Unternehmensfinanzierung und Finanzverfassung der Aktiengesellschaft

Tim Drygala

Inhaltsübersicht

I. Einleitung 41
II. Historischer Rückblick 42
1. Solidität vor Innovation 42
2. Die nachfolgende Entwicklung 45
3. Übergang zur Permanenzreform 46
a) Schwerfälligkeit des Gesetzgebungsverfahrens und Innovationsfähigkeit des deutschen Rechts 47
b) Deregulierung durch Rechtsprechung 49
c) Einfluss des Kapitalmarkts 49
aa) „Verstecken" von Gewinnen im Konzern 50
bb) Akzeptanz des genehmigten Kapitals 51
III. Ausblick 51
1. Sachliche Rechtfertigung – ein Auslaufmodell? 52
2. Generalreform der Kapitalaufbringung und Kapitalerhaltung 55
a) Systematische Bedenken 55
b) Zunehmende Regelungskonflikte 56
c) Komplexität der Regelung 57
d) Konsequenzen 57
IV. Zusammenfassung 60

I. Einleitung

Blickt man auf die Entwicklung der Aktiengesellschaft in den letzten 50 Jahren, ist es naheliegend, gerade auch die Finanzverfassung in den Blick zu nehmen. Denn sie betrifft den zentralen Zweck der Aktiengesellschaft als Rechtsform, nämlich als Kapitalsammelstelle für größere Unternehmen mit hohem Kapitalbedarf zu fungieren.[1] Die Bedeutung des Rechtsgebiets zeigt sich insofern nicht zuletzt daran, dass es inzwischen unter dem neudeutschen Titel „Corporate Finance" zu einer Subdisziplin des Aktienrechts mit eigenen Handbüchern und Zeitschriften geworden ist. Daraus ergibt sich jedoch auch, dass das Themengebiet dieses Beitrags denkbar weit ist. Es umfasst die Fragen der Kapitalaufbringung und Kapitalerhaltung, den Rückerwerb

1 So bereits *Passow,* Die Aktiengesellschaft, 2. Aufl. 1922, S. 45 ff.; *Bausch/Götz,* AG 2001, 251, 253; *Teichmann* AG 2004, 67, 77; *Schulz,* AG 1996, 260; *Henssler/Wiedemann*, in: Bayer/Habersack, Aktienrecht im Wandel, Bd. 2, 2007, II. S. 13 f.; für die nichtbörsennotierte AG *Bayer/Hoffmann*, AG 2008, R379, R380.

eigener Aktien, die Probleme rund um die Kapitalerhöhung und das Bezugsrecht, jeweils unter Einschluss des bedingten und des genehmigten Kapitals, die Begebung von Wandel- und Optionsanleihen sowie schließlich Fragen der Selbstfinanzierung und Gewinnverwendung mit ihren Bezügen zum Recht der Rechnungslegung. Eine vollständige Behandlung ist weder im Vortrag noch im Rahmen dieses Beitrags möglich. Der Beitrag wird sich daher darauf beschränken, einige große Linien in ihrer Entwicklung seit dem Inkrafttreten des Aktiengesetzes 1965 nachzuzeichnen und daraus einige Gedanken zur weiteren Entwicklung in der Zukunft abzuleiten.

Speziell in Bezug auf das Recht der Rechnungslegung muss dabei die Bemerkung genügen, dass sich die damalige Situation mit der heutigen kaum noch vergleichen lässt. Nicht nur wurde 1965 noch nicht an internationale Rechnungslegungsstandards gedacht, auch die inhaltliche Problemlage hat sich völlig verschoben. Damals überwog die Befürchtung, dass sich Aktiengesellschaften bilanziell „ärmer" darstellen könnten als sie tatsächlich sind, und dass sie sich vor allem mit Hilfe stiller Reserven und bilanzieller Wahlrechte der Forderung nach Ergebnistransparenz und Erfolgskontrolle des Managements entziehen.[2] Heute stehen wir vor dem Problem, dass eine primär an den Bedürfnissen des Kapitalmarkts orientierte Rechnungslegung Raum für kreative Bilanzgestaltung bietet[3] und deshalb Bedenken in Bezug auf eine wirksame Ausschüttungsbegrenzung ausgesetzt ist,[4] also genau vor der umgekehrten Frage. Hier hat in den vergangenen 50 Jahren eine veritable Polverschiebung stattgefunden.

II. Historischer Rückblick

1. Solidität vor Innovation

Angesichts der 50 Jahre, die seit dem Inkrafttreten des Aktiengesetzes vergangen sind, stellt sich die Frage, inwieweit das Aktienrecht den Anforderungen des modernen Kapitalmarkts und seiner weiterentwickelten Finanzierungstechniken noch gewachsen ist. Bei einem Rückblick auf das Jahr 1965 ergibt sich folgendes Bild:

Betrachtet man die Regelungen des Aktiengesetzes von 1965 im Vergleich mit dem Vorgänger von 1937, so kann man unschwer feststellen, dass im Bereich der Finanzverfassung und Unternehmensfinanzierung seinerzeit keine grundlegende Veränderung stattgefunden hat. Im Gegenteil, die zentralen Regeln zum System des festen Kapitals konnten ohne Weiteres auf dem aufbauen, was bereits im Aktiengesetz 1937 vorhanden war. Änderungen, sofern man sie überhaupt feststellen kann, betrafen klei-

2 *Kropff,* Aktiengesetz, 1965, Begr. RegE, Vorbem. z. Fünften Teil, S. 217.

3 *Seibert*, in: Henn/Frodermann/Jannott, Handbuch des Aktienrechts, 8. Aufl. 2009, S. 13.

4 Vgl. *Küting/Lorson/Eichenlaub/Toebe,* GmbHR 2011, 1; *Fuchs/Stibi*, BB 2007, 93; *v. Dryander/Niggemann,* in: Hölters, Aktiengesetz, 2. Aufl. 2014, Vor § 186 AktG, Rz. 33; *Verse,* in: VGR (Hrsg.), Gesellschaftsrecht in der Diskussion, Band 15, 2010, S. 91 f., jeweils m.w.N.

nere Punkte, wie etwa die Regelung der Bauzinsen in § 57 Abs. 3 AktG.[5] Im Bereich der Kapitalerhöhung und des Bezugsrechts ist als wesentliche Neuerung die Regelung des mittelbaren Bezugsrechts in § 186 Abs. 5 AktG zu nennen.[6] Auch das bedingte und das genehmigte Kapital waren dem Aktienrecht 1937 bereits bekannt[7] und wurden in das neue Gesetz übernommen. Hier gab es einige kleinere Änderungen, die vor allem mit der Erleichterung der Arbeitnehmerbeteiligung am Kapital der Aktiengesellschaft zu tun hatten.[8]

Etwas lebhafter war die Diskussion zum Rückerwerb eigener Aktien[9] und zur Frage der Gewinnverwendung.[10] Die Regelung zum Rückerwerb neuer Aktien wurde im Aktiengesetz 1965 neu systematisiert. Dabei wurde der Katalog der Ausnahmen, in denen der grundsätzlich verbotene Rückerwerb eigener Aktien doch möglich ist, gegenüber dem Aktiengesetz von 1937 leicht erweitert; insbesondere der Erwerb zum Zweck der Abfindung ausscheidender Aktionäre kam neu in den Katalog.[11] Der vor 1965 bestehende Meinungsstreit um den Erwerb im Wege der Gesamtrechtsnachfolge wurde dahingehend klargestellt, dass eine Ausnahme vom Erwerbsverbot zu bejahen ist.[12] Kontrovers diskutiert wurde, ob Kreditinstituten gestattet werden sollte, in Ausübung ihres Gewerbes eigene Aktien zu handeln.[13] Dies wurde vom Gesetzgeber letztlich abgelehnt, da er die mit dem Erwerb eigener Aktien verbundenen Gefahren bei Kreditinstituten für besonders relevant hielt.[14] Auch der Gedanke der Systemrelevanz der Banken scheint in der Gesetzesbegründung an dieser Stelle auf. Sie belegt zudem

5 Dazu *Godin/Wilhelmi*, Aktiengesetz, Bd. 1, 3. Aufl. 1967, § 57 AktG, Anm. 10; *Lutter*, in: KK-AktG, Bd. 1, 1. Aufl. 1970, § 57 AktG, Rz. 27 ff.; *Barz*, in: Großkomm. AktG, Bd. 1, 3. Aufl. 1972, § 57 AktG, Rz. 27 ff.

6 Begr. RegE bei *Kropff*, Aktiengesetz, 1965, S. 294 f.; *Godin/Wilhelmi,* Aktiengesetz, Bd. 2, 3. Aufl. 1967, § 186 AktG, Anm. 10; *Bungeroth*, in: Geßler/Hefermehl/Eckardt/Kropff, § 186 AktG, Rz. 153 ff.; *Wiedemann*, in: Großkomm. AktG, Bd. 3, 3. Aufl. 1973, § 186 AktG, Anm. 15.

7 Das genehmigte Kapital war geregelt in § 169 Abs. 1 AktG 1937, dazu *Schlegelberger/Quassowski*, Aktiengesetz, 2. Aufl. 1937, § 169 AktG, Rz. 1 ff.; *Baumbach/Hueck,* Aktiengesetz, 11. Aufl. 1961, Einführung zu §§ 169–173 AktG, *Würdinger*, Aktienrecht, 1959, § 32; das bedingte Kapital war normiert in § 159 ff. AktG 1937, dazu *Baumbach/Hueck*, Aktiengesetz, 11. Aufl. 1961, Einführung zu §§ 159–168 AktG; *Schlegelberger/Quassowski*, Aktiengesetz, 2. Aufl. 1937, § 159 AktG, Rz. 1 ff.; *Würdinger*, Aktienrecht, 1959, § 34.

8 Zur Entwicklung der Mitarbeiterkapitalbeteiligung *Wagner,* BB Beilage 1995, Nr. 7, 1.

9 *Ballerstedt*, Kapital, Gewinn und Ausschüttung bei Kapitalgesellschaften, 1949, S. 132 ff.; *Schön*, Geschichte und Wesen der eigenen Aktien, 1939, S. 38 ff.; *Flechtheim*, BankA 1931/1932, S. 65 f.; zur historischen Entwicklung *Johannsen-Roth*, Der Erwerb eigener Aktien, 2001, S. 94 ff.

10 *Kropff*, Aktiengesetz, 1965, S. 75 ff.

11 § 71 I Nr. 3 AktG 1965, dazu Begr. RegE bei *Kropff*, Aktiengesetz, 1965, S. 91; *Barz*, in: Großkomm. AktG, Bd. 1, 3. Aufl. 1972, § 71 AktG, Anm. 15 ff.; *Godin/Wilhelmi,* Aktiengesetz, Bd. 1, 3. Aufl. 1967, § 71 AktG, Anm. 7; *Lutter*, in: KK-AktG, Bd. 1, 1. Aufl. 1970, § 71 AktG, Rz. 26 ff.

12 Begr RegE bei *Kropff*, Aktiengesetz, 1965, S. 91; zum Meinungsstreit *Godin/Wilhelmi*, 2. Aufl. 1950, § 65 AktG, Anm. 1.

13 Vgl. Begr RegE bei *Kropff*, Aktiengesetz, 1965, S. 91.

14 Begr RegE bei *Kropff*, Aktiengesetz, 1965, S. 91.

eine auch ansonsten anzutreffende vorsichtige Grundhaltung des Gesetzgebers von 1965, der hier, aber auch an anderen Stellen, von mehreren in Betracht kommenden Regelungen im Zweifel die restriktivere gewählt hat. Damit wurde ein Stück weit der Verlässlichkeit und Solidität der Unternehmensfinanzierung höheres Gewicht eingeräumt als der Bewegungsfreiheit der Unternehmen in Finanzierungsfragen. Betrachtet man jedoch die heutige Fassung des Gesetzes, erkennt man ohne Weiteres, dass die damalige Entscheidung nicht bis heute überdauert hat: Die 1965 noch abgelehnte Aufnahme einer Ausnahme für den Eigenhandel von Banken hat es 1998 doch noch ins Gesetz geschafft.[15]

Kontrovers diskutiert wurden 1965 auch die Fragen der Gewinnverwendung und der Gewinntransparenz bei der Aktiengesellschaft.[16] Diese Diskussion wurde insbesondere vor dem Hintergrund des seinerzeitigen Rechnungslegungsrechts geführt, das in weit stärkerem Maße als heute die Bildung der sogenannten stillen Reserven erlaubte.[17] Das Stichwort von den „gläsernen, aber verschlossenen Taschen[18]“ ist in diesem Zusammenhang dem einen oder anderen vielleicht noch in Erinnerung, obwohl sich dieser Vorschlag – maximale Transparenz bei weitgehender Ausschüttungskompetenz der Verwaltung – letztlich nicht durchgesetzt hat. Denn das Aktiengesetz 1965 hat weder die Möglichkeit zur Bildung stiller Reserven vollständig beseitigt, noch die Ausschüttungsentscheidung gänzlich in die Hand der Verwaltung gelegt. Die genaue Ausgestaltung der Regelung wurde im Rechtsausschuss durchaus kontrovers diskutiert.[19] Letztlich wurde mehrheitlich ein Kompromiss akzeptiert, nach dem die Verwaltung im Grundsatz dazu ermächtigt ist, höchstens die Hälfte des Jahresüberschusses in die Gewinnrücklagen einzustellen und die Hauptversammlung zur Entscheidung über den Rest zu ermächtigen. Eine höhere Thesaurierungsquote bis zu 100% ist nicht ausgeschlossen, setzt aber eine Satzungsregelung und mithin ebenfalls eine Entscheidung der Aktionäre voraus. Auch diese Vorschrift wurde allerdings in den nachfolgenden 50 Jahren mehrfach geändert.[20]

Klargestellt hat der Gesetzgeber im Jahre 1965 zudem auch, dass das Aktienrecht im Zweifel als zwingendes Recht anzusehen ist. Dies war vor der Reform herrschende Meinung, aber nicht völlig unumstritten, sodass eine Klarstellung geboten erschien.[21] Nicht näher diskutiert wurde, ob diese Entscheidung auch in Finanzierungsfragen sinnvoll ist, denn innovationsfreudig ist sie nicht. Durch § 23 Abs. 5 AktG ist klargestellt, dass die Aktiengesellschaften sich hinsichtlich ihrer Finanzierungstechniken nur der Mittel und Methoden bedienen können, die das Aktiengesetz zur Verfügung stellt.

15 § 71 I Nr. 7 AktG, eingeführt durch das Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTRaG) v. 27.4.1998, BGBl. I S. 786; dazu kritisch *Wiese*, DB 1998, 609.

16 *Kropff*, Aktiengesetz, 1965, S. 75 ff.

17 *Passow,* Die Aktiengesellschaft, 1922, S. 276 ff.; *Würdinger*, Aktienrecht, 1959, § 27, S. 178 f.

18 *Kronstein/Claussen*, Publizität und Gewinnverteilung im neuen Aktienrecht, 1960, S. 136.

19 *Kropff,* Aktiengesetz, 1965, S. 76 f.

20 Vgl. *Cahn/v. Spannenberg*, in: Spindler/Stilz, Aktiengesetz, Bd. 1, 3. Aufl. 2015, § 58 AktG, Rz. 9 ff.

21 *Spindler,* in: Bayer/Habersack, Aktienrecht im Wandel, Bd. 2, 2007, S. 995, 1013 ff.

Der Handlungsspielraum und das Innovationspotenzial werden damit von vornherein begrenzt. Auch dies ist eine Entscheidung, die uns bis heute beschäftigt.

2. Die nachfolgende Entwicklung

Betrachtet man die Entwicklung im Zeitverlauf, so wurde das neue Aktiengesetz von 1965 den Bedürfnissen der Praxis zunächst in vollem Umfang gerecht. Ein Problem mit der relativ dichten und in manchen Fragen auch restriktiven Regulierung hatten damals nur wenige. Im Gegenteil, die Rechtsprechung machte sich in den späten 1960er und frühen 1970er Jahren daran, einige Entscheidungen des Gesetzgebers noch zu verstärken.[22] Es war die Dekade mutiger Entscheidungen des II. Senats unter dem Vorsitz von *Fischer* und *Stimpel*, in denen vor allem der Minderheitenschutz eine erhebliche Aufwertung erfuhr. Am deutlichsten zeigt sich dies natürlich an der Rechtsprechung des BGH zum Bezugsrecht, in dem das Recht des Aktionärs, weiteres Kapital in **sein** Unternehmen zu investieren, als dessen vornehmstes Recht bezeichnet wurde.[23] In diesen Entscheidungen kommt eine stark mitgliedschaftliche Sichtweise auf die Aktionäre zum Ausdruck, die wir heute in dieser Form wahrscheinlich nicht mehr vertreten würden.[24] Gleiches gilt für die Tendenz zur Stärkung der Hauptversammlung, die ihre deutlichste Ausprägung in der Anerkennung ungeschriebener Hauptversammlungskompetenzen durch die *Holzmüller*-Entscheidung fand.[25]

In wirtschaftlicher Hinsicht wurde das Aktiengesetz allerdings in der damaligen Zeit auch nicht stark herausgefordert. Das Inkrafttreten des Aktiengesetzes fiel zusammen mit dem Auslaufen des starken Konjunkturzyklus der Nachkriegsphase, der gemeinhin als „Wirtschaftswunder" bezeichnet wird. Die Wirtschaft war daher eher um Konsolidierung als um Expansion bemüht; daher war auch das Interesse der Unternehmen an einer Kapitalmarktfinanzierung relativ gering. Es dominierte die Finanzierung durch einbehaltene Gewinne und Bankkredit. Gleichzeitig herrschten stabile Besitzverhältnisse durch das als „Deutschland AG" bekannt gewordene System wechselseitiger Beteiligungen,[26] das zugleich feindliche Übernahmen praktisch unmöglich machte. Zu beobachten war allerdings auch, dass die Zahl der Aktiengesellschaften insgesamt, vor allem aber die Zahl der börsennotierten Gesellschaften, langsam aber stetig zurückging.[27] Dass es sich um eine ruhige Zeit für das Aktienrecht handelte, sieht man schließlich auch an der relativ geringen Anzahl von Kommentaren, Hand-

22 Dazu jüngst *Bayer*, in: Fischer/Pauly, Höchstrichterliche Rechtsprechung in der frühen Bundesrepublik, 2015, S. 83 ff.

23 BGH v. 13.3.1978 – II ZR 142/76, BGHZ 71, 40, 44 = NJW 1978, 1316 – Kali & Salz.

24 Dies zeigt sich auch in der neueren Rspr., vgl. etwa BGH v. 23.6.2997 – II ZR 132/93, BGHZ 136, 133, 139 = NJW 1997, 2815 – Siemens/Nold; dazu *Henze*, ZHR 167 (2003), 1, 2.

25 BGH v. 25.2.1982 – II ZR 174/80, BGHZ 83, 122 = NJW 1982, 1703 – Holzmüller.

26 Vgl. *Adams*, AG 1994, 148, 149 ff.; das Problem erkannte bereits *Winter,* Die wechselseitige Beteiligung von Aktiengesellschaften, 1960, S. 3 ff.

27 Vgl. DAI-Factbook v. 5.4.2013, S. 02-6: gab es 1965 noch 627 börsennotierte Aktiengesellschaften, waren es 1985 nur noch 451.

büchern und sonstigen wissenschaftlichen Publikationen. Diesen Umstand betrachtet man aus heutiger Zeit, die von einer fast schon übergroßen Zahl an Veröffentlichungen zum Aktienrecht geprägt ist, mit Staunen und Verwunderung.

3. Übergang zur Permanenzreform

Die ruhigen Zeiten hielten jedoch nicht lange an. Spätestens seit den 1980er Jahren änderten sich die Rahmenbedingungen. Die einsetzende Globalisierung führte zu einem erhöhten Investitionsbedarf bei den Unternehmen, der die Bedeutung der Kapitalmarktfinanzierung wieder steigen ließ. Gleichzeitig standen die Unternehmen verstärkt im globalen Wettbewerb, sodass die Finanzierungskonditionen zunehmend als ein Wettbewerbsfaktor begriffen wurden.[28] Der Fortschritt in finanzmathematischen Bewertungsmethoden, z.B. die Entwicklung der Black-Scholes Formel im Jahre 1973,[29] ermöglichte es, innovative Finanzinstrumente und hier vor allem Optionen, Options- und Wandelanleihen, besser zu verstehen und sachgerechter zu bewerten. Letztlich und endlich hat vielleicht auch die Tatsache, dass eine Börsennotierung heute nicht mehr so leicht und billig zu haben ist wie in den 1960er Jahren dazu geführt, dass sich die Erwartungen an das Aktiengesetz erhöht haben. Wer jährlich Kosten in sechsstelliger Höhe aufwenden muss und einer Vielzahl von kapitalmarktrechtlichen Regulierungen unterliegt,[30] erwartet etwas für sein Geld. Er erwartet ein leistungsfähiges Aktienrecht, das signifikant zur Finanzierung des Unternehmens beiträgt und sich insofern mindestens auf Augenhöhe mit den Rechten ausländischer Mitbewerber befindet.

Diese Entwicklungen haben den Prozess eingeleitet, der unter dem Begriff Aktienrechtsreform in Permanenz[31] bekannt geworden ist. Der Gesetzgeber hat an vielen Stellen, die die Unternehmensfinanzierung betreffen, bestehende Regelungen verändert, neue Komponenten eingefügt und damit auch der Wissenschaft und der Rechtsprechung Denkanstöße für weitere Überlegungen gegeben. Die Änderungen mit Bezug zur Unternehmensfinanzierung lassen sich tabellarisch darstellen: (siehe S. 47)

Die bedeutendsten Änderungen auf dieser Liste sind sicherlich und mit Abstand die Entscheidungen von 1994 zur Einführung des erleichterten Bezugsrechtsausschlusses nach § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG[32] und von 1998 zur Erlaubnis des Erwerbs eigener Aktien ohne besondere Zweckvorgabe in § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG.[33] Damit wurden wesentliche Grundentscheidungen der Reform von 1965 korrigiert. Von herausgehobener Bedeutung ist auch die mehrfache Reform des § 58 AktG, die letztlich dazu geführt hat, dass die Satzung die Verwaltung dazu ermächtigen kann, einen be-

28 Dazu auch *Lieder*, Der Aufsichtsrat im Wandel der Zeit, 2006, S. 482.
29 *Dräger*, Die Formel von Black und Scholes, 2015.
30 Zu den besonderen Anforderungen an die börsennotierte AG *Göckeler,* in: Beck'sches Handbuch der AG, 2015, S. 1743 ff.
31 Begriffsprägend *Zöllner*, AG 1994, 336 ff., näher dazu *Seibert*, AG 2002, 414 ff.
32 Siehe *Heinsius*, in: FS Kellermann, 1991, S. 115, 124 ff., 128 f.; *Marsch-Barner*, AG 1994, 532 f.; *Ihrig*, in: FS Happ, 2006, S. 109 ff.; *Seibt*, CFL 2011, 74 f. sowie die Kritik von *Zöllner*, AG 1994, 336, 340 ff. und AG 2002, 585, 591 f.
33 Vgl. *Bezzenberger*, Erwerb eigener Aktien durch die AG, 2001, S. 30 ff.

Jahr	Gesetz	Inhalt
1994	KleineAG	Erleichterter Bezugsrechtsausschluss, § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG
1998	KonTraG	Erwerb eigener Aktien ohne Zweckvorgabe, § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG; Abschaffung der Höchststimmrechte, § 134 Abs. 1 Satz 2 AktG.
2001	NaStraG	Liberalisierung der Nachgründung, § 52 AktG
2002	TransPuG	Abschaffung des „Zwangssparens" bei der Gewinnverwendung, § 58 Abs. 2 AktG.
2008	MoMiG	Absicherung des Cash-Pools, § 57 Abs. 1 Satz 3 AktG.
2009	ARUG	Vereinfachte Sacheinlage, § 33a AktG, Übernahme der weiteren MoMiG-Reformen ins AktG.

liebigen Teil des Jahresüberschusses zwischen null und 100 % in die Rücklagen einzustellen.[34] Auch das ist eine Entscheidung für mehr Gestaltungsfreiheit, die 1965 nicht vorstellbar gewesen wäre.

a) Schwerfälligkeit des Gesetzgebungsverfahrens und Innovationsfähigkeit des deutschen Rechts

Abgesehen von Einzelfragen der Reformpakete verdient ein Nachteil der permanenten Aktienrechtsreform im Rahmen dieses Themas besondere Behandlung, weil er im Bereich der Unternehmensfinanzierung verstärkt ins Gewicht fällt. Es ist dem Gesetzgeber in den vergangenen 50 Jahren nämlich nicht gelungen, selbst Impulse zur Weiterentwicklung des Aktienrechts zu setzen. Die Entwicklung war vielmehr in allen genannten Fragen stets dadurch gekennzeichnet, dass sich ein Bedürfnis zu einer bestimmten rechtlichen Gestaltung in der Praxis der Unternehmensfinanzierung und des Kapitalmarkts gezeigt hat. Häufig wurden solche Innovationsimpulse auch aus ausländischen Rechtsordnungen an das deutsche Recht herangetragen. Ausländische Investoren haben ihre eigene Rechtsordnung und die dort vorhandenen Rechtsinstitute und Gestaltungsmöglichkeiten mental im Gepäck, wenn sie im Ausland investieren. Sie erwarten, ohne es laut zu sagen, vielfach, dass bestimmte Rechtsinstitute auch im Investitionsland, hier also Deutschland, existieren. Ergibt die Prüfung dann, dass eine entsprechende Gestaltung de lege lata nicht realisierbar ist, bleibt wegen § 23 Abs. 5 AktG nur der Ruf nach dem Gesetzgeber. Er muss dann den Weg ebnen, um das, was in anderen Rechtsordnungen mit mehr Innovationsspielraum kraft Privatautonomie möglich ist, auch in Deutschland möglich zu machen. Das ist nicht immer ganz einfach und es geht vor allem nicht schnell. Ein schönes Beispiel dafür ist die umgekehrte Wandelanleihe. Das Bedürfnis zu ihrer Einführung ist 2009 im Rahmen der Finanzkrise entstanden.[35] Eine Regelung dazu haben wir freilich bis heute nicht, da die Akti-

34 Näher *Drygala,* in: KK-AktG, Bd. 1, 3. Aufl. 2011, § 58 AktG, Rz. 44 f.
35 Dazu *Drygala*, WM 2011, 1637 f.

enrechtsnovelle 2011 zu einer Aktienrechtsnovelle 2014 wurde.[36] Das Inkrafttreten ist jetzt für den 1.1.2016 vorgesehen, aber das Gesetz ist zur Zeit der Drucklegung dieses Beitrags noch nicht verabschiedet und wird durch die jetzt aufgekommene Diskussion über eine gesetzliche Regelung des Delistings[37] weiter aufgehalten. Unterstellt man, dass wirklich ein dringendes Bedürfnis des Kapitalmarkts an der Gestaltungsmöglichkeit durch umgekehrte Wandelanleihen besteht, so sieht eine zügige Reaktion des Gesetzgebers auf die Innovationsbedürfnisse des Marktes jedenfalls anders aus.

In manchen Fällen reicht der Reformdruck auch überhaupt nicht aus, um den Gesetzgeber zum Handeln zu bewegen. Auf die gesetzliche Zulassung von Redeemable Shares[38] oder Tracking Stocks[39] wartet man bis heute vergebens. Für die Reform der §§ 14 und 15 Umwandlungsgesetz wird seit Jahren vergeblich getrommelt.[40] Das liegt natürlich auch daran, dass man mit solchen Sonderfragen des Aktienrechts als Politiker keine Wählerstimmen mobilisiert. Nicht ganz zu Unrecht wird man auch einwenden können, dass es nicht Aufgabe des Aktienrechts ist, jeder Modeerscheinung des Kapitalmarkts nachzulaufen und dass es vielleicht sogar manchmal ein Vorteil ist, bei Gestaltungen, die sich im Ergebnis nicht bewähren, nicht dabei gewesen zu sein. Dennoch bleibt festzuhalten, dass das Aktienrecht in Finanzierungsfragen sicherlich solide und verlässlich, aber aufgrund seiner geringen Flexibilität nicht innovativ ist. Es fehlt ihm die Möglichkeit, neue Ideen und Finanzierungstechniken aus dem Markt heraus ohne großen Aufwand zu erproben und zu sehen, ob sie sich durchsetzen. Zu ändern wäre das nur durch eine Öffnung des § 23 Abs. 5 AktG gerade in Finanzierungsfragen, so wie das bei der Öffnung des § 58 Abs. 2 AktG in Bezug auf die Thesaurierungsquote bereits geschehen ist und wie es der 70. DJT in Bezug auf die Organhaftung befürwortet hat.[41] Dafür fehlt es aber momentan an einem politischen Gestaltungswillen.[42] Derzeit gibt es daher bedauerlicherweise keine bessere Lösung als die bereits praktizierte Zusammenarbeit zwischen Wissenschaft, Unternehmen, Verbänden und dem Bundesjustizministerium, um das Aktienrecht durch weitere punktuelle Anpassungen auf der Höhe der Zeit zu halten.

36 Entwurf zur Änderung des Aktiengesetzes – Aktienrechtsnovelle 2014, BT-Drucks. 18/4349, dazu *Müller-Eising*, GWR 2014, 229 ff.; *Wettich*, AG 2014, 534.

37 *Drygala/Staake*, ZIP 2013, 905, *Buckel/Glindemann/Vogel*, AG 2015, 373; *Bayer*, ZIP 2015, 853.

38 Dafür Regierungskommission Corporate Governance, http://dip21.bundestag.de/dip21/btd/14/075/1407515.pdf, 2001, Rz. 235; *de la Concepción Chamorro Domínguez*, AG 2004, 487 Handelsrechtsaussschuss des DAV, BB 2003, Beilage Nr. 4, 24.

39 Dazu *Brauer*, AG 1993, 324; *Müller*, AG 1997, 479; *Sieger/Hasselbach*, BB 1999, 1277; *dies.,* AG 2001, 391.

40 *Hoffmann-Becking,* ZGR 1990, 482, 484 f.; *Boujong*, in: FS Kellermann, S. 1, 14; *Zöllner,* AG 2000, 145, 151; *Bork,* ZGR 1993, 343, 354; *Hommelhoff,* ZGR 1990, 447, 474; *ders.,* ZGR 1993, 452, 470; *Baums,* Gutachten für den 63. DJT, S. 125, 130 ff.; *Gehling*, in: Semler/Stengel, UmwG, 3. Aufl., § 14 UmwG Rz. 35.

41 Beschlüsse des 70. DJT, ZIP 2014, 1902 f.; näher dazu gerade auch unter dem Aspekt der Satzungsautonomie *W. H. Roth*, in: FS Hopt 2010, S. 225, 228 f.

42 Abgelehnt vom 67. Deutschen Juristentag, http://www.djt.de/fileadmin/downloads/67/djt_67_beschluesse.pdf, S. 20.

b) Deregulierung durch Rechtsprechung

Neben dem Gesetzgeber ist ein weiterer Hauptakteur in der Entwicklung des Aktienrechts die Rechtsprechung.[43] Diese hat sich in den 50 Jahren, die wir heute betrachten, geradezu dramatisch gewandelt. Standen am Anfang noch Hauptversammlungsrechte und die Stellung des Aktionärs als Mitglied der Gesellschaft im Vordergrund, dominiert heute das Leitbild des Aktionärs als Kapitalanleger. Damit einher geht eine Stärkung der Entscheidungsbefugnisse der Verwaltung in Finanzierungsfragen. Deutlichster Ausdruck dieser Tendenz sind die Entscheidungen *Siemens-Nold*[44] und *Gelatine*,[45] mit denen die Entscheidungsfreiheit von Vorstand und Aufsichtsrat bei Kapitalmaßnahmen und Umstrukturierungen deutlich ausgebaut wurde. Insbesondere der Ruf der Praxis nach einer Ermöglichung zügiger und bezugsrechtsfreier Emissionen am Kapitalmarkt wurde durch die großzügige Ausgestaltung des genehmigten Kapitals in der Rechtsprechung und die Reform des § 186 Abs. 3 AktG aufgenommen und verwirklicht.[46]

c) Einfluss des Kapitalmarkts

Einen deutlichen Wandel sehen wir letztlich und endlich auch hinsichtlich der Aktionäre, die wir in den Hauptversammlungen der deutschen Gesellschaften vorfinden. Der Aktionärskreis ist deutlich internationaler und vor allem auch professioneller geworden, und zunehmend machen die internationalen institutionellen Investoren von ihren Stimmrechten und sonstigen Einflussmöglichkeiten auch Gebrauch. Dieser Einfluss wird unter Governance-Aspekten vielfach kritisch gesehen,[47] er hat aber auch Vorteile. Das Handeln der institutionellen internationalen Investoren übt in vielen Punkten einen heilsamen Kontrolldruck auf die Verwaltung aus, der die durch Gesetzgebung und Rechtsprechung eingetretenen Kompetenzzuwächse zum Teil wieder relativiert. Ich möchte diesen Effekt an zwei Beispielen verdeutlichen:

43 Siehe etwa ZGR 1988, Heft 3, S. 294 ff. mit Beiträgen von *Seidl, Wank, Zöllner, v. Gerkan, Hommelhoff* und *Rümker*; *Röhricht,* ZGR 1999, 445.

44 BGH v. 23.6.1997 – II ZR 132/93, BGHZ 136, 133 = NJW 1997, 2815; dazu *Bungert*, NJW 1998, 488; *Bosse,* ZIP 2001, 104; *Volhard*, AG 1998, 397.

45 BGH v. 26.4.2004 – II ZR 155/02, BGHZ 159, 30 = NJW 2004, 1860 – Gelatine I, dazu *Fuhrmann*, AG 2004, 339; *Weißhaupt*, AG 2004, 585; BGH v. 26.4.2004 – II ZR 154/02, ZIP 2004, 1001 – Gelatine II.

46 Die Einführung des § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG erfolgte durch das Gesetz für kleine Aktiengesellschaften und zur Deregulierung des Aktienrechts vom 2.8.1994, BGBl I S. 1961; dazu *Marsch-Barner,* AG 1994, 532; *Groß*, DB 1994, 2431; zu den offenen Fragen der Neuregelung *Singhof*, ZHR 170 (2006), 673; *Schlitt/Schäfer*, AG 2005, 67.

47 Zuletzt etwa *Schockenhoff/Culmann*, ZIP 2015, 297 ff.

aa) „Verstecken" von Gewinnen im Konzern

§ 58 Abs. 2 AktG lässt es zu, dass die Satzung Vorstand und Aufsichtsrat ermächtigt, den gesamten Jahresgewinn in die Gewinnrücklagen einzustellen. Bereits diese Befugnis wird rechtspolitisch kritisiert, da sie den Ausschüttungsinteressen der Aktionäre zu stark widerstreite.[48] Gleichzeitig wurde befürchtet, dass der fehlende Konzernbezug der Vorschrift die Möglichkeit eröffnen könnte, von den Kompetenzen des § 58 AktG bereits in den Tochtergesellschaften Gebrauch zu machen und so den Jahresüberschuss, der in der Muttergesellschaft ausgewiesen wird, von vornherein gering zu halten,[49] d.h. den entstandenen Gewinn z.T. im Konzern „zu verstecken" und damit gegen Ausschüttungsinteressen der Aktionäre abzuschirmen. Diese Möglichkeit hat sich durch die Entwicklungen in der Rechnungslegung und am Kapitalmarkt inzwischen deutlich relativiert. Für die Investoren ist die Ausschüttung einer angemessenen Dividende eines der wesentlichen Entscheidungsparameter der Investitionsentscheidung.[50] Gleichzeitig ist ihnen bekannt, dass sie auf das Konzernergebnis schauen müssen, wenn man beurteilen will, welchen Prozentsatz der Überschüsse die Gesellschaft tatsächlich ausschüttet. Mit der Behauptung, in der Muttergesellschaft sei nur ein relativ geringer Gewinn erwirtschaftet worden, wird man einen solchen Investor nicht mehr überzeugen. Die rechtlich gegebene Möglichkeit der Verwaltung zum Verstecken von Gewinnen im Konzern bleibt daher in der börsennotierten Gesellschaft weitgehend Theorie.[51]

Und auch die Befugnis zur vollständigen Thesaurierung des Jahresgewinns verliert in der praktischen Betrachtung ihren Schrecken. Nicht wenige börsennotierte deutsche Aktiengesellschaften kennen in der Tat eine Satzungsbestimmung, die Vorstand und Aufsichtsrat ermächtigt, den gesamten Gewinn zu thesaurieren. Interessanterweise lässt sich jedoch kein Zusammenhang zwischen dem Vorhandensein der Klausel in der Satzung und der tatsächlichen Ausschüttungsquote feststellen. Vielmehr finden sich unter den Gesellschaften mit 100%-Thesaurierungsoption gerade auch solche, die durch eine hohe Ausschüttungsquote auffallen.[52] Daraus wird deutlich, dass Vorstand und Aufsichtsrat die Ausschüttungsentscheidung letztlich und endlich allein davon abhängig machen werden, was am Kapitalmarkt vermittelbar ist und der Attraktivität der Aktie als Anlageinstrument nicht schadet. Dass es ihnen rein rechtlich möglich wäre, gar nicht auszuschütten, tritt demgegenüber in den Hintergrund.

48 *Gössel/Hehl*, ZHR 142 (1978), 19, 21; *Bayer*, in: MünchKomm. AktG, Bd. 1, 3. Aufl. 2008, § 58 AktG, Rz. 19; *Koch*, in: Hüffer, Aktiengesetz, 11. Aufl. 2004, § 58 AktG, Rz. 2; *Waclawik*, in Hölters, Aktiengesetz, 2. Aufl. 2014, § 58 AktG, Rz. 3.

49 *Hefermehl/Bungeroth,* in: MünchKomm. AktG, 1. Aufl., 1984, § 58 AktG, Rz. 63; *Lutter*, in: FS Westermann, 1974, 347, 361; *Götz*, AG 1984, 85, 92; *Geßler*, in: FS Meilicke (1985), 18, 14.

50 *Schießl*, ZIP 2009, 689, 693; *Pellens/Gassen/Richard,* DBW 63 (2003), 309, 318; *Drygala*, in: KK-AktG, Bd. 1, 3. Aufl. 2011, § 58 AktG, Rz. 71 f.

51 Im Ergebnis wie hier auch *Bayer*, in: MünchKomm. AktG, Bd. 1, 3. Aufl. 2008, § 58 AktG, Rz. 66; ähnl. *Pellens/Busse*, in: Lutter/Scheffler/U.H. Schneider, Handbuch der Konzernfinanzierung, 1998, Rz. 13, 48.

52 Siehe Nachweise von *Drygala*, in: KK-AktG, Bd. 1, 3. Aufl. 2011, § 58 AktG, Rz. 24; in der Bewertung wie hier auch *Pellens/Gassen/Richard*, DBW 63 (2003), 309, 326.

bb) Akzeptanz des genehmigten Kapitals

Ein zweites Beispiel, in dem die Marktkräfte begrenzen und auf die Vorstandskompetenzen einwirken, ist das genehmigte Kapital. Die *Siemens-Nold*-Entscheidung des BGH wurde ja seinerzeit nicht von allen begeistert aufgenommen.[53] Eingewendet wurde vor allem, dass eine Ermächtigung, das Grundkapital ohne konkrete Zweckvorgabe um bis zu 50 % zu erhöhen, dem Vorstand in finanzieller Hinsicht zu große Entscheidungsspielräume eröffnet.[54] Diese Einschätzung wird von institutionellen Investoren zunehmend geteilt. Wir erleben es in den letzten Jahren deutlich, dass das Verlangen nach einer Ermächtigung in Höhe von 50 % nicht akzeptiert wird und der Vorstand mit institutionellen Investoren in Verhandlungen um eine akzeptable Größenordnung eintreten muss.[55] Ermächtigungen zur Kapitalerhöhung in Höhe von 50 % des Grundkapitals sind inzwischen bei den großen börsennotierten Gesellschaften nicht mehr die Regel.[56] Auch dies zeigt, dass nicht alles, was in den letzten 50 Jahren von Gesetzgebung und Rechtsprechung zugelassen wurde, von den Aktionären noch akzeptiert wird.

III. Ausblick

Blickt man von diesem Befund aus der Gegenwart in die Zukunft, so wird man feststellen können, dass eine Bereitschaft zur grundlegenden Reform des Aktienrechts wohl nicht besteht. Impulsen aus Europa, sich vom System des festen Kapitals ganz abzuwenden,[57] hat die deutsche Wissenschaft und Praxis vor nicht allzu langer Zeit eine deutliche Absage erteilt,[58] und auch empirisch ließ sich eine Überlegenheit des konkurrierenden Systems nicht erhärten.[59] Gleichzeitig sind auch Versuche, noch stärker als bisher zwischen börsennotierter und nicht börsennotierter Gesellschaft zu

53 Vgl. etwa *Lutter,* JZ 1998, 50, 50: „Das Urteil ist ein Unglück."; *Bayer,* ZHR 163 (1999), 505, 512 f.; *Zöllner,* AG 2002, 585.

54 *Lutter*, JZ 1998, 50, 51.

55 Zur Faktenlage siehe etwa http://www.dsw-info.de/DSW-ECGS-So-entscheiden-inter.1323.0.html.

56 Siehe etwa Daimler mit 32,6 % (http://www.daimler.de/Projects/c2c/channel/documents/2436430_Daimler_HV_2014_Bericht_TOP_8.pdf); Henkel mit 10% (http://www.henkel.de/blob/396242/70009745127cd84d9dd64be4c913d853/data/2015-03-04-top-9-bericht-des-vorstands.pdf); Thyssen-Krupp mit 25,5 % (http://www.thyssenkrupp.com/documents/hv_2014_01_17_de/Bericht_des_Vorstands_zu_TOP_8_der_HV_der_TKAG am_17_01_2014.pdf).

57 Siehe *Rickford*, European Business Law Review (EBLR) 2004, 919 ff.

58 *Bayer*, in: Bayer/Habersack, Aktienrecht im Wandel, Bd. 2, 2007, S. 708, 713; *Lutter,* ZGR-Sonderheft 17, 2006; *Schön*, Der Konzern 2004, 162 ff.; *ders.,* ZHR 166 (2002), 1 ff.

59 KPMG-Studie von 2008, abrufbar unter http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/capital/feasbility/study_en.pdf; in der Bewertung wie hier *Bayer/Schmidt*, BB 2008, 454, 458.

unterscheiden, mehrheitlich bisher nicht auf Gegenliebe gestoßen.[60] Vor dem Hintergrund der oben skizzierten Entwicklungen erscheinen mir aber zwei Dinge bedenkenswert:

1. Sachliche Rechtfertigung – ein Auslaufmodell?

Zum einen hat der Gedanke der sachlichen Rechtfertigung von Hauptversammlungsbeschlüssen, wie er vor allem zum Bezugsrecht entwickelt wurde,[61] in den vergangenen Jahrzehnten deutlich an Überzeugungskraft eingebüßt. Von der Aussage, eine solche Rechtfertigung sei stets erforderlich, wo ein Beschluss in die Interessen der Minderheit eingreift,[62] hat man sich bei den Kapitalgesellschaften längst verabschiedet. Die Rechtsprechung hat es abgelehnt, den Gedanken der sachlichen Rechtfertigung auf Rechtsmaterien zu übertragen, die nach den grundlegenden BGH-Entscheidungen in dieser Frage neu entstanden sind; zu nennen sind insoweit der Verschmelzungsbeschluss nach dem Umwandlungsgesetz von 1994[63] oder der Squeeze-Out.[64] In Bezug auf diese Beschlüsse wurde in der Rechtsprechung durchgängig die Ansicht vertreten, dass der Minderheitenschutz durch die gesetzlichen Maßnahmen außerhalb des Beschlusserfordernisses, also insbesondere durch den vorbereitenden Bericht, die sachverständige Prüfung der finanziellen Komponenten und die Möglichkeit zu deren Nachprüfung im Spruchverfahren, hinreichend gewährleistet sei, weshalb die auf dieser Grundlage gefassten Beschlüsse ihre Rechtfertigung in sich selbst trügen. Auch die Literatur folgt diesem differenzierenden Ansatz ganz überwiegend.[65] Das wirft die Frage auf, ob die Rechtsfigur auch in ihrem Kernanwendungsbereich, dem Bezugsrechtsausschluss, unter den heutigen Voraussetzungen noch Bestand haben kann.

60 Kritisch *Lieder*, Der Aufsichtsrat im Wandel der Zeit, 2006, S. 505 f.; *Krawinkel*, Die Neuregelung des Aufsichtsrats- und Abschlussprüferrechts nach dem Kontroll- und Transparenzgesetz, 2000, S. 110 f.; *Holl*, Die Reform des aktienrechtlichen Aufsichtsrats, 2002, S. 28.

61 Grundlegend BGH v. 13.3.1978 – II ZR 142/76, BGHZ 71, 40, 44 = NJW 1978, 1316 – Kali & Salz.; aber auch BGH v. 16.2.1981 – II ZR 168/79, BGHZ 80, 69, 74; BGH v. 19.4.1982 – II ZR 55/81, BGHZ 83, 319, 322; aus der Literatur vor allem *Mestmäcker,* Verwaltung, Konzerngewalt und die Rechte der Aktionäre, 1958, S. 139 ff.; *Füchsel,* DB 1972, 1533; *Zöllner*, Schranken mitgliedschaftsrechtlicher Stimmrechtsmacht, 1963, S. 342 f.

62 Insbes. *Martens,* in: FS Fischer, 1979, S. 437, 445; *ders.,* GmbHR 1984, 265, 269 f.; *Wiedemann*, Gesellschaftsrecht, Bd. I, 1980, § 7 III 2a aa/bb; § 8 III 2a; *Wiedemann/Hirte*, ZGR 1986, 163, 169; *Hirte*, Bezugsrechtsausschluss und Konzernbildung, 1986, S. 150 ff.; dagegen überzeugend *Timm*, Aktiengesellschaft als Konzernspitze, 1980, S. 74; *ders.,* ZGR 1987, 403.

63 OLG Frankfurt v. 20.3.2012 – 5 AktG 4/11, ZIP 2012, 766 ff., Rz. 40, OLG Düsseldorf v. 16.1.2003 – 6 U 60/02, AG 2003, 578, 579; siehe dazu auch *Gehling*, in: Semler/Stengel, Umwandlungsgesetz, 3. Aufl. 2012, § 13, UmwG Rz. 23, *Drygala,* in: Lutter, Umwandlungsgesetz, 5. Aufl. 2014, § 13 UmwG, Rz. 45.

64 BGH v. 16.3.2009 – II ZR 302/06, WM 2009, 896 – Wertpapierdarlehen.

65 Zur Verschmelzung siehe die Nachweise in Fn. 63; zum Squeeze-Out *Habersack*, in: Emmerich/Habersack, 6. Aufl. 2010, § 327f AktG, Rz. 26; *Koppensteiner*, in: KK-AktG, Bd. 6, 3. Aufl. 2004, § 327f AktG, Rz. 10; DAV-Handelsrechtsausschuss, NZG 1999, 850, 852; *Fleischer*, ZGR 2002, 757, 784; *Kort*, ZIP 2006, 1519 f.; *Maslo,* NZG 2004, 163, 165.

Meines Erachtens gehört die Rechtsfigur auch in Bezug auf das Bezugsrecht selbst auf den Prüfstand, soweit wir von der börsennotierten Aktiengesellschaft ohne kontrollierenden Aktionär sprechen. Denn das Ausmaß der Minderheitengefährdung hängt ganz erheblich vom Typus der AG ab, an der der Minderheitsaktionär beteiligt ist. Gerade beim Ausschluss des Bezugsrechts droht Gefahr von zwei ganz unterschiedlichen Polen: zum einen vom Vorhandensein eines Großaktionärs, der, allein oder in Koalitionsbildung mit dem von ihm ausgewählten und überwachten Vorstand, den Bezugsrechtsausschluss nutzen kann, um sich selbst Vorteile aus der Kapitalerhöhung zu verschaffen. Ist ein kontrollierender Großaktionär nicht vorhanden, entfällt diese Gefahr. Zum anderen gehen Risiken aber auch von einem Versagen der Corporate Governance aus. Die Konfliktlinie verläuft hier nicht zwischen Mehrheit und Minderheit, sondern zwischen Verwaltung und Aktionären insgesamt. Fälle dieser Art sind dadurch gekennzeichnet, dass unzureichend überwachte Vorstände die Kapitalmaßnahme zu Zwecken nutzen, die eher dem weiteren Ausbau ihres Herrschaftskreises[66] und der Mehrung ihres Ansehens in Fachkreisen und in der Öffentlichkeit[67] dienen als den Interessen der AG.

Wir haben es daher bei Fällen des Bezugsrechtsausschlusses mit zwei ganz unterschiedlichen Interessenlagen zu tun, nämlich einmal mit einem Mehrheits-Minderheits-Konflikt, einmal mit einer Governance-Frage. Die Überprüfung des Beschlussinhalts an materiellen Kriterien ist naturgemäß besonders geeignet, den Mehrheits-Minderheits-Konflikt zu bewältigen, indem sie das von der Mehrheit formulierte Beschlussergebnis hinterfragt. Zur Lösung des Governance-Problems in der Gesellschaft ohne festen Mehrheitsblock ist sie natürlich auch geeignet,[68] da nie restlos ausgeschlossen werden kann, dass die Aktionäre, die den Beschlussvorschlägen der Verwaltung zugestimmt haben, eine uninformierte Entscheidung trafen oder doch in irgendeiner unsachlichen Weise vom Vorstand beeinflusst worden sind. Diese Gefahren sind aber gering, wenn die Gesellschaft zugleich börsennotiert ist. Dann finden wir unter den Aktionären unter den heutigen Verhältnissen genügend institutionelle Anleger, die die wirtschaftliche Sinnhaftigkeit der Verwaltungsvorschläge durchaus sachgerecht beurteilen können. Und wer zweifelhaften Expansionsprojekten des Vorstands nicht auf der HV entgegentreten möchte, hat die Möglichkeit der jederzeitigen Veräußerung über die Börsen, mit entsprechenden Auswirkungen auf den Börsenkurs und damit die Finanzierungskonditionen der AG.[69] Dies reicht aus, um einen hinreichenden Schutz zu gewährleisten, und alleine die Tatsache, dass ein anderes Beschlussergebnis den Interessen der AG besser dienen würde, lässt das Beschlussergebnis nicht als rechtswidrig erscheinen, wenn Gründe für eine strukturelle Störung der Entschei-

66 Sog. Empire Building, siehe *Rudolph*, Unternehmensfinanzierung und Kapitalmarkt, 2006, 441 ff.; *Schütte*, Die Dividendenentscheidung in der Aktiengesellschaft, 1994, 148 ff., 166 ff.; *Cahn/Senger,* in: Spindler/Stilz, Aktiengesetz, Bd. 1, 3. Aufl. 2015, § 58 AktG, Rz. 8.

67 Zu dieser Motivlage *Fischer*, Der Aufsichtsrat 2009, 122 ff.; vgl. auch *Thüsing*, ZGR 2003, 457, 476; *Fonk*, NZG 2005, 248, 252.

68 So insbesondere *Servatius,* in: Spindler/Stilz, Aktiengesetz, Bd. 2, 3. Aufl. 2015, § 186 AktG, Rz. 40 ff.; *ders.,* Strukturmaßnahmen als Unternehmensleitung, 2004, 232 ff.

69 *Drygala/Staake/Szalai,* Kapitalgesellschaftsrecht, 2012, § 1, Rz. 37 f.

dungsfindung nicht nachgewiesen sind.[70] Nur ergänzend hinzu kommt die in der Streubesitz-AG geringere Bedeutung des Erhalts der Beteiligungsquote; sodass der verbleibende Nachteil rein monetärer Natur ist und auch anderweitig ausgeglichen werden kann,[71] sowie der Umstand, dass Streubesitzaktionäre das Investitionsobjekt schwerlich als „ihr" Unternehmen ansehen,[72] sodass sie einen daraus entsprechenden Investitionsvorrang auch nur bedingt für sich in Anspruch nehmen können.

Die entscheidende Frage sollte daher sein, ob man sich auf eine solche divergierende Auslegung des Aktiengesetzes je nach Typus der Gesellschaft einlassen möchte. Hält man das für möglich,[73] sollte man in der Streubesitz-Gesellschaft mit Börsennotiz die Notwendigkeit der sachlichen Rechtfertigung für den Bezugsrechtsausschluss verneinen. Die Aktionäre sitzen hier in einem Boot und sind entscheidungsmächtig genug, um die Frage eines Direktausschlusses sachgerecht beurteilen zu können. Gelingt es der Verwaltung, mehr als 75 % von ihnen von der Sinnhaftigkeit des Ausschlusses zu überzeugen, spricht alles dafür, dass sie wissen, was sie tun. Für Fälle einer konkreten Störung der Richtigkeitsgewähr sind die Institute der Treupflicht, des Gleichbehandlungsgrundsatzes und des Verbots von Sondervorteilen[74] ausreichend, die Beweislast liegt dafür jedoch beim Anfechtungskläger.

Und auch im Fall des genehmigten Kapitals können die Aktionäre einschätzen, in welchem Umfang sie dem Vorstand die Entscheidungsbefugnis an die Hand geben wollen. Um einen Vorratsbeschluss handelt es sich unter den heutigen Verhältnissen auf alle Fälle.[75] Der verbleibende Wert der Rechtsfigur der sachlichen Rechtfertigung liegt nur in der Konkretisierung des Vorstandsermessens bei der Ausübung der Ermächtigung; hier ist er an die Kriterien der sachlichen Rechtfertigung gebunden.[76] Dies erscheint auch sinnvoll, da es einer Ausnutzung der Ermächtigung zum Zwecke des „Empire Building" vorbeugt. Fasst man das genehmigte Kapital nach §§ 202 ff. AktG nicht als Unterfall der regulären Kapitalerhöhung nach §§ 182 ff. AktG auf, sondern als eigenständiges Rechtsinstitut,[77] so spricht auch nichts dagegen, die Vorstandspflichten für den Fall der Ausübung der Ermächtigung nicht aus § 186 AktG abzuleiten, sondern unmittelbar aus §§ 76, 93 AktG. Die Normen sind dazu auch ohne Weiteres tragfähig. An das Gesellschaftsinteresse sind Vorstand und Aufsichtsrat

70 Ähnl. *Bezzenberger*, ZIP 2002, 1917, 1921, 1923; a.A. insbes. *Servatius,* aaO.

71 Darauf maßgeblich abstellend *Mülbert,* Aktiengesellschaft, Unternehmsgruppe und Kapitalmarkt, 2. Aufl. 1996, S. 324 ff.

72 Darauf abstellend BGH v. 13.3.1978 – II ZR 142/76, BGHZ 71, 40, 44, dem folgend *Koch*, in: Hüffer, Aktiengesetz, 11. Aufl. 2014, § 186 AktG, Rz. 2.

73 Dafür *Drygala/Staake/Szalai*, Kapitalgesellschaftsrecht, 2012, § 1, Rz. 34.

74 *Zöllner*, Die Schranken mitgliedschaftlicher Stimmrechtsmacht, 1963, S. 339 ff.; *M. Winter,* Mitgliedschaftliche Treubindungen, 1988, z.B. S. 16 ff.; *Wiedemann*, GesR Bd. I, 1980, § 8 I 1.

75 Vgl. BGH v. 23.6.2997 – II ZR 132/93, BGHZ 136, 133, 139 = NJW 1997, 2815 – Siemens/Nold; BGH v. 10.10.2005 - II ZR 90/03, BGHZ 164, 249 – Mangusta.

76 BGH v. 23.6.2997 – II ZR 132/93, BGHZ 136, 133, 139 ff.; *Henze*, ZHR 167 (2003), 1, 3 und 7; *Kindler*, ZGR 1998, 35, 52.

77 BGH v. 10.10.2005 – II ZR 148/03, BGHZ 164, 241, 245; *Kindler*, ZGR 1998, 35, 49; *Ekkenga*, AG 2001, 567 ff. und 615 ff.; *Koch*, in: Hüffer, Aktiengesetz, 11. Aufl. 2014, § 203 AktG, Rz. 11a.

ohnehin stets gebunden, und die Pflicht zur Berücksichtigung des grundsätzlich bestehenden Bezugsrechts lässt sich aus dessen grundsätzlicher Bedeutung für die Aktionärsinteressen[78] ableiten.

Insgesamt sollte man sich in Bezug auf den Ausschluss des Bezugsrechts durchaus noch einmal die Frage stellen, ob die Rechtsfigur der sachlichen Rechtfertigung nicht letztlich und endlich doch nur ein Kind ihrer Zeit war, nämlich einer Zeit, in der die deutschen Aktiengesellschaften typischerweise vom Vorhandensein eines Kontrollaktionärs geprägt war, dessen Zusammenwirken mit dem Vorstand das Recht an dieser Stelle zu verhindern suchte. Wo sich diese Verhältnisse geändert haben, muss man zumindest für bestimmte Fallgruppen über die darauf aufbauende Rechtsfigur noch einmal kritisch nachdenken.

2. Generalreform der Kapitalaufbringung und Kapitalerhaltung

Ein letzter Punkt, mit dem wir nicht zufrieden sein können, betrifft die Integration der MoMiG-Reformen in das Aktiengesetz. Bekanntlich wollte der Gesetzgeber im Jahre 2008 insoweit erst abwarten, ob die für die GmbH erdachten Regelungen sich bewähren und er wollte auch ihre Eignung für die AG noch einmal überprüfen.[79] 2009 entschied er sich dann doch relativ überstürzt für die Übernahme eins zu eins in das AktG.[80]

a) Systematische Bedenken

Hier sind inzwischen die Grenzen erreicht, die das System der realen Kapitalaufbringung dem Gestaltungswillen des Gesetzgebers setzt. Ob man beim Hin- und Herzahlen noch von einer realen Kapitalaufbringung sprechen kann, wird schon bei der GmbH bezweifelt, weil der „starke" gesellschaftsrechtliche Anspruch in seiner Qualität durch die Umwandlung in einen „schwachen" Darlehensanspruch verschlechtert wird und ein realer Zufluss barer Mittel nicht erfolgt.[81] Die im Zuge der Aktienrechtsnovelle kommende umgekehrte Wandelanleihe wird erstmals die Möglichkeit eröffnen, eine wertlose Forderung in Grundkapital der AG zu verwandeln.[82] Dies wird wahrscheinlich die Dämme, die bisher noch gegenüber einer Forderungseinbringung

78 Siehe v. *Dryander/Niggemann*, in: Hölters, Aktiengesetz, 2. Aufl. 2014, § 186 AktG, Rz. 1 ff.; *Koch*, in: Hüffer, Aktiengesetz, 11. Aufl., 2014, § 186 AktG, Rz. 2; *Peifer*, in: MünchKomm. AktG, Bd. 4, 3. Aufl. 2011, § 186 AktG, Rz. 1 ff.

79 Begr. RegE zum MoMiG, BT-Drs. 16/6140, 41; s. auch *Mülbert/Leuschner*, NZG 2009, 281, 286 f.

80 Siehe Stellungnahme des Rechtsausschusses zum ARUG, BT-Drs. 16/13098, S. 53 ff.; zur Reformgeschichte auch *Bayer*, in: K. Schmidt/Lutter, Aktiengesetz, Bd. 1, 3. Aufl. 2015, § 27 AktG, Rz. 54 f.

81 Siehe insbesondere *Bayer*, in: Lutter/Hommelhoff, 18. Aufl. 2012, § 19 GmbHG, Rz. 121; *Goette*, GmbHR 2009, 51, 53; *Schall*, ZGR 2009, 125, 140.

82 Siehe *Drygala*, WM 2011, 1637, 1639 ff.; *Bayer*, AG 2012, 141, 150 f.; *Veil,* in: K. Schmidt/Lutter, Aktiengesetz, Bd. 2, 3. Aufl. 2015, § 192 AktG, Rz. 2c.

zum Nennwert aufrechterhalten werden,[83] endgültig brechen lassen. Damit entfernen wir uns immer weiter nicht nur von dem Gedanken, dass Kapital real zufließen soll. Auch die Funktion des Kapitals als Seriositätsgewähr[84] ist beeinträchtigt, wenn der Inferent wertlose Schuldverschreibungen oder sonst wertlose Forderungen in Aktien wandeln kann. Einen finanziellen Risikobeitrag erbringt er auf diese Weise jedenfalls zum Einbringungszeitpunkt nicht, und die Tatsache, dass er (oder ein anderer) die Anleihe zu einem früheren Zeitpunkt zu höheren Kursen gezeichnet hat, macht es nicht besser, denn ein wirtschaftliches Vermögensopfer[85] erbringt er so oder so nicht.

b) Zunehmende Regelungskonflikte

Nicht befriedigend ist die Regelungstechnik, denn der Gesetzgeber hat sich mit § 27 Abs. 3 und 4 AktG im Dickicht des Kapitalschutzes verhakt. Die Regelung über das Hin- und Herzahlen kollidiert dann als eine Form der finanziellen Unterstützung des Aktienerwerbs mit § 71a AktG. Dies gilt jedenfalls dann, wenn man die Norm mit der inzwischen wohl überwiegenden und von Art. 23 Abs. 1 Unterabs. 5 der geänderten Kapitalrichtlinie unterstützenden[86] Auffassung auch auf den originären Erwerb von Aktien anwendet.[87] Die durch § 27 Abs. 3 AktG eingeführte Anrechnungslösung bei der verdeckten Sacheinlage scheitert in den ersten zwei Jahren nach der Gründung der Gesellschaft an dem strengeren § 52 AktG, dessen Abs. 1 Satz 2 eine Unwirksamkeitsfolge für das schuldrechtliche und das dingliche Geschäft[88] zwingend vorsieht.[89] Diese Rechtsfolge steht wegen Art. 13 der Kapitalrichtlinie auch nicht zur Disposition des deutschen Gesetzgebers.[90] Das ist insgesamt keine befriedigende Rechtslage.

83 *Ekkenga*, DB 2012, 331 ff.; *Cahn/Simon/Theiselmann*, DB 2010, 1629 ff.; *Priester,* DB 2010, 2045 ff.; *v. Sydow/Beyer,* AG 2005, 635 ff.

84 Begr. RegE zum MoMiG, BT-Drucks. 16/6140; *Drygala*, ZGR 2006, 578, 599; *Drygala/Staake/Szalai*, Kapitalgesellschaftsrecht, 2012, § 1, Rz. 17 f.; *Schall*, ZGR 2009, 126 ff.

85 Siehe *Wiedemann,* DB 1993, 141, 147: „Opfertheorie".

86 Art. 23 I Unterabsatz 5 der Kapitalrichtlinie erwähnt ausdrücklich den Fall, dass ein Dritter eigene Aktien der Gesellschaft erwirbt oder neu emittierte Aktien zeichnet.

87 Dafür *Habersack*, AG 2009, 557, 561 ff.; *ders.,* in: FS Hopt, 2010, S. 725, 739 f.; *Grigoleit/Rachlitz*, in: Grigoleit, Aktiengesetz, 2013, § 56 AktG, Rz. 18 f. und § 71a AktG, Rz. 20; *Brosius,* Die finanzielle Unterstützung, 2011, S. 78 ff.; *Cahn/v. Spannenberg*, in: Spindler/Stilz, Aktiengesetz, Bd. 1, 3. Aufl. 2015, § 56 AktG, Rz. 12 f.; *Lutter/Drygala*, in: KK-AktG, Bd. 1, 3. Aufl. 2011, § 71a AktG, Rz. 21 a.E.; *Koch*, in: Hüffer, Aktiengesetz, 11. Aufl. 2014, § 71a AktG, Rz. 1 und § 27 AktG, Rz. 53; dagegen *Bezzenberger*, in: K. Schmidt/Lutter, Aktiengesetz, Bd. 1, 3. Aufl. 2015, § 71a AktG, Rz. 20; *Merkt*, in: Großkomm. AktG, Bd. 2, 4. Aufl. 2008, § 71a AktG, Rz. 43; *Wieneke*, in: Bürgers/Körber, Aktiengesetz, 3. Aufl. 2014, § 71a AktG, Rz. 2 a.E.

88 *Pentz* in: MünchKomm. AktG, Bd. 1, 3. Aufl. 2008, § 52 AktG, Rz. 49; *Koch*, in: Hüffer, Aktiengesetz, 11. Aufl. 2014, § 52 AktG, Rz. 9.

89 *Lieder*, ZIP 2010, 964, 969 f.; *Bayer/Lieder,* GWR 2010, 3, 5; *Herrler/Reymann*, DNotZ 2009, 914, 921; *Priester*, in: Großkomm. AktG, Bd. 1, 4. Aufl. 2004, § 52 AktG, Rz. 17.

90 *Bayer*, in: K. Schmidt/Lutter, Aktiengesetz, Bd. 1, 3. Aufl. 2015, § 52 AktG, Rz. 53.

c) Komplexität der Regelung

Unerfreulich ist letztlich auch die Komplexität, die der Umgehungsschutz bei der Kapitalaufbringung inzwischen angenommen hat. An die Differenzierung zwischen verdeckter Sacheinlage einerseits und Hin- und Herzahlen andererseits mitsamt den daraus erwachsenden unterschiedlichen Rechtsfolgen[91] hat man sich inzwischen gewöhnt, auch wenn es unter Wertungsgesichtspunkten wenig überzeugt, dass die Anforderungen an eine wirksame Einzahlung beim Cash-Pool davon abhängen sollen, ob in diesem Moment die Gesellschaft einen Anspruch gegen den Pool hat (dann Hin- und Herzahlen) oder umgekehrt (dann verdeckte Sacheinlage).[92] Aber dass man daneben auch noch das Vorliegen der verdeckten gemischten (oder gemischt-verdeckten?) Sacheinlage[93] beachten muss und dass es auch verdeckte verdeckte Sacheinlagen gibt,[94] dürfte den einen oder anderen Rechtsanwender überfordern.[95] Insgesamt hat das Recht der Kapitalaufbringung eine Komplexität und Mehrschichtigkeit erreicht, wie sie sonst nur dem früheren Recht des Eigenkapitalersatzes zu Eigen war. Wir wissen alle, welches Ende es damit genommen hat: Das Rechtsgebiet ist an seiner eigenen Komplexität erstickt.[96]

d) Konsequenzen

Aus den hier nur angedeuteten Unerfreulichkeiten (deren Anzahl sich vermehren ließe) wird für das GmbH-Recht die Konsequenz gezogen, dass eine weitergehende Reform nötig sei. Bei dieser sollte die Unterscheidung zwischen Bar- und Sacheinlage ganz aufgegeben und die präventive Kontrolle der Kapitalaufbringung abgeschafft werden.[97] An dieser Überlegung wird man schon deshalb nicht vorbei kommen, weil der Trend bei der kleinen Kapitalgesellschaft in Europa erkennbar und angetrieben

91 *Bayer,* in: VGR (Hrsg.), Gesellschaftsrecht in der Diskussion, Band 18, 2013, S. 25, 36.

92 So aber BGH v. 20.7.2009 – II ZR 273/07, BGHZ 182, 103, Rz. 11 – Cash Pool II; zustimmend *Bayer*, in: Lutter/Hommelhoff, 18. Aufl. 2012, § 19 GmbHG, Rz. 131; *Veil*, in: Scholz, 11. Aufl. 2012, § 19 GmbHG, Rz. 166; *Casper*, in: Ulmer, Bd. 1, 2. Aufl. 2013, § 19 GmbHG, Rz. 115; kritisch zur Komplexität der Regelung aber *Lieder*, GmbHR 2009, 1177, 1185; *Illhardt*, Die Einlagenrückzahlung nach § 27 IV AktG im System der nationalen und europäischen Kapitalaufbringung, 2012, S. 299 ff.

93 BGH v. 22.3.2010 – II ZR 12/08; BGHZ 188, 44, Rz. 14 ff. – ADCOCOM.

94 BGH v. 10.7.2012 – II ZR 212/10, ZIP 2012, 1857-1860, Rz. 15 ff.; dazu auch *Priester*, DStR 2010, 454, 500.

95 In der Bewertung wie hier auch *Bayer*, in: VGR (Hrsg.), Gesellschaftsrecht in der Diskussion, Band 18, 2013, S. 25, 51.

96 Zum Vereinfachungszweck der Neuregelung insbesondere *Noack,* DB 2006, 1475; *Habersack*, ZIP 2007, 2145, 2150 f.; *Huber/Habersack*, BB 2006, 1 ff.

97 Dafür namentlich *Bayer*, in: VGR (Hrsg.), Gesellschaftsrecht in der Diskussion, Band 18, 2013, S. 25, 47 ff., *ders.*, GmbHR 2010, 1289, 1295 ff.; sympathisierend *Dauner-Lieb*, DB 2009, 212, 226; ähnl. Überlegungen bei *Grunewald*, WM 2006, 2333, 2335; *Eidenmüller*, ZGR 2007, 1442, 1448; *Drygala*, ZIP 2006, 1797 ff.

von den Vorschlägen der Kommission zu einer Societas Unius Personae (SUP)[98] in Richtung Online-Gründung geht. Deutschland wird sich diesem Trend auf Dauer nicht verschließen können, zumal derartige Systeme in mehreren Ländern Europas problemlos funktionieren.[99] Bei einer Online-Gründung kommt es vor allem auf die Geschwindigkeit an, und diese würde von einer Aufgabe der registerrechtlichen Eintragungskontrolle enorm profitieren.

Diese Überlegungen helfen aber für die AG nicht weiter, da dieser Weg durch die Kapitalrichtlinie verschlossen ist. Es aus Gründen der Seriosität der Rechtsform insoweit bei der jetzt geltenden Rechtslage zu belassen,[100] kann aber auch nicht befriedigen. Denn das Problem ist in der AG eher größer als in der GmbH, wo wenigstens die Friktionen mit der Nachgründung und der finanziellen Unterstützung des Aktienerwerbs nicht existieren. Lässt man einmal alle Pfadabhängigkeiten beiseite und denkt sich ein Aktienrecht mit Kapitalrichtlinie, aber ohne den existierenden Umgehungsschutz bei der Kapitalaufbringung, so würde es nahe liegen, die Problemlösung vor allem bei den Normen zu suchen, an denen man wegen der Existenz der Kapitalrichtlinie ohnehin nicht vorbeikommt. Dann ergibt sich folgendes Bild:

- Während der ersten zwei Jahre nach Eintragung der AG gelten Art. 11 KapRL, § 52 AktG.
- Für Darlehens- oder ähnliche Finanzierungsgeschäfte mit einem Gesellschafter, die im Hinblick auf die Teilnahme an einer Gründung oder Kapitalerhöhung erfolgen, gelten Art. 23 KapRL, § 71a Abs. 1 AktG.[101] Im Hinblick auf die finale Verknüpfung der beiden Geschäfte gilt die 6-Monats-Vermutung wie bei der verdeckten Sacheinlage.[102] Ausnahmen wären europarechtlich möglich, müssten aber bei einer Umsetzung ins deutsche Recht neben der Bescheinigung des Vorstands, dass das Darlehen vollwertig und die Gegenleistung angemessen ist, die vorherige Zustimmung der Hauptversammlung vorsehen.
- Nach bisher wenig zur Kenntnis genommener, aber trotzdem zutreffender Ansicht erfassen Art. 23 KapRL und § 71a Abs. 1 AktG (dieser in analoger Anwendung) auch Austauschgeschäfte mit einem Gesellschafter im zeitlichen und sachlichen Zusammenhang mit einer Kapitalerhöhung.[103] Den erforderlichen Finanzierungscharakter hat das Geschäft dann, wenn die Gesellschaft kein wirtschaftliches Interesse an dem fraglichen Gegenstand hat ODER der Erwerb nicht zu angemessenen

98 Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Gesellschaften mit beschränkter Haftung mit einem einzigen Gesellschafter, COM/2014/0212 final – 2014/0120 (COD); näher dazu etwa *Jung*, GmbHR 2014, 579 ff.; *Wicke*, ZIP 2014, 1414 ff.

99 *Drygala*, EuZW 2014, 491, 493 f.; ablehnend *Eickelberg*, NZG 2015, 81 ff.

100 *Bayer*, aaO., S. 52.

101 Siehe Nachweise bei Fn. 87.

102 Siehe *Lutter/Drygala*, in: KK-AktG, 3. Aufl. 2011, § 71a, Rz. 39; *Bezzenberger,* in: K. Schmidt/Lutter, Aktiengesetz, Bd. 1, 3. Aufl. 2015, § 71a AktG, Rz. 14.

103 *Lutter/Drygala*, in: KK-AktG, Bd. 1, 3. Aufl. 2011, § 71a AktG, Rz. 29; *Cahn*, in: Spindler/Stilz, Aktiengesetz, Bd. 1, 3. Aufl. 2015, § 71a AktG, Rz. 30; *Oechsler*, in: MünchKomm. AktG, Bd. 1, 3. Aufl. 2008, § 71a AktG, Rz. 20; *Schroeder*, Finanzielle Unterstützung des Aktienerwerbs, 1995, S. 38 ff.

Bedingungen erfolgt.[104] Der erforderliche Finanzierungsbeitrag besteht dann darin, dass die Gesellschaft dem Inferenten durch das Austauschgeschäft die erforderliche Liquidität zum Aktienerwerb zur Verfügung stellt.[105]

– Schließlich und endlich liegt im Erwerb nicht werthaltiger Sachen durch die AG oder in der Vergabe nicht werthaltiger Darlehen ein Verstoß gegen § 57 AktG mit der alleinigen Rechtsfolge[106] der Rückgewährpflicht nach § 62 AktG.

Ein rechtliches Arsenal zur Erfassung der Vorgänge, die heute unter § 27 Abs. 3 und 4 AktG subsumiert werden, ist daher durchaus vorhanden. Die hier skizzierten Mittel haben jedoch überwiegend den Nachteil, dass sie zum einen nicht präventiv wirken, denn allein ein möglicher Verstoß gegen § 52 AktG unterfällt der Kontrolle des Registergerichts. §§ 71a und 57 AktG sind hingegen Vorschriften der Kapitalerhaltung, die im Registerverfahren nicht geprüft werden. Zum anderen missbilligen nur § 52 AktG und § 71a AktG in seinem direkten Anwendungsfall, also dem eigentlichen Finanzierungsgeschäft, das Rechtsgeschäft ohne Rücksicht auf seinen Inhalt. Die erweiterte Anwendung von § 71a AktG auf Austauschgeschäfte und auch § 57 AktG erfordern eine inhaltliche Bewertung von Angemessenheit der Konditionen und Erwerbsinteressen der Gesellschaft. Hierfür trägt zudem die Gesellschaft die Beweislast.[107] Das bleibt hinter dem durch § 27 Abs. 3 und 4 AktG vermittelten Schutz deutlich zurück. Eine deutliche Verschärfung gegenüber § 27 Abs. 4 AktG ergäbe sich allein aus der konsequenten Anwendung von § 71a AktG auch auf den originären Aktienerwerb.

Will man daher aufgrund der vorbenannten Schwierigkeiten die Rechtsfigur der verdeckten Sacheinlage und des Hin- und Herzahlens aufgeben und das Problem in die Kapitalerhaltung verschieben, müsste man bei § 57 AktG eine Beweislastumkehr für Fälle vorsehen, in denen das Austauschgeschäft mit dem Gesellschafter in zeitlicher und sachlicher Nähe zur Gründung oder Kapitalerhöhung erfolgt, wobei die Voraussetzungen einer sachlichen Nähe nicht ganz einfach zu formulieren sind. Dieser Gedanke, dass der Gesellschafter für die Werthaltigkeit des im Rahmen des Austauschgeschäfts eingebrachten Gegenstandes die Beweislast tragen sollte, liegt jedoch schon der jetzt geltenden Anrechnungslösung zugrunde[108] und ließe sich auch für §§ 57, 71a AktG fruchtbar machen.

104 Enger *Cahn*, aaO., der nur auf den Drittvergleich im Hinblick auf den Erwerbspreis abstellt. Die in der Literatur genannten Kriterien decken sich im Übrigen weitgehend mit denen des BGH aus der Entscheidung Eurobike, siehe BGH v. 1.2.2010 – II ZR 173/08, BGHZ 184, 158, Rz. 24.

105 *Lutter/Drygala*, aaO.

106 Der Ansatz über §§ 134, 985 BGB wurde aufgegeben durch BGH v. 12.3.2013 – II ZR 179/12, BGHZ 196, 312 bei Rz. 12. Ungeklärt ist nach wie vor die Frage, ob sich § 62 AktG auf eine Rückgewähr in Natur oder nur auf Wertausgleich bezieht, siehe dazu *Drygala*, in: KK-AktG, Bd. 1, 3. Aufl. 2011, § 62 AktG, Rz. 61 ff.

107 Statt aller *Bayer*, in MünchKomm. AktG, Bd. 1, 3. Aufl. 2008, § 62 AktG, Rz. 92.

108 RegBegr. MoMiG, BT-Drs. 16/6140 S. 40; *Heidinger/Ben*, in: Spindler/Stilz, Aktiengesetz, Bd. 1, 3. Aufl. 2015, § 27 AktG, Rz. 190, kritisch *Koch*, in: Hüffer, Aktiengesetz, 11. Aufl. 2014, § 27 AktG, Rz. 44.

Will man die präventive Kontrolle durch das Registergericht nicht völlig aufgeben, so könnte es sich daneben anbieten, die Rechtsfigur der freien Verfügung nach § 36 AktG beizubehalten, dies aber nur als formelles Kriterium, nicht als materielle Voraussetzung wirksamer Einlageerbringung. Das würde es dem Registergericht ermöglichen, bei erkennbarer Scheinzahlung oder Verwendungsbindung mit Rückfluss zum Aktionär[109] die Eintragung abzulehnen; zudem wäre der anmeldende Vorstand bei falschen Angaben strafbar nach § 399 Nr. 1 AktG und bei Falschangaben in der Gründung gemeinsam mit den Gründern haftbar nach §§ 46 und 48 AktG. Das würde die Problematik ein Stück weit zu Lasten der Organe lösen, aber das ist im GmbH-Recht genauso und wird vom Gesetzgeber in Kauf genommen.[110] Eine erhebliche Rechtsvereinfachung nach dem Vorbild der MoMiG-Reform zu den Gesellschafterdarlehen wäre jedoch insgesamt möglich.

IV. Zusammenfassung

1. Das AktG 1965 hat in Fragen der Unternehmensfinanzierung im Wesentlichen an das AktG 1937 angeknüpft. Das Reformkonzept zielt auf eine betont solide und verlässliche Finanzierung der AG, was jedoch zu Lasten der Flexibilität geht.
2. Als besonderes Hindernis für eine Weiterentwicklung der Unternehmensfinanzierung erweist sich die Satzungsstrenge nach § 23 Abs. 5 AktG. Sie ist der maßgebliche Grund für die permanente Notwendigkeit zur Weiterentwicklung durch den Gesetzgeber.
3. Seit 1994 hat eine erhebliche Deregulierung des Rechts der Unternehmensfinanzierung stattgefunden. Sie erfolgte zum Teil durch den Gesetzgeber, insbesondere durch die Erleichterungen beim Bezugsrechtsausschluss und beim Rückerwerb eigener Aktien, teils aber auch durch die Rechtsprechung.
4. Bei einem Fortschreiten des Deregulierungsprozesses muss die Rechtsprechung zur sachlichen Rechtfertigung von Beschlüssen zum Bezugsrechtsausschluss kritisch hinterfragt werden. Eine materielle Beschlusskontrolle erscheint schon heute verzichtbar, soweit es um börsennotierte Gesellschaften ohne kontrollierenden Aktionär geht.
5. Im Wesentlichen missglückt ist die Übernahme der MoMiG-Reformen zur Kapitalaufbringung in das AktG. Sie scheitert zum Teil an europarechtlichen Vorgaben, zum Teil an ihrer eigenen Komplexität. Es wird ein Neuansatz unter Aufgabe der Rechtsfigur der verdeckten Sacheinlage und unter Verlagerung der Problematik ins Recht der Kapitalerhaltung angeregt.

109 Siehe zur Verwendungsbindung *Koch*, in: Hüffer, Aktiengesetz, 11. Aufl. 2014, § 36 AktG, Rz. 9.

110 Kritsch deshalb *K. Schmidt*, GmbHR 2008, 449 ff.