

# 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

## Inhaltsverzeichnis

Literaturverzeichnis (abgekürzt zitierte Literatur).....	XIX
A. Einführung.....	1
B. Wirtschaftliche Hintergründe der Unternehmensfinanzierung.....	5
I. Systematisierung der Unternehmensfinanzierung.....	5
1. Herkunft der Finanzierungsmittel .....	5
2. Qualität der Kapitalgeber .....	6
II. Entscheidungsparameter .....	7
1. Eigenfinanzierung.....	8
2. Fremdfinanzierung .....	10
3. Mezzaninfinanzierung .....	11
III. Ausgewählte Finanzierungsinstrumente .....	12
1. Eigenfinanzierung.....	12
a) Innenfinanzierung.....	12
aa) Zuständigkeiten .....	12
bb) Materielle Grenzen .....	13
b) Außenfinanzierung .....	15
aa) Ohne Börsenzugang .....	15
bb) Börsengang .....	18
cc) Börsennotierte Unternehmen.....	19
2. Fremdfinanzierung .....	21
a) Innenfinanzierung.....	21
b) Außenfinanzierung .....	22
aa) Kreditfinanzierung .....	23
(i) Abgrenzung nach der Bonität des zu finanzierenden Unternehmens.....	24
(ii) Abgrenzung nach der Abrufbarkeit der Fremdmittel .....	25
(iii) Abgrenzung nach der Art der Verzinsung.....	26
(iv) Abgrenzung nach der Zahl der Kreditgeber .....	26
bb) Schuldscheindarlehen .....	28

cc)	Anleihen .....	31
(i)	Mittelstandsanleihen .....	34
(ii)	Hochzinsanleihen .....	35
3.	Mezzanine Finanzierungsinstrumente .....	36
a)	Genussrechte .....	38
b)	Partiarische Darlehen .....	40
c)	Stille Beteiligungen .....	41
d)	Hybridanleihen .....	42
e)	Aktienverwandte Produkte ( <i>equity linked</i> ) .....	45
aa)	Wandelanleihen .....	45
bb)	Optionsanleihen .....	48
cc)	Umtauschanleihen .....	49
IV.	Unternehmensfinanzierung in Deutschland .....	50
V.	Bedeutungszuwachs der Eigenkapitalfinanzierung .....	54
1.	Regulatorische und wettbewerbliche Veränderungen auf den Kreditmärkten .....	54
2.	Refinanzierungsbedarf .....	56
3.	Steigender Innovationsdruck .....	57
C.	Finanzierung und Kontrollerhaltung .....	59
D.	Instrumente zur Kontrollerhaltung .....	63
I.	Individuelle Maßnahmen .....	63
1.	Besetzung der Geschäftsleitung .....	63
a)	Grundsatz der Leitungsautonomie des Vorstands .....	63
b)	Personalkompetenz des Aufsichtsrats .....	64
aa)	Vorschlagsrecht .....	64
bb)	Eignungsvoraussetzungen .....	65
cc)	Entsendungsrechte .....	66
dd)	Zwischenergebnis .....	69
2.	Vinkulierte Namensaktien .....	70
3.	Schuldrechtliche Nebenabreden .....	73
a)	Stimmbindungsverträge unter Altgesellschaftern .....	76
aa)	Inhalt .....	76

bb) Durchsetzung .....	78
b) Vereinbarungen betreffend die Verfügung über Aktien.....	80
c) Zwischenergebnis.....	81
II. Institutionelle Maßnahmen .....	82
1. Vorzugsaktie .....	82
a) Schaffung .....	83
b) Einordnung als eigene Aktiengattung (§ 11 AktG).....	84
aa) Vorzug bei der Verteilung des Gewinns.....	84
bb) Recht auf Nachzahlung <i>de lege lata</i> .....	86
cc) Recht auf Nachzahlung <i>de lege ferenda</i> .....	87
c) Sonderbeschluss als Schutzinstrument .....	90
d) Grenzen der Ausgabe (§ 139 Abs. 2 AktG).....	93
e) Abschlag gegenüber Stammaktien .....	93
f) Weitere Motive für Vorzugsaktien .....	95
aa) Übernahmeresistenz.....	95
bb) Gewinnung von Kleinanlegern .....	96
cc) Belegschaftsaktien.....	96
g) Zusammenfassung .....	97
2. KGaA.....	97
a) Hybride Gesellschaftsform – Strukturmerkmale.....	99
b) Rechtsgrundlagen.....	99
c) Organe.....	101
aa) Komplementär.....	101
bb) Aufsichtsrat.....	103
cc) Hauptversammlung .....	104
d) Gestaltungsvarianten der KGaA .....	105
aa) Gesetzestypische KGaA / kapitalistische KGaA.....	106
bb) Personalistische KGaA / Publikums-KGaA.....	106
cc) Unterscheidung nach der satzungsmäßigen Kompetenzverteilung .....	107
(i) Hauptversammlungsdominierte KGaA.....	107
(ii) Aufsichtsrats- und beiratsdominierte KGaA.....	108
(iii) Komplementärdominierte KGaA.....	110

e)	Zusammenfassung .....	114
3.	Institutionelle Beschränkung der Mitbestimmung .....	116
a)	SEBG und MgVG .....	117
b)	KGaA .....	120
aa)	Teleologische Reduktion der §§ 31 Abs. 1 Satz 2, 33 Abs. 1 Satz 2 MitbestG .....	121
bb)	Analoge Anwendung des § 4 Abs. 1 MitbestG .....	121
cc)	Analoge Anwendung des § 5 Abs. 1 MitbestG .....	122
dd)	Die Ansicht des BGH .....	122
ee)	Keine modifizierte Mitbestimmung in der kapitalistischen KGaA .....	123
ff)	Ergebnis .....	126
4.	Abschließende Bewertung institutioneller Kontrollerhaltungsinstrumente .....	126
E.	Die Grenzen des Finanzierungsinstruments Vorzugsaktie .....	129
I.	Motive für die Abschaffung von Vorzugsaktien .....	129
1.	Komplexes Verfahren bei Bezugsrechtskapitalerhöhungen .....	129
2.	Blockade der Eigenkapitalfinanzierung .....	131
3.	Steigerung der Attraktivität der Aktie .....	132
a)	Akzeptanz bei (ausländischen) Investoren .....	132
b)	Höhere Liquidität .....	132
c)	Indexzugehörigkeit .....	132
II.	Rechtstatsächlicher Befund .....	134
1.	Vorzugsaktien .....	134
2.	KGaA .....	136
F.	Die Vereinheitlichung von Aktiengattungen .....	137
I.	Aktienumwandlung nach dem AktG .....	137
1.	Zwangsumwandlung .....	137
a)	Hauptversammlungsbeschluss der Stammaktionäre .....	138
aa)	Sachliche Rechtfertigung? .....	138
bb)	Verpflichtung zur Berücksichtigung von Kursunterschieden? .....	140

(i)	Die Entscheidung des OLG Köln .....	141
(ii)	Die Entscheidung des LG Krefeld.....	141
(iii)	Ursache für Kursunterschiede.....	142
(iv)	Verfassungsrechtliche Betrachtung .....	142
(v)	Zwischenergebnis.....	143
b)	Sonderbeschlüsse.....	143
aa)	Vorzugsaktionäre.....	144
bb)	Stammaktionäre .....	144
c)	Handelsregistereintragung und technische Umsetzung .....	145
d)	Auswirkungen der Aktienumwandlung auf die Börsenzulassung der Vorzugsaktien.....	146
aa)	Verlust der Börsenzulassung - Grundlagen.....	147
(i)	Widerruf der Zulassung durch die Geschäftsführung .....	147
(ii)	Erlöschen der Zulassung kraft Gesetzes .....	148
bb)	Verlust bei Zwangsumwandlung .....	150
e)	Zulassung der neuen Stammaktien .....	150
aa)	Zulassungsverfahren.....	151
bb)	Prospekterfordernis.....	152
(i)	Öffentliches Angebot .....	153
(1)	Mitteilung .....	153
(2)	Fehlender Angebotscharakter .....	153
(ii)	Zulassung.....	156
(1)	§ 4 Abs. 2 Nr. 2 WpPG .....	157
(2)	§ 4 Abs. 2 Nr. 7 WpPG .....	158
(a)	Wertpapiere.....	158
(b)	Bereits zugelassene Aktien derselben Gattung?.....	158
(c)	"Andere Wertpapiere"?.....	159
(d)	Ausübung von Umtausch- oder Bezugsrechten?.....	160
f)	Zusammenfassung .....	161
2.	Freiwillige Umwandlung.....	161
a)	Bis-zu-Umwandlung.....	164
aa)	Beschlusserfordernisse.....	164

(i)	Hauptversammlungsbeschluss der Stammaktionäre .....	164
(ii)	Sonderbeschlüsse .....	165
bb)	Prospekterfordernis .....	166
b)	Rückkaufumwandlung .....	166
aa)	Aktienrückkauf .....	167
(i)	Erwerbsgrundlage .....	167
(ii)	Verfahren .....	168
(iii)	Gleichbehandlung der Aktionäre .....	169
bb)	Vorgaben der §§ 237 ff., 222 ff. AktG .....	171
(i)	Einziehung im ordentlichen Verfahren – § 225 AktG .....	171
(1)	Anwendbarkeit des § 225 AktG bei gleichzeitiger Kapitalerhöhung? .....	172
(2)	Sacheinlagefähigkeit der Zahlungsansprüche? .....	172
(ii)	Einziehung im vereinfachten Verfahren .....	174
cc)	Kombination mit Kapitalerhöhung .....	175
(i)	Verbindung von Einziehung und Sachkapitalerhöhung .....	177
(ii)	Bezugsrechtsausschluss .....	178
dd)	Prospekterfordernis .....	180
ee)	Bewertung .....	180
c)	Zusammenfassung .....	181
3.	Rechtsschutz .....	182
a)	Anfechtung durch Stammaktionäre .....	182
aa)	§ 53a AktG .....	182
bb)	§ 243 Abs. 2 AktG .....	184
cc)	Registereintragung .....	185
b)	Anfechtung durch Vorzugsaktionäre .....	187
4.	Zusammenfassung und weiterer Gang der Darstellung .....	188
II.	KGaA-Lösung .....	189
1.	Formwechsel .....	189
a)	Umtausch mit Formwechsel in KGaA .....	189
aa)	Aktienrechtliche Gründungsvorschriften .....	190
bb)	Umwandlungsbericht .....	190
cc)	Kein Barabfindungsgebot .....	192

dd)	Umwandlungsbeschluss.....	192
(i)	Rechtsform und Firma des neuen Rechtsträger.....	193
(ii)	Satzung.....	193
(iii)	Treuepflicht .....	193
(iv)	Beteiligung der Aktionäre an dem Rechtsträger neuer Rechtsform.....	194
(v)	§ 194 Abs. 1 Nr. 4 UmwG.....	195
(vi)	§ 194 Abs. 1 Nr. 5 UmwG.....	196
(1)	Aktientausch .....	196
(2)	Weitere Anpassung der Satzung.....	196
(vii)	Abfindungsangebot.....	197
(viii)	Mitbestimmung (§ 194 Abs. 1 Nr. 7 UmwG).....	197
ee)	Sonderbeschluss der Vorzugsaktionäre? .....	198
(i)	Meinungsstand .....	198
(ii)	Stellungnahme .....	199
ff)	Zustimmung der neu eintretenden Komplementärin und ausdrückliche Genehmigung der neuen Satzung. ....	201
gg)	Gleichwertige Rechte?.....	201
hh)	Anmeldung und Eintragung ins Handelsregister .....	202
b)	Rechtsschutz.....	203
aa)	Anfechtung des Umwandlungsbeschlusses durch einen Stammaktionär .....	203
bb)	Anfechtung des Sonderbeschlusses durch einen Vorzugsaktionär.....	206
(i)	Problemaufriss .....	206
(ii)	Stellungnahme .....	207
c)	Zusammenfassung .....	209
2.	Börsenzulassung.....	209
a)	Hinsichtlich Umwandlungstranche.....	210
b)	Hinsichtlich Stammaktien AG.....	210
aa)	Unsicherheiten in der Praxis.....	210
bb)	§ 43 Abs. 2 VwVfG.....	211
(i)	Behandlung öffentlich rechtlicher Erlaubnisse bei Umwandlungsmaßnahmen .....	211
(ii)	Praxis beim Formwechsel in SE.....	214

(iii) Sinn und Zweck des UmwG.....	214
(iv) Meinungsbild im Schrifttum.....	215
(v) Zwischenergebnis.....	216
3. Satzungsgestaltung.....	216
a) Problemaufriss.....	216
b) Inhaltskontrolle und Regulierung durch den Markt.....	217
c) Gesellschaftsrechtliche Grenzen.....	220
aa) Mitwirkung bei der Geschäftsführung.....	220
bb) Kein gänzlicher Ausschluss ohne personelle Rückkopplung.....	222
cc) Sonderfall: Einheits-KGaA.....	224
dd) Zusammenfassung.....	224
4. Kapitalmarktrecht.....	225
a) Primärmarktpublizität.....	225
aa) Allgemeine Anforderungen an den Inhalt von Wertpapierprospekten.....	225
bb) Besonderheiten bei der KGaA.....	226
(i) Risikofaktoren (Anhang I Prospekt-VO, 4.).....	226
(1) Allgemein zur Funktionsweise von Risikofaktoren.....	226
(2) Interessenkollision zwischen Komplementär und Kommanditaktionär.....	226
(3) Kursabschlag.....	227
(4) Fehlende Übernahmephantasie.....	227
(ii) Verwaltungs-, Management- und Aufsichtsorgane sowie oberes Management (Anhang I Ziff. 14.1 b) Prospekt-VO)...	227
b) Sekundärmarktpublizität.....	230
aa) Ad-hoc Publizität (§ 15 WpHG).....	230
bb) Directors' Dealings (§ 15a WpHG).....	231
c) WpÜG.....	232
aa) Generelle Anwendbarkeit.....	232
bb) Der übernahmerechtliche Kontrollbegriff.....	233
(i) Kontrollbegriff.....	233
(ii) Befreiung nach 37 Abs. 1 WpÜG.....	234
(1) Ermessensentscheidung der BaFin.....	235
(2) Tatbestand des § 37 Abs. 1 WpÜG.....	235

(3) Befreiung bei komplementärdominierter KGaA.....	237
(4) Zum Verfahren .....	237
d) Zusammenfassung .....	238
G. Zusammenfassung in Thesenform.....	239