Dass die KGaA in der Gestaltungspraxis gleichwohl eine Rolle spielt, dokumentiert der Umstand, dass die jüngsten Beiträge aus dem Schrifttum zur KGaA der Feder namhafter Transaktionsanwälte entstammen: *Marsch-Barner*, in: FS Hoffmann-Becking, 777; *Wollburg*, in: FS Hoffmann-Becking, 1425; *Schlitt/Winzen*, CFL 2012, 261; *Krause*, in: Liber amicorum Martin Winter, 351; *Marsch-Barner*, in: Liber amicorum Martin Winter, 467; *Schmorbus*, in: Liber amicorum Martin Winter, 627.

Fresenius Medical Care AG im Februar 2006 von der Möglichkeit des Formwechsels in die Rechtsform der Kommanditgesellschaft auf Aktien (**KGaA**) Gebrauch und entledigte sich dabei nahezu aller ausgegebenen Vorzugsaktien.⁸ Noch einen Schritt weiter ging im Jahre 2011 die Fresenius SE, die andere börsennotierte Gesellschaft des in Bad Homburg ansässigen Fresenius Konzerns. Sie vollzog den Rechtsformwechsel in die Fresenius SE & Co. KGaA und schaffte dabei die Gattung stimmrechtsloser Vorzugsaktien vollständig ab.⁹

Die Rechtsform der KGaA gewährt – anders als die durch Satzungsstrenge (vgl. § 23 Abs. 5 Satz 1 AktG) gekennzeichnete Aktiengesellschaft (**AG**) – weitgehende Freiheit bei der Ausgestaltung der Kompetenzordnung der Gesellschaft. Anders als bei der AG kann ein Großaktionär in der KGaA die Geschicke der Gesellschaft im Grundsatz auch ohne Stimmenmehrheit kontrollieren. Die Aufnahme von Eigenkapital führt bei der KGaA nicht zwingend zu einer Veränderung der Machtverhältnisse in der Gesellschaft.

So plausibel dieser Weg als Mittel zur Abschaffung von Vorzugsaktien und damit einhergehender Verbesserung der Finanzierungssituation erscheint, so wenig erprobt ist er in der Praxis. Es stellen sich zahlreiche gesellschafts- und kapitalmarktrechtliche Zweifelsfragen, die sich gerade aus der Kombination von Formwechsel und Aktienumwandlung ergeben. Dies gilt aber nicht bloß für den Weg in die KGaA, sondern auch für das rechtliche Dasein als börsennotierte KGaA.

Die vorliegende Arbeit unternimmt den Versuch, einige dieser Zweifelsfragen einer Lösung zuzuführen. Fragestellungen, die allein die Rechtsform der KGaA betreffen, werden indessen lediglich – und nur, sofern deren Beantwortung zum besseren Verständnis beiträgt – am Rande angesprochen. Dabei wird in der vorliegenden Arbeit die eingangs beschriebene Finanzierungssituation zu Grunde gelegt. Es wird von einer börsennotierten deutschen Publikumsgesellschaft, deren börsennotiertes Grundkapital zu gleichen Teilen in Stamm- und Vorzugsaktien aufgeteilt ist, ausgegangen. Sofern, wie bei einzelnen Gesellschaften, nur ein geringerer Teil des Grundkapitals auf stimmrechtslose Vorzugsaktien entfällt, besteht aus Finanzierungssicht kein dringender Handlungsbedarf.

Im Aufbau folgt die Darstellung einer Abschtigung vom Allgemeinen zum Besonderen. Zunächst werden auf abstrakter Basis die wirtschaftlichen Hin-

8 Pressemitteilung der Fresenius Medical Care AG & Co. KGaA vom 13.02.2006: Fresenius Medical Care schließt die Umwandlung der Vorzugsaktien und den Formwechsel in KGaA erfolgreich ab, abrufbar unter <http://www.fmc-ag.de/619.htm>.

9 Pressemitteilung der Fresenius SE & Co. KGaA vom 28.01.2011: Fresenius schließt Aktienumwandlung und Rechtsformwechsel erfolgreich ab – Erster Handelstag der Stammaktien der Fresenius SE & Co. KGaA am 31.01.2011, abrufbar unter http://www.fresenius.de/3432_3516.htm.

tergründe der Unternehmensfinanzierung erläutert und die wesentlichen Instrumente dargestellt.¹⁰ Auf der nächsten Stufe wird die Eigenkapitalfinanzierung in den Kontext jüngerer Entwicklungen im deutschen Finanzierungsumfeld gestellt und auf dieser Grundlage deren Bedeutungszuwachs aufgezeigt.¹¹ Die praktische Relevanz der Materie wird sodann durch Herstellung des Zusammenhangs zwischen der – für größeren Investitionsbedarf unverzichtbaren – Eigenkapitalfinanzierung und dem damit einhergehenden Verlust unternehmerischer Kontrolle begründet.¹² Auf eine Darstellung der wesentlichen Instrumente zur Erhaltung eben dieser Kontrolle,¹³ folgt eine vertiefte Auseinandersetzung mit dem Instrument der Vorzugsaktie.¹⁴ Auf Grundlage der gewonnenen Erkenntnisse wird sodann die Rechtsform der KGaA näher beleuchtet.¹⁵

Nach einer ausführlichen Untersuchung der Grenzen des Finanzierungsinstrumentes Vorzugsaktie,¹⁶ widmet sich der Hauptteil der Arbeit der – vor dem beschriebenen Hintergrund notwendigen – Umwandlung von Vorzugsaktien in Stammaktien. Zunächst werden Wege untersucht, die das Aktienrecht zu diesem Zweck bereitstellt.¹⁷ Das Ziel der Abschaffung einer kompletten Aktiengattung lässt sich indessen aktienrechtlich nicht ohne eine erhebliche Verwässerung der vormaligen Stammaktionäre erreichen. In einem zweiten Schritt wird deshalb der Rechtsformwechsel in die KGaA untersucht und gezeigt, dass eine Aktienumwandlung bei gleichzeitiger Aufrechterhaltung der Kontrollsituation auf diesem Wege umsetzbar ist.¹⁸ In einem letzten Schritt wird untersucht, welche Besonderheiten sich aus der Gestaltungsfreiheit im Innenrecht der KGaA im Hinblick auf die für die Eigenkapitalfinanzierung bedeutsame kapitalmarktrechtliche Behandlung ergeben.¹⁹

Die Arbeit schließt mit einer Zusammenfassung der gewonnenen Ergebnisse in Thesenform.²⁰

10 Unter B. I. bis III.

11 Unter B. IV. und V.

12 Unter C.

13 Unter D. I.

14 Unter D. II. 1.

15 Unter D. II. 2.

16 Unter E.

17 Unter F. I.

18 Unter F. II.

19 Unter F. II. 4.

20 Unter G.