



JURISTISCHE FAKULTÄT



UNIVERSITÄT
HEIDELBERG
ZUKUNFT
SEIT 1386

Zusammenfassung der Dissertation mit dem Titel

**„Kapitalerhöhungen von Aktiengesellschaften nach dem
Zukunftsfinanzierungsgesetz - Erhöhungen von Volumengrenzen
und Neukonzeption des Wertverwässerungsschutzes -“**

Dissertation vorgelegt von Elke Adams

Erstgutachter: Prof. Dr. Dirk Verse

Zweitgutachter: Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Peter Hommelhoff

Institut für deutsches und europäisches Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht

**Kapitalerhöhungen von Aktiengesellschaften nach dem
Zukunftsfinanzierungsgesetz**

**- Erhöhungen von Volumengrenzen und Neukonzeption des
Wertverwässerungsschutzes -**

A. Einleitung	1
B. Erhöhung Volumengrenzen	2
I. Vereinfachter Bezugsrechtsausschluss	2
II. Bedingtes Kapital	2
III. Keine Volumenerhöhung beim genehmigten Kapital	3
C. Neukonzeption des Wertverwässerungsschutzes	4
I. Anfechtungsausschluss und Ausgleichsanspruch	4
II. Anwendungsbereich der Neukonzeption	5
III. Bewertungsmaßstab für Ausgleich	6
IV. Verweisung ins Spruchverfahren, § 255 Abs. 7 AktG	6
V. Ausgleich in Aktien, § 255a AktG	6
VI. Kapitalerhöhung zur Beschaffung der zusätzlichen Aktien, § 255b AktG	7
D. Marktorientierte Bewertungsregelung, § 255 Abs. 5 AktG	8
I. Hintergrund der Einführung	8
II. Neue Börsenkursregelung, § 255 Abs. 5 Satz 1 AktG	8
III. Entfallen des Ausgleichsanspruchs, § 255 Abs. 5 Satz 2 AktG	9
IV. Ausnahmeregelung, § 255 Abs. 5 Satz 3 AktG	9
V. Berechnung des Börsenkurses, § 255 Abs. 5 Satz 4 und 5 AktG	10
E. Fazit	10

A. Einleitung

Mit dem am 15. Dezember 2023 in Kraft getretenen Gesetz zur Finanzierung von zukunftssichernden Investitionen (Zukunftsfinanzierungsgesetz – ZuFinG) hat der Gesetzgeber wesentliche Änderungen im Kapitalerhöhungsrecht für Aktiengesellschaften beschlossen

(BGBl. 2023 I Nr. 354). Ziel des ZuFinG ist es, den Kapitalmarkt durch die Erleichterung der Eigenkapitalaufnahme von Aktiengesellschaften leistungsfähiger zu machen, um so privates Kapital für zukünftige Investitionen, insbesondere für Start-ups, Wachstumsunternehmen sowie kleinere und mittlere Unternehmen, zu mobilisieren.

Die beim Verlag Duncker & Humblot in der Schriftenreihe „Untersuchungen über das Spar-, Giro- und Kreditwesen“ zur Veröffentlichung anstehende Dissertation untersucht und analysiert die mit dem ZuFinG beschlossenen Änderungen im Kapitalerhöhungsrecht bei Aktiengesellschaften, die im Wesentlichen drei zentrale Schaltstellen betreffen: die Erhöhung der Volumengrenzen beim vereinfachten Bezugsrechtsausschluss (§ 186 Abs. 3 Satz 4 AktG) und beim bedingten Kapital (§ 192 AktG) sowie die Neukonzeption des Wertverwässerungsschutzes (§ 255 AktG) mit der damit einhergehenden Zäsur der Einführung einer marktorientierten Bewertungsregelung anhand des Börsenkurses.

B. Erhöhung Volumengrenzen

I. Vereinfachter Bezugsrechtsausschluss

Der Erhöhung der Volumengrenze des in der Praxis beliebten vereinfachten Bezugsrechtsausschlusses gemäß § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG auf 20 % des Grundkapitals der Aktiengesellschaft kommt prima facie aufgrund der damit einhergehenden Flexibilisierung der Eigenkapitalaufnahme eine bedeutsame Erleichterung für die Unternehmenspraxis zu. Das gilt insbesondere, weil sich die damit einhergehende Flexibilisierung mittelbar auch auf das in der Praxis viel genutzte genehmigte Kapital auswirkt. Einschränkend für den Erfolg könnte sich allerdings die bislang eher restriktive Einstellung von einflussreichen Stimmrechtsberatern (*Proxy Advisor*) auswirken, deren Empfehlungen bislang vereinfachte Bezugsrechtsausschlüsse lediglich bis zu einem Gesamtvolumen von 10 % des Grundkapitals unterstützen. Es bleibt abzuwarten, ob sich die Empfehlungen an die neue Rechtslage anpassen werden. Unmittelbare Bedeutung wird der Erhöhung der Volumengrenze aber jedenfalls bei kleineren Aktiengesellschaften zukommen, bei denen Stimmrechtsberater keine größere Rolle spielen.

Mit der Anhebung der Volumengrenze verbunden ist, anders als die Gesetzesbegründung vorgibt, eine Absenkung des Aktionärsschutzes, den der BGH mit dem Erfordernis der materiellen Beschlusskontrolle geschaffen hat. Der Bezugsrechtsausschluss muss nunmehr in einem Volumen von 20 % statt 10 % des Grundkapitals nicht sachlich gerechtfertigt werden, was zu einer Absenkung des (Beteiligungs-) Verwässerungsschutzes führt.

II. Bedingtes Kapital

Das ZuFinG bringt eine Erhöhung der Volumengrenze für die bedingte Kapitalerhöhung zur Vorbereitung von Unternehmenszusammenschlüssen (§ 192 Abs. 2 Nr. 2 AktG) und zur Gewährung von Aktienoptionen für Mitarbeiter (§ 192 Abs. 2 Nr. 3 AktG), lässt aber die dritte Möglichkeit zur Nutzung einer bedingten Kapitalerhöhung zur Gewährung von Umtausch- oder Bezugsrechten auf Grund von Wandelschuldverschreibungen (§ 192 Abs. 2 Nr. 1 AktG) außer Betracht.

Für Unternehmenszusammenschlüsse bedeutsam ist die Erhöhung der allgemeinen Volumengrenze von bislang 50 % auf 60 % des Grundkapitals, das zum Zeitpunkt der Beschlussfassung vorhanden ist (§ 192 Abs. 3 Satz 1 AktG). Ziel der Anhebung ist es, den Aktiengesellschaften, die zur Finanzierung von Unternehmensakquisitionen regelmäßig auf die Ausnutzung eines genehmigten Kapitals zurückgreifen, eine höhere Flexibilität beim Einsatz

von Aktien für Unternehmenszusammenschlüsse zu ermöglichen. Die Erhöhung der Volumengrenze wird indes nicht ausreichen, um die Finanzierungspraxis der Aktiengesellschaften bei Unternehmensakquisitionen maßgeblich zu ändern. Die Gründe für die zurückhaltende Nutzung des bedingten Kapitals liegen darin, dass im Gegensatz zur Ausnutzung eines genehmigten Kapitals die Durchführung einer Hauptversammlung erforderlich und die konkrete Unternehmenstransaktion offenzulegen ist.

Für Mitarbeiterbeteiligungen ist eine Anhebung der speziellen Höchstgrenze von bislang 10 % auf 20 % des vorhandenen Grundkapitals erfolgt (§ 192 Abs. 3 Satz 1 Nr. 2 AktG). Ziel der Erhöhung ist es, die Mitarbeiterbeteiligungsquote, die in Deutschland international betrachtet vergleichsweise gering ist, zu erhöhen. Der Mitarbeiterbeteiligung kommt, insbesondere bei den vom ZuFinG besonders ins Auge gefassten Start-ups, eine hohe wirtschaftliche Bedeutung zu. Die Einräumung von Aktienoptionen für Mitarbeiter stellt für junge Unternehmen mangels ausreichendem Kapital häufig die einzige Möglichkeit dar, mit den hohen Gehältern etablierter Unternehmen konkurrieren zu können. Die Anhebung der Volumengrenze wird in dem international geführten „*war of talents*“ allerdings nicht für die gewünschte Erhöhung der Mitarbeiterbeteiligungsquote ausreichen. Die verhältnismäßig lange Mindestwartezeit von vier Jahren bis zur Ausübung der Aktienoption (§ 193 Abs. 2 Nr. 4 AktG) und noch nicht vollständig beseitigte steuerrechtliche Nachteile stellen weitere rechtliche Hindernisse dar. De lege ferenda sollte der Gesetzgeber daher die Mindestwartezeit, wie vor 2009, auf zwei Jahre und den Steuersatz für Mitarbeiterbeteiligungen absenken.

Bei der dritten Möglichkeit zur Nutzung des bedingten Kapitals, zur Gewährung von Umtausch- oder Bezugsrechten aufgrund von Wandelschuldverschreibungen, verleiht es bei der bisherigen Volumengrenze von 50 % des Grundkapitals. Diese Außerachtlassung überzeugt vor dem Hintergrund der mit dem ZuFinG beschlossenen Einführung der Börsenmantelaktiengesellschaft (BMAG) und den damit ermöglichten „*Special Purpose Acquisition Company (SPAC)*“-Transaktionen, die regelmäßig mit bedingtem Kapital abgesichert werden, nicht. Die belassene Volumengrenze wird nicht ausreichen, um die bei SPAC-Transaktionen üblicherweise ausgegebenen „*Naked Warrants*“ in ausreichender Höhe mit bedingtem Kapital absichern zu können. De lege ferenda sollte der Gesetzgeber daher auch die Volumengrenze für die Gewährung von Umtausch- oder Bezugsrechten aufgrund von Wandelschuldverschreibungen (§ 192 Abs. 2 Nr. 1 AktG) anheben.

III. Keine Volumenerhöhung beim genehmigten Kapital

Bei der mit dem ZuFinG beschlossenen Reform des Kapitalerhöhungsrechts hat der Gesetzgeber bewusst eine rechtspolitisch „*große Lösung*“ vermieden und die Volumengrenze des in der Praxis bedeutsamen genehmigten Kapitals unverändert gelassen. Diese Entscheidung ist bedauerlich, weil das nationale Aktienrecht auch in dieser Hinsicht den Rechtsformenvergleich mit Gestaltungsoptionen aus anderen europäischen Mitgliedstaaten verliert. Die Volumengrenze des genehmigten Kapitals ist mit 50 % des Grundkapitals im europäischen Umfeld vergleichsweise gering. Die diesbezügliche Zurückhaltung des Gesetzgebers ist auch deshalb bemerkenswert, weil die bestehende Volumengrenze keinesfalls aus dem europäischen Gemeinschaftsrecht folgt, in der eine Höchstgrenze für genehmigtes Kapital nicht vorgegeben ist (vgl. Art. 68 Abs. 2 Satz 1 GesR-RL).

C. Neukonzeption des Wertverwässerungsschutzes

Das Herzstück der Reform ist die grundlegende Neukonzeption des traditionell in § 255 AktG verankerten Wertverwässerungsschutzes bei Kapitalerhöhungen von Aktiengesellschaften. Das ZuFinG bricht mit der herkömmlichen Tradition, dass der Kapitalerhöhungsbeschluss mit Bezugsrechtsausschluss im Falle der Erhebung der Bewertungsrüge der Anfechtung unterliegt.

I. Anfechtungsausschluss und Ausgleichsanspruch

Ziel der Neukonzeption ist, bei Kapitalerhöhungen mit Bezugsrechtsausschluss die Bewertungsrüge aus dem klassischen Beschlussmängelstreit herauszunehmen und mittels Ausgleichsanspruch ins Spruchverfahren zu verlagern. Diese Zielsetzung folgt aus dem rechtstatsächlichen Befund, dass bei ordentlichen Kapitalerhöhungen mit Bezugsrechtsausschluss mit der Möglichkeit der Anfechtung eine Gefahr der Blockade bestand, die von der Praxis als nicht mehr hinnehmbares Transaktionsrisiko angesehen wurde. Im Falle der Erhebung der Bewertungsrüge ist nunmehr nach § 255 Abs. 2 AktG die Anfechtung ausgeschlossen. Stattdessen werden die vom Bezugsrechtsausschluss betroffenen Aktionären nach dem Vorbild des kürzlich reformierten Verschmelzungsrechts (§§ 14 Abs. 2, 15, 72a, 72b UmwG) gemäß § 255 Abs. 4 AktG auf einen Ausgleichsanspruch verwiesen, der im Spruchverfahren geltend zu machen ist. Die Neuordnung, die dem Prinzip „*Kompensation statt Kassation*“ folgt, beseitigt damit das bislang im Falle der Bewertungsrüge bestehende Blockaderisiko und führt zur gewünschten Transaktionssicherheit bei Kapitalerhöhungen mit Bezugsrechtsausschluss.

Die Implementierung einer Barausgleichspflicht führt allerdings zu einem Selbstfinanzierungseffekt für die betroffenen Aktionäre. Die Kompensation ist aus dem Gesellschaftsvermögen zu leisten, mit der Folge, dass die ausgleichsberechtigten Aktionäre den Ausgleich in Höhe ihrer Beteiligungsquote an der Gesellschaft letztlich aus eigener Tasche leisten. Der Normzweck erfordert eine vollständige wirtschaftliche Kompensation des Wertverwässerungsschadens. Der Selbstfinanzierungseffekt ist daher bei Bemessung des Ausgleichsanspruchs anspruchserhöhend zu berücksichtigen. Die erforderliche Neutralisierung des Selbstfinanzierungseffekts wird regelmäßig auch dann erforderlich sein, wenn der anspruchsberechtigte Aktionär seine Anteile vor Berechnung und Zahlung des Ausgleichsanspruchs veräußert hat, weil die Veräußerung der Aktien den Wertverwässerungsschaden der Aktien nicht berührt. Dies gilt jedenfalls dann, wenn neben den Anteilen auch der Anspruch auf bare Ausgleichszahlung auf den Erwerber übergeht.

Der im Gesetzgebungsverfahren zunächst angedachte Freistellungsanspruch der Aktiengesellschaft gegen den Inferenten, damit die Gesellschaft die mit dem Barausgleich verbundenen Kosten nicht dauerhaft tragen muss, wurde nach erheblicher Kritik und nach der Beschlussempfehlung des Finanzausschlusses zu Recht wieder fallengelassen. Ein Freistellungsanspruch hätte zu einem vollen Bewertungsrisiko des Inferenten geführt, was sich aller Voraussicht nach zu einem neuen Hemmnis der ordentlichen (Sach-) Kapitalerhöhung entwickelt hätte. Der Inferent ist nunmehr, wie bislang, lediglich der Differenzhaftung ausgesetzt und damit dem Risiko, dass die von ihm eingebrachte Sacheinlage einen zu geringen Wert aufweist. Er wird hingegen nicht dem Risiko ausgesetzt, dass die übernehmende Aktiengesellschaft einen höheren Wert hat als angenommen. Die der Emittentin mit der Barausgleichspflicht überlassene Kostenlast wird dadurch abgemildert, dass der Gesetzgeber neben der Barausgleichspflicht die Möglichkeit geschaffen hat, den Ausgleich durch die Gewährung von Aktien zu bewerkstelligen (§ 255a AktG).

II. Anwendungsbereich der Neukonzeption

Im unmittelbaren Anwendungsbereich der Neukonzeption liegen die ordentliche Bar- und Sachkapitalerhöhung. Zweifelsfrei steht jedoch die ordentliche Sachkapitalerhöhung im Fokus der Neukonzeption. Die Sachkapitalerhöhung ist einem doppelten Bewertungsrisiko ausgesetzt: Sie erfordert einerseits die Bewertung der gewährten Aktien und andererseits die Bewertung der Sacheinlage. Aus diesem Grund war die ordentliche Sachkapitalerhöhung im Falle der Erhebung einer Bewertungsrüge nach alter Rechtslage einem besonderen Blockaderisiko ausgesetzt. In der Folge wurde in der Praxis die volumenmäßig unbegrenzte Sachkapitalerhöhung als Transaktionsmöglichkeit regelmäßig von Anfang an verworfen. Stattdessen griffen die Unternehmen zur Finanzierung von Unternehmenskäufen auf das genehmigte Kapital zurück, das allerdings wegen der volumenmäßigen Begrenzung auf 50 % des Grundkapitals für großvolumige Transaktionen häufig nicht ausreichte. Das Schattendasein der ordentlichen Sachkapitalerhöhung hat nicht zu verharmlosende volkswirtschaftliche Auswirkungen. Unternehmenskauf-Transaktionen werden dadurch entweder als reine Bartransaktionen ausgestaltet, wodurch die neu gebildete Unternehmensgruppe deutlich geschwächt aus der Transaktion hervorgeht, oder unterbleiben oftmals schlicht mangels rechtssicheren Rückgriffs auf Aktien als Transaktionswährung. Die Neukonzeption des Wertverwässerungsschutzes verfolgt daher das Ziel, die ordentliche Sachkapitalerhöhung aus ihrer Bedeutungslosigkeit zu befreien, um den Aktiengesellschaften den volumenmäßig unbegrenzten Einsatz von Aktien als Transaktionswährung zu ermöglichen.

Im Gesetzgebungsverfahren wurde intensiv erörtert, ob die neue Schutzkonzeption auch im Falle des vereinfachten Bezugsrechtsausschlusses nach § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG greifen sollte. In einem recht dynamischen Gesetzgebungsverfahren wurde letztlich die Nichteinbeziehung beschlossen. Die verbleibende Rechtsschutzlücke kann zumindest teilweise durch die Anwendung des Gleichbehandlungsgebots geschlossen werden. Der Ausschluss des vereinfachten Bezugsrechtsausschlusses vom Anwendungsbereich der Neukonzeption wirft mit Blick auf die in § 255 Abs. 5 AktG eingeführte marktorientierte Bewertungsregelung anhand des Börsenkurses die berechtigte und bereits viel diskutierte Frage auf, ob den vom Bezugsrecht ausgeschlossenen Aktionäre zumindest in den Fällen ein Rechtsschutz zur Seite steht, in denen der Börsenkurs nach dem in § 255 Abs. 5 Satz 3 AktG zum Ausdruck kommenden Willen des Gesetzgebers nicht belastbar ist, also bei einer unterbliebenen oder fehlerhaften Ad-hoc-Publizität, einer Marktmanipulation oder einer außerordentlichen Marktengung. Nach dem Wortlaut des § 255 Abs. 4 AktG soll den Aktionären offenbar selbst in diesen Fällen ein Rechtsschutz versagt werden, was zur meistkritisiertesten Schwachstelle der Neukonzeption des Wertverwässerungsschutzes geführt hat. Diese „*normative Schieflage*“ wird durch eine analoge Anwendung des § 255 Abs. 5 Satz 3 AktG zu lösen sein. Aufgrund des inneren Gerechtigkeitsgehalts muss die in § 255 Abs. 5 Satz 3 AktG enthaltene Ausnahmeregelung auch beim vereinfachten Bezugsrechtsausschluss greifen, weil der Gesetzgeber damit unmissverständlich zum Ausdruck bringt, dass in den statuierten Ausnahmefällen der Börsenkurs ausnahmsweise nicht allein maßgeblich sein kann. Den betroffenen Aktionären wird daher auch beim vereinfachten Bezugsrechtsausschluss der Einwand zuzugestehen sein, dass der Börsenkurs nicht hinreichend im Sinne des § 255 Abs. 5 Satz 3 AktG belastbar ist. De lege ferenda sollte dies gesetzlich klargestellt werden.

Das genehmigte Kapital ist, wie bislang, grundsätzlich nicht in den Schutzbereich des Wertverwässerungsschutzes nach § 255 AktG einbezogen. Entgegen der gesetzgeberischen Begründung kann dies allerdings nicht mittels der „*Surrogattheorie*“ mit einer ansonsten bestehenden Systemwidrigkeit begründet werden. Das Spruchverfahren ist ein von der Anfechtungsklage völlig losgelöstes gerichtliches Kontrollverfahren und eine Einbeziehung des genehmigten Kapitals in die Neukonzeption wäre grundsätzlich möglich gewesen.

Rechtspolitisch betrachtet entspricht die Nichteinbeziehung jedoch der Zielsetzung des ZuFinG, Eigenkapitalmaßnahmen zu erleichtern.

III. Bewertungsmaßstab für Ausgleich

Für den beim Ausgleichsanspruch anzusetzenden Bewertungsmaßstab kann auf die bisherigen Bewertungsgrundsätze nach alter Rechtslage zurückgegriffen werden. Die danach durchzuführende zweistufige Prüfung erfordert in einem ersten Schritt die Ermittlung des Werts der gewährten Aktien und des Einlagegegenstandes und in einem zweiten Schritt die Betrachtung der angemessenen Werterelation. Die Angemessenheit der Werterelation ist zum Zeitpunkt der vertraglichen Festlegung der Umtauschrelation durch den Vorstand zu beurteilen.

Dem Vorstand verbleibt, wie bislang, ein im Vergleich zu Squeeze-out und zum Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag weiter unternehmerischer Beurteilungsspielraum. De lege ferenda sollte der Gesetzgeber, um eine einheitliche Spruchpraxis der Gerichte zu gewährleisten, diesen weiten unternehmerischen Einschätzungsspielraum ausdrücklich statuieren.

IV. Verweisung ins Spruchverfahren, § 255 Abs. 7 AktG

Der Gesetzgeber hat die Überprüfung des Ausgleichsanspruchs in das Spruchverfahren verwiesen. Er hat damit erfreulicherweise nicht die Fehler des Delisting-Verfahrens wiederholt und nicht auf den nachteilhaften zivilprozessualen Rechtsschutz zurückgegriffen (vgl. § 39 Abs. 3 BörsG). Das Spruchverfahren ist aufgrund der für die betroffenen Aktionäre günstigeren Beweislastverteilung (§ 17 Abs. 1 SpruchG i.V.m. § 26 FamFG), der antragstellerfreundlichen Kostentragungsregelung (§ 15 SpruchG) und der inter-omnes-Wirkung das besser geeignete Rechtsschutzverfahren. Für das Delisting ist eine entsprechende Änderung des § 39 Abs. 3 BörsG durch den am 27. November 2024 beschlossenen Regierungsentwurf eines Zweiten Gesetzes zur Finanzierung von zukunftssichernden Investitionen (Zweites Zukunftsfinanzierungsgesetz, ZuFinG II) deshalb bereits in Betracht gezogen worden (§ 39 Abs. 3 Satz 7 BörsG-E).

Die Verweisung der Bewertungsfragen in das Spruchverfahren beinhaltet indes eine für den Inferenten einseitig benachteiligende Risikoverteilung. Bei Feststellung einer erhöhten Werthaltigkeit seiner Einlage findet kein Ausgleich zu seinen Gunsten statt. Das Umtauschverhältnis kann damit immer nur zulasten des Inferenten, nicht aber zulasten der Altaktionäre korrigiert werden. Die Verweisung ins Spruchverfahren kann wegen der antragstellerfreundlichen Kostenfolge des § 15 SpruchG auch von opponierenden Aktionären zum Nachteil der Gesellschaft ausgenutzt werden. Da außerhalb der Bewertungsrüge eine Beschlussanfechtung bei sonstigen Beschlussmängeln möglich bleibt, kann es zudem zu einer Dichotomie der Rechtsschutzverfahren in Form eines neben dem Spruchverfahren stattfindenden Anfechtungsverfahrens kommen. Die Einführung eines Wahlrechts der Gesellschaft zwischen den beiden Rechtsschutzsystemen ist vom Gesetzgeber dennoch zu Recht abgelehnt worden, weil dies einen Fremdkörper im aktienrechtlichen Rechtsschutzsystem bedeutet hätte.

V. Ausgleich in Aktien, § 255a AktG

Die anstelle des Barausgleichs nach § 255 Abs. 4 AktG vorgesehene alternative Möglichkeit eines Ausgleichs in Aktien ist wegen der Schonung der Gesellschaftsliquidität im

Unternehmensinteresse. Die Gewährung zusätzlicher Aktien kann durch Übertragung eigener Aktien, durch Ausnutzung eines genehmigten Kapitals oder durch eine weitere Sachkapitalerhöhung (§ 255b AktG) erfüllt werden. Der Gesetzgeber hat eine „*Alles-oder-Nichts*“-Lösung geschaffen, d.h. entweder findet der Ausgleich in bar oder in Aktien statt. Die Zulässigkeit eines kombinierten Bar- und Aktienausgleichs hätte für die Gesellschaft mehr Flexibilität gebracht. Die Gesellschaft trägt das Beschaffungsrisiko für die Gewährung der zusätzlichen Aktien (§ 255a Abs. 7 AktG). Bei der Beschlussfassung über eine weitere Sachkapitalerhöhung kann es bei einer Änderung der Mehrheitsverhältnisse nach Abschluss des Spruchverfahrens allerdings an der erforderlichen Hauptversammlungsmehrheit fehlen. De lege ferenda sollte der Gesetzgeber auch den Einsatz von bedingtem Kapital für die Beschaffung der zusätzlichen Aktien zulassen. Dies hätte im Vergleich zur Ausnutzung eines genehmigten Kapitals den Vorteil, dass es ohne Fristbindung zur Beschaffung der zusätzlichen Aktien ausgenutzt werden könnte.

Die Gesellschaft muss die Ausgleichsart bereits im Kapitalerhöhungsbeschluss festlegen. Ziel der frühen Festlegungspflicht ist es, zu verhindern, dass die Gesellschaft das ihr zustehende Wahlrecht erst nach Abschluss des Spruchverfahrens ausübt. Muss sich die Hauptversammlung bereits im Kapitalerhöhungsbeschluss für einen Ausgleich in Aktien entscheiden, hat dies wirtschaftlich betrachtet zur Folge, dass die anspruchsberechtigten Aktionäre sowohl an den Risiken als auch an den Chancen der zwischenzeitlichen Kursentwicklung der Aktien teilhaben, weil es für den Ausgleichsanspruch auf die Wertverhältnisse am (ggf. lange zurückliegenden) Bewertungsstichtag ankommt. Die Pflicht zur frühen Festlegung ist für die Gesellschaft allerdings nachteilhaft, weil sie damit das Risiko der zwischenzeitlichen Entwicklung der Aktie trägt. Das wird dazu führen, dass die Ersetzungsbefugnis für die Gesellschaft a priori wenig attraktiv sein wird.

Die in § 255a AktG enthaltenen vereinzelt Regelungen zur Anpassung des Anteilsgewährungsanspruchs an veränderte Umstände sind Folge der Grundidee des Gesetzgebers, die Altaktionäre beim Ausgleich in Aktien möglichst genau so zu stellen, wie sie bei von Anfang an angemessenem Umtauschverhältnis gestanden hätten. Die für nachfolgende Umwandlungsmaßnahmen normierte Fortsetzung des Anteilsgewährungsanspruchs kann zumindest bei mehrfachen nachfolgenden Umwandlungsmaßnahmen zu komplexen Folgen führen. Es bleibt auch unklar, wie sich ein etwaiges (weiteres) Spruchverfahren zu einer nachfolgenden Umwandlungsmaßnahme zu dem Spruchverfahren aus der zeitlich früheren Kapitalerhöhung verhält. Die für zwischenzeitliche (weitere) Kapitalmaßnahmen vorgesehenen Anpassungsregelungen sind zum einen unvollständig ausgefallen und können zum anderen auch zu praktischen Umsetzungsschwierigkeiten führen, weil eine Trennung der Aktien, die vor und nach der (ersten) Kapitalerhöhung bestanden haben, erforderlich wird.

Ist der anspruchsberechtigte Aktionär zwischenzeitlich in Folge einer Strukturmaßnahme (etwa nach §§ 29 ff. UmwG, § 207 UmwG, § 313 UmwG, § 327 UmwG, §§ 327a ff. AktG) aus der Gesellschaft ausgeschieden, erhält dieser anstelle des Ausgleichs in Aktien eine Entschädigung in Geld, § 255a Abs. 4 AktG. Der Gesetzeswortlaut gibt Anhaltspunkte, dass diese nur gelten soll, wenn der Aktionär seine gesamten Aktien aufgegeben oder verloren hat. Es sind jedoch keine Gründe ersichtlich, weshalb die Entschädigungsregelung nicht auch bei einem teilweisen Ausscheiden greifen sollte.

VI. Kapitalerhöhung zur Beschaffung der zusätzlichen Aktien, § 255b AktG

Der Gesetzgeber ordnet bei der Kapitalerhöhung zur Schaffung der zusätzlichen Aktien die Sacheinlagefähigkeit des Anspruchs auf Gewährung der zusätzlichen Aktien an (§ 255b Abs. 1

Satz 2 AktG). Diese rechtliche Konstruktion ist dogmatisch bedenklich, weil sie in einem Spannungsverhältnis zum auch unionsrechtlich vorgegebenen Gebot der effektiven Kapitalaufbringung (Art. 46 GesR-RL) steht. Die Befreiung von einem Anspruch auf Gewährung zusätzlicher Aktien bewirkt keinen Kapitalzufluss. Eigene Aktien haben für die Gesellschaft keinen Wert. Sie sind wertlose Rechtshülsen, die der Gesellschaft ein Vermögen zuweisen, das sie ohnehin bereits hat. Mithin kann auch dem Anspruch auf Lieferung dieser Aktien kein Wert zugewiesen werden. Der erforderliche Wertzufluss könnte allenfalls in dem eingesparten Beschaffungsaufwand gesehen werden, was allerdings die ergänzende Fiktion erfordert, dass die Gesellschaft die Aktien ansonsten auf dem Markt kaufen würde. In Folge des zweifelhaften dogmatischen Ansatzes stellt sich auch die gesetzlich vorgesehene Erforderlichkeit einer Sacheinlageprüfung als widersprüchlich dar, weil die Kapitalerhöhung nach § 255b AktG nicht der Kapitalbeschaffung dient. De lege ferenda sollte das dogmatisch zweifelhafte Konzept der Sacheinlagefähigkeit des Anspruchs auf Gewährung der zusätzlichen Aktien überarbeitet und das Instrument einer (disproportionalen) Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln, wie bereits aus dem österreichischen Aktienrecht bekannt, entwickelt werden.

D. Marktorientierte Bewertungsregelung, § 255 Abs. 5 AktG

In bewertungsrechtlicher Hinsicht bringt das ZuFinG mit der Einführung einer marktorientierten Bewertungsregelung anhand des Börsenkurses (§ 255 Abs. 5 AktG) eine bedeutungsvolle Zäsur.

I. Hintergrund der Einführung

Zur Bestimmung der Höhe der auch bei anderen Strukturentscheidungen und im Übernahmerecht zu leistenden Abfindungs- bzw. Ausgleichszahlung wurde bislang nahezu ausschließlich auf komplexe Fundamentalwertverfahren zurückgegriffen. Der Gesetzgeber hat sich in den Jahrzehnten vor dem ZuFinG trotz zahlreicher Aufforderungen nicht damit beschäftigt, ob und welche Bedeutung der Börsenkurs bei der Unternehmensbewertung haben kann. Die höchstrichterliche Rechtsprechung, die das Recht der Unternehmensbewertung traditionell stark prägt, hat zuletzt eine deutliche Öffnung zur Heranziehung des Börsenkurses als Bewertungsgrundlage erkennen lassen (BGH, Beschlüsse vom 21. Februar 2023 - II ZB 12/21-WCM/TLG und vom 31. Januar 2024 - II ZB 5/22-KabelDeutschland/Vodafone).

II. Neue Börsenkursregelung, § 255 Abs. 5 Satz 1 AktG

§ 255 Abs. 5 Satz 1 AktG bestimmt, dass bei börsennotierten Gesellschaften der Wert der gewährten Aktien ihrem Börsenkurs entspricht. Der Wert des Unternehmens und daraus abgeleitet der Wert der gewährten Aktien muss damit nicht mehr aus Fundamentalwerten berechnet werden, sondern die Fundamentalbewertung wird im Regelfall, vorbehaltlich typisierter Fälle fehlerhafter Marktpreisbildung nach § 255 Abs. 5 Satz 3 AktG, durch die Marktbewertung ersetzt.

Die Vorteile der börsenkursorientierten Bewertung der gewährten Aktien liegen in der damit einhergehenden Rechtssicherheit und Verfahrenseffizienz bei Prüfung der Angemessenheit des Einlagewerts (§ 255 Abs. 4 AktG). Rechtssicherheit folgt daraus, dass mit der Einführung der Börsenkursbewertung eine im Vergleich zu Fundamentalwertverfahren leicht berechenbare und damit einfachere Bewertungsregelung greift. Dies führt auch zur gewünschten

Verfahrenseffizienz im Spruchverfahren, das durch den erlaubten Rückgriff auf den Börsenwert und den Wegfall der Fundamentalbewertung erheblich verschlankt und verkürzt wird.

Die Implementierung der Bewertungsregelung wirft die Frage auf, in welchem Verhältnis die Angemessenheitsprüfung (§ 255 Abs. 4) und die Börsenkurregelung (§ 255 Abs. 5) stehen. Es stellt sich die Frage, ob die Aktiengesellschaft bei Festlegung der Umtauschrelation zwingend an die Bewertung anhand des Börsenkurses gebunden ist. Nach zutreffender Ansicht handelt es sich bei der Börsenkursregelung und der Angemessenheitsprüfung um getrennt voneinander zu betrachtende Tatbestände. Die in § 255 Abs. 5 Satz 1 und Satz 2 AktG enthaltene Einwendung der börsenkursnahen Aktienaussgabe ist nach der Zielrichtung des ZuFinG ersichtlich als Privilegierung ausgestaltet. Den Altaktionären soll der Einwand abgeschnitten werden, dass der „wahre“ Wert der Aktie höher ist als der Börsenwert. Für die Gesellschaft besteht keine Verpflichtung zur Bewertung der gewährten Aktien auf Grundlage des Börsenkurses. Die Umtauschrelation kann auch angemessen sein, wenn die gewährten Aktien aus nachvollziehbaren Gründen mit einem Betrag unterhalb des Börsenkurses angesetzt werden. Bei der Börsenkursregelung handelt es sich damit um eine „Safe-Harbor“-Regelung, auf die die Gesellschaft hilfsweise rekurren und in deren Anwendungsbereich die Angemessenheit des Ausgabebetrags stets unterstellt werden kann.

III. Entfallen des Ausgleichsanspruchs, § 255 Abs. 5 Satz 2 AktG

§ 255 Abs. 5 Satz 2 AktG enthält die normative Verknüpfung der Börsenkursregelung zum neuen Rechtsschutzregime. Danach entfällt der Ausgleichsanspruch nach § 255 Abs. 4 AktG, wenn der Ausgabebetrag den maßgeblichen Börsenkurs nicht wesentlich unterschreitet. Nach der Gesetzesbegründung soll für das Tatbestandsmerkmal der „nicht wesentlichen“ Unterschreitung auf die zu § 186 Absatz 3 Satz 4 AktG entwickelten Grundsätze zurückgegriffen werden. Zur Sicherstellung von Transaktionen, die, wie bei Unternehmenserwerben, regelmäßig die Einräumung eines Premium auf den Börsenkurs der Zielgesellschaft erforderlich machen, ist dem Vorstand jedoch eine über die zu § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG entwickelten Grundsätze darüberhinausgehende Einschätzungsprärogative zuzugestehen.

IV. Ausnahmeregelung, § 255 Abs. 5 Satz 3 AktG

Das Gesetz enthält in § 255 Abs. 5 Satz 3 AktG eine Ausnahmeregelung, nach der nach den Vorstellungen des Gesetzgebers nicht auf den Börsenkurs als Bewertungsgrundlage zurückgegriffen werden kann. Die kasuistische Ausgestaltung der Regelung orientiert sich ersichtlich am Vorbild der Abfindungsregeln beim Delisting in § 39 Abs. 3 Satz 3 und 4 BörsG. Sie enthält drei Ausnahmen von der Maßgeblichkeit des Börsenkurses: die Verzerrung des Kurses durch fehlende oder fehlerhafte ad-hoc-Publizität, Marktmanipulation und besondere Marktenge. Mit dieser engen kasuistischen Ausgestaltung hat der Gesetzgeber bedauerlicherweise den bereits im Delisting erkannten Reformbedarf in das Kapitalerhöhungsrecht übertragen. Die Delisting-Fälle Rocket Internet und GameStop haben gezeigt, dass es Sachverhalte außerhalb der geregelten Fallgruppen geben kann, bei denen auf die Aussagekraft des Börsenkurses nicht vertraut werden kann. Eine flexiblere Ausgestaltung der Ausnahmeregelung hätte daher nahegelegen.

Die Börsenkursregelung stellt zudem bedenklich geringe Anforderungen an die Aussagekraft des Börsenkurses, die unter den bislang von der Rechtsprechung gestellten Anforderungen an die Aussagekraft bei Heranziehung des Börsenkurses als Schätzgrundlage liegen. Die

Aussagekraft des Börsenkurses soll, wie bei der Heranziehung des Börsenkurses als Deinvestitionswert, allein an den in § 5 Abs. 4 WpÜGAngebV enthaltenen Kriterien gemessen werden. Die Rechtsprechung stellt bei anderen Abfindungsanlässen, wie etwa bei einem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag oder einem Squeeze-out, hingegen nur dann auf den Börsenkurs als alleinige Schätzgrundlage ab, wenn weitere Anhaltspunkte für einen aussagekräftigen Börsenkurs sprechen. De lege ferenda sollte der Gesetzgeber daher die in § 255 Abs. 5 Satz 3 AktG enthaltene Ausnahmeregelung durch Einführung einer Generalklausel flexibler ausgestalten und die an die Aussagekraft des Börsenkurses zu stellenden Anforderungen erhöhen.

V. Berechnung des Börsenkurses, § 255 Abs. 5 Satz 4 und 5 AktG

Die Regelung zum maßgeblichen Referenztag zur (rückwirkenden) Berechnung des zugrunde zulegenden Durchschnittsbörsenkurses (3 Monate) ist für die im Fokus des Wertverwässerungsschutzes stehenden typischen Fallgestaltungen der Sachkapitalerhöhung zu unpräzise ausgefallen. Die Gesetzesmaterialien schweigen dazu, was unter dem Tag, der der Entscheidung über die Ausgabe der neuen Aktien vorausgeht (§ 255 Abs. 5 Satz 4 AktG), zu verstehen ist. Maßgeblicher Referenztag für die Berechnung der Dreimonatsfrist muss regelmäßig der Zeitpunkt der Festlegung der Umtauschrelation sein, weil andernfalls die Regelung kaum praktisch umsetzbar wäre.

Die Stichtagskursregelung (§ 255 Abs. 5 Satz 5 AktG) trägt dem Umstand Rechnung, dass eine Kapitalerhöhung nur praktikabel durchführbar ist, wenn der Ausgabebetrag unter dem aktuellen Börsenkurs liegt. Der periodische Referenzwert kann sich bei einer höheren Volatilität weit vom Stichtagskurs entfernen. Bei sinkenden Kursen führt das zu einem Platzierungsrisiko.

E. Fazit

Das Fazit zur Bewertung der mit dem ZuFinG gebrachten Neuerungen fällt durchwachsen aus. Die grundsätzliche Zielrichtung des ZuFinG, die Eigenkapitalaufnahme von Aktiengesellschaft zu erleichtern, ist zu begrüßen. Punktuell sind dem Gesetzgeber einige bedeutsame Erleichterungen gelungen, etwa die Ausdehnung des in der Praxis überaus beliebten vereinfachten Bezugsrechtsausschlusses und die Stärkung der ordentlichen Sachkapitalerhöhung durch die Neukonzeption des Wertverwässerungsschutzes. Zu konstatieren ist indes, dass der Rechtsrahmen weiterhin, insbesondere auch im europäischen Vergleich, deutlich hinter dem zurückbleibt, was auch unionsrechtlich möglich gewesen wäre, etwa eine (bedeutsame) Erhöhung der Volumengrenze des genehmigten Kapitals oder eine Beschränkung des Bezugsrechts auf Barkapitalerhöhungen. Mit der bloß punktuellen Reform hat dem Gesetzgeber letztlich der Mut zu einer umfassenden Gesamtreform im Recht der Kapitalerhöhung gefehlt.