

Inhaltsverzeichnis

§ 1 Einleitung	1
§ 2 Das genehmigte Kapital	5
I. Rechtsrahmen des genehmigten Kapitals	5
1. Systematische Stellung und Zweck	6
a) Gesetzliche Normierung	6
b) Verhältnis zur ordentlichen Kapitalerhöhung	7
c) Genese des genehmigten Kapitals	10
aa) Gesetzgebung durch den deutschen Gesetzgeber des AktG	11
bb) Einfluss des europäischer Gesetzgebers auf das AktG	12
d) Zweck	13
2. Verfahren zur Schaffung und Ausnutzung des genehmigten Kapitals	14
a) Schaffung des genehmigten Kapitals	14
aa) Schaffung durch satzungsändernden Beschluss	14
bb) Inhalt des Ermächtigungsbeschlusses	15
b) Ausnutzung der Ermächtigung und Durchführung der Kapitalerhöhung ..	16
c) Durchführung in der Praxis	17
aa) Fremdemission	17
bb) Genehmigtes Kapital I und II	17
d) Einbringung als Bar- oder Sacheinlage	18
e) Besondere Situation börsennotierter Unternehmen	19
aa) Börsenzulassungsbedingte Publizitätspflichten	19
bb) Wertpapierrechtliche Ad-hoc-Publizität	20

3.	Ausgestaltung durch die Rechtsprechung.....	21
4.	Rechtstatsächliche Bedeutung.....	26
II.	Relevante Aspekte der Corporate Finance	30
1.	Effizienz der Kapitalentscheidung.....	30
2.	Steigerung des Shareholder Value	31
3.	Erhöhung des Unternehmenswertes.....	32
4.	Relevanz der Eigentümerstruktur	33
III.	Vorzüge des genehmigten Kapitals	33
1.	Flexibilitätssteigerung der Kapitalaufnahme	35
2.	Finanzierungstheoretische Betrachtung des genehmigten Kapitals	38
a)	Unabhängigkeit.....	39
b)	Liquidität.....	41
c)	Rentabilität.....	43
3.	Flexibilität hinsichtlich des Bezugsrechts	44
a)	Ausschluss des Bezugsrechts.....	45
aa)	Motive für den Ausschluss des Bezugsrechts.....	46
bb)	Möglichkeiten des Bezugsrechtsausschlusses beim genehmigten Kapital.....	48
(1)	Direktausschluss.....	50
(2)	Ausschlussermächtigung.....	50
(3)	Kleines genehmigtes Kapital ohne Bezugsrecht bei der börsennotierten Gesellschaft.....	52
b)	Flexibilität auch bei Bezugsrechtsausschluss.....	54
4.	Aktien als Akquisitionswährung bei Unternehmenstransaktionen	55

a) Vom Käufer gehaltene eigene Aktien	56
b) Unternehmenskauf durch Kapitalerhöhung	57
aa) Ordentliche Kapitalerhöhung	58
bb) Bedingte Kapitalerhöhung	59
cc) Gemischte Bar- und Sachkapitalerhöhung	60
dd) Genehmigtes Kapital	60
IV. Zusammenfassung und Schlussfolgerungen	62
§ 3 Agency-Theorie und genehmigtes Kapital.....	65
I. Die Agency-Theory in der Neuen Institutionenökonomik	65
1. Die Neue Institutionenökonomik	66
a) Transaktionskostenansatz.....	70
b) Theorie der Verfügungsrechte	70
2. Agency-Theorie.....	71
a) Rationalität, Opportunismus und Nutzenmaximierung	72
b) Informationsasymmetrie	74
aa) Informationsasymmetrie vor Vertragsschluss	76
bb) Informationsasymmetrie nach Vertragsschluss	77
cc) Auflösung asymmetrischer Informationsverteilung	78
c) Unvollständige Verträge	80
d) Allgemeines	81
e) Trennung von Eigentum und Kontrolle.....	83
II. Agency-theoretische Betrachtung der Regeln über das genehmigte Kapital ..	87
1. Anwendung der Agency-Theorie auf das genehmigte Kapital	88

a)	Allgemeine Anwendung auf die Publikumsaktiengesellschaft.....	89
aa)	Kollektives Handeln und rationale Apathie der Aktionäre	90
bb)	Aufsichtsrat als Überwacher zur Bewältigung der rationalen Apathie	93
b)	„Potenzierte Agency-Konstellation“ des genehmigten Kapitals	95
aa)	Grenzen der potenzierten Agency-Beziehung	98
bb)	Rationale Apathie und genehmigtes Kapital	100
cc)	Rolle des Aufsichtsrats.....	102
2.	Auseinanderfallen von Eigentum und Kontrolle beim genehmigten Kapital	105
3.	Informationsasymmetrien beim genehmigten Kapital.....	107
a)	Informationsverteilung in der AG im Allgemeinen	107
b)	Ermächtigungsbeschluss als relevanter Abgrenzungszeitpunkt.....	108
c)	Informationsverteilung vor dem Ermächtigungsbeschluss	109
d)	Informationsverteilung nach Ermächtigungsbeschluss	112
e)	Angleichung des Informationsniveaus	115
4.	Unvollständige Verträge	118
III.	Zusammenfassung und Schlussfolgerungen	119
§ 4	Opportunistusgefahren.....	121
I.	Einleitung.....	121
1.	Interessenbindung beim genehmigten Kapital	121
a)	Entscheidungsautonomie	122
aa)	Entscheidungsautonomie der Hauptversammlung	123
bb)	Entscheidungsautonomie des Vorstands.....	125
cc)	Bindung des Vorstands an das Aktionärsinteresse	126

b)	Ausprägung des Aktionärsinteresses	127
aa)	Dividendenpolitik	128
bb)	Steigerung des Unternehmenswertes	129
c)	Ausprägung des Vorstandsinteresses	129
2.	Opportunismus als Nachteil für das Aktionärsinteresse	131
3.	Opportunismus beim genehmigten Kapital im Allgemeinen	132
II.	Konkrete Opportunismusgefahren	132
1.	Leistungsanreiz	134
2.	Dienstverbrauch	138
3.	Zeitpräferenz	140
4.	Risikopräferenz	143
5.	Wachstumskonflikte und überschüssige Liquidität	147
a)	Ineffizientes Wachstum und Empire Building	147
b)	Freie Zahlungsströme (Free Cash Flows)	150
6.	Hybris Hypothese	153
7.	Career Concerns	154
8.	Entrenchment	154
9.	Bündelung der Opportunismusmotive	156
III.	Zusammenfassung und Schlussfolgerungen	158
§ 5	Interne Kontrolle und Steuerung des Vorstandshandelns	161
I.	Gebotenheit von Schutz	161
1.	Rolle des Publikumsaktionärs	161
a)	Einleitung	161

b) Befund	162
aa) Anlageorientierte Interpretation	162
bb) Mitgliedschaftliche Interpretation	164
cc) Rechtsprechung und Gesetzgebung	165
dd) Die AG als Kapitalsammelbecken	166
ee) Kapitalmarktrecht vs. Gesellschaftsrecht	167
c) Stellungnahme	168
2. Ausreichender Schutz durch Bezugsrecht?	170
a) Schädigung der Aktionäre als Voraussetzung zu verhindernden Opportunismus	170
b) Kein hinreichender Schutz durch das Bezugsrecht	170
II. Einführung in die Kontroll- und Steuerungsthematik	171
1. Interne Corporate Governance	173
2. Externe Corporate Governance	173
III. Interne Kontrolle und Steuerung	175
1. Kontrolle durch interne Akteure	175
a) Keine hinreichende Kontrolle durch die Aktionäre	175
b) Aufsichtsratssystem	177
aa) Rolle des Aufsichtsrats	177
(1) Strukturelle Kontrolle in der Organisation der AG	178
(2) Kontrolle in der potenzierten Agency-Konstellation des genehmigten Kapitals	179
bb) Möglichkeit der Kontrolle und Kompetenz des Aufsichtsrats	180
(1) Zunehmend weit interpretierter Kontrollbegriff	180

(2) Zunehmende Professionalisierung	183
(3) Informationsgefälle	187
(4) Aufsichtsratsmandat als Nebenamt	189
(5) Zwischenergebnis	190
bb) Interessenbindung und Unabhängigkeit	190
(1) Wechsel vom Vorstand in den Aufsichtsrat	193
(2) Kandidatenkür	194
(3) Einfluss des Vorstands	195
(4) Vergütung	195
(5) Zwischenergebnis	198
cc) Monistisches System als Alternative	198
(1) Systemfrage	198
(2) Praktische Entwicklung	199
(3) Zwischenergebnis	200
c) Kontrolle durch Großaktionäre oder institutionelle Anleger	201
d) Zwischenergebnis	202
2. Mehrheitserfordernis (§ 202 Abs. 2 Satz 2)	202
3. Handlungsstandards und Haftung des Vorstands	203
a) Handlungspflichten für das genehmigte Kapital	204
b) Treuepflicht	205
c) Sorgfaltspflicht und Business Judgement Rule	207
aa) Sorgfaltspflicht im Rahmen des genehmigten Kapitals	207
(1) Einzelpflichten	208

(2) Opportunismusrisiken	209
bb) Einschränkung durch die Business Judgement Rule	210
(1) Unternehmerisches Ermessen als Ausschlusstatbestand.....	210
(2) Risikokonzept der Business Judgement Rule	211
d) Geltendmachung von Ansprüchen gegen den Vorstand.....	213
e) Zwischenergebnis.....	216
4. Berichtspflichten	216
a) Die geltende Rechtslage	217
aa) Vorstandsbericht	217
bb) Vorabbericht.....	218
cc) Nachgelagerte Berichtspflicht	219
b) Ökonomische Überlegungen zum Vorabbericht.....	221
aa) Legitimationserfordernis der Hauptversammlung.....	223
bb) Komplexitätssteigerung	225
cc) Rationale Apathie	225
dd) Auswirkungen auf den Emissionspreis.....	226
ee) Zwischenergebnis.....	228
ff) Auswirkungen auf das Berichtserfordernis nach § 15 WpHG.....	229
5. Dichtes Netz der Nachkontrolle	229
a) Gerichtliche Kontrolle.....	230
aa) Anfechtungs- und Nichtigkeitsklage gegen den Ermächtigungsbeschluss	230
bb) Unterlassungsklage.....	231

cc) Anfechtungs- und Nichtigkeitsklage gegen den Beschluss über die Ausnutzung.....	232
(1) Aktuelle Rechtslage	232
(2) Überlegungen de lege ferenda	233
dd) Feststellungsklage nach § 256 ZPO.....	234
ee) Schadensersatz	236
b) Nichterteilung der Entlastung und Abberufung	237
IV. Zusammenfassung und Schlussfolgerungen.....	238
§ 6 Kontrolle durch Märkte	241
I. Markt für Manager	242
II. Produktmärkte.....	245
III. Eigenkapitalmarkt.....	247
1. Primärmarkt - Emissionsmarkt	249
a) Interessendifferenzen	249
aa) Interessen der Altaktionäre	250
bb) Interessen der Investoren auf dem Kapitalmarkt.....	250
cc) Interessen des Vorstands	252
b) Signalling durch Kapitalmarktkommunikation	254
c) Signalling durch den Emissionspreis.....	256
aa) Interessenlage der Altaktionäre.....	257
bb) Keine Interessenbindung an Neuaktionäre	259
cc) Bookbuilding.....	260
d) Ankündigungseffekte von Kapitalerhöhungen	263
e) Pecking Order Theorie.....	265

f)	Wechselwirkung mit der Kontrolle durch den Aufsichtsrat.....	266
g)	Zwischenergebnis zur Steuerung durch den Primärmarkt.....	267
2.	Sekundärmarkt - Markt für Unternehmenskontrolle.....	267
a)	Einführung.....	268
b)	Interessenlage.....	270
aa)	Interessenkonflikt zwischen Aktionären und Vorstand.....	271
bb)	Angleichung von Vorstands- und Aufsichtsratsinteressen	272
cc)	Verteidigung	272
dd)	Neutralitätspflicht des Vorstands.....	273
c)	Genehmigtes Kapital in Übernahmesituationen	274
aa)	Relevanz von Unternehmensübernahmen auf die Corporate Governance in Deutschland.....	274
bb)	Genehmigtes Kapital als Übernahmeinstrument.....	275
cc)	Genehmigtes Kapital als Abwehrinstrument.....	277
(1)	Abwehrkapitalerhöhung nach Veröffentlichung eines Übernahmeangebots.....	280
(2)	Gegenangebot für den Bieter	284
(3)	Abwehrkapitalerhöhung vor Veröffentlichung eines Übernahmeangebots.....	285
d)	Zwischenergebnis zur Steuerung durch den Sekundärmarkt	286
3.	Wechselwirkungen der Kontrollinstrumente des Primär- und des Sekundärmarktes.....	286
IV.	Fremdkapitalmarkt.....	288
1.	Kontrollfunktion des Fremdkapitals.....	289
2.	Agency-Kosten der Kapitalisierungsentscheidung.....	291

3. Ergebnis	294
V. Zusammenfassung und Schlussfolgerungen	295
§ 7 Vergütung als Anreiz zu interessengerechtem Verhalten oder als Opportunismusanreiz	297
I. Einleitung	297
1. Anreizsetzung durch Vergütung als Instrument der Verhaltenssteuerung	297
2. Überwiegen der Opportunismusanreize als Anknüpfungspunkt	299
II. Gesetzliche Gestaltungsmöglichkeiten der Vergütungsstruktur	300
1. Fixe Vergütungsbestandteile	301
2. Variable Vergütungsbestandteile	302
a) Vorteile variabler Vergütungsbestandteile	302
b) Weitreichende Gestaltungsbefugnis des Aufsichtsrats	304
c) Bedenken gegen variable Vergütungsbestandteile	305
aa) Aufsichtsratszuständigkeit	306
bb) Einfluss des Vorstands	307
cc) Zwischenergebnis	308
d) Gestaltung der variablen Vergütung hinsichtlich der Opportunismusgefahren	309
aa) Steigerung der Leistungsbereitschaft	310
bb) Unterschiedliche Zeitpräferenzen	310
cc) Unterschiedliche Risikopräferenzen	313
dd) Wachstumskonflikte	315
ee) Verlustbeteiligung im Rahmen des § 87 Abs. 2	316
ff) Anderweitige Verlustbeteiligung des Vorstands	318

(1) Das Konzept der Verlustbeteiligung	319
(2) 5-Jahres-Modell	319
(3) Bedenken gegen eine Verlustbeteiligung	320
3. Einheitlichkeit der Vergütungsstruktur	322
III. Zusammenfassung und Schlussfolgerungen	323
§ 8 Ergebnis	325