

Thilo Kuntz

Gestaltung von  
Kapitalgesellschaften  
zwischen Freiheit und Zwang

Venture Capital in Deutschland und den USA

Mohr Siebeck

# Inhaltsübersicht

Vorwort

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis

Einleitung

1

- A. Untersuchungsanlass und Untersuchungsgegenstand
- B. Zur Begründung zwingenden Privatrechts
- C. Zur Methode der Arbeit
- D. Gang der Untersuchung

## *1. Teil*

Gestaltungsanlässe und ein Modell freier Gestaltung  
am Beispiel von Venture Capital-Vereinbarungen  
in den USA

41

- A. Gestaltungsanlässe: Regelungsprobleme  
der Venture Capital-Finanzierung
- B. Ein Modell freier Gestaltung:  
Venture Capital-Vereinbarungen in den USA
- C. Schlussbetrachtung

## *2. Teil*

Gestaltungskontrolle im deutschen Kapitalgesellschaftsrecht: Instrumente

217

- A. Kontrollinstrumente des allgemeinen Privatrechts
- B. Konzernrecht als Kontrollinstrument am Beispiel Venture Capital. .
- C. Einheit und Vielheit der Verbandsordnung
- D. Ergebnisse

*3. Teil*Gestaltungskontrolle im deutschen Kapitalgesellschaftsrecht: Wertungen  
343

A. Satzungsstrenge in der Aktiengesellschaft	345
B. Rechtsformübergreifende Wertungen	448
C. Ergebnisse	515

*4. Teil*Gestaltungsmöglichkeiten im deutschen Kapitalgesellschaftsrecht  
am Beispiel von Venture Capital-Vereinbarungen  
521

A. Erlösbeteiligung der Investoren und Konversionsrechte	524
B. Einflussssicherung	556
C. Finanzierungskontrolle	637
D. Schutz vor Verwässerung und Abwertung	671
E. Bindung der Gründer	704
F. Rückübertragungsrechte (Redemption Rights)	745
G. Börseneinführungsrechte	750
H. Gestaltung von Beteiligungsvereinbarungen in Deutschland und den USA im Vergleich	758
Zusammenfassung	761
Literaturverzeichnis	793
Stichwortverzeichnis	831

# Inhaltsverzeichnis

Vorwort	VII
Inhaltsübersicht	IX
Abkürzungsverzeichnis	XLI

## Einleitung

1

A. Untersuchungsanlass und Untersuchungsgegenstand	2
§ 1 Legitimation zwingender Regeln im Kapitalgesellschaftsrecht	2
§ 2 Gestaltung von Kapitalgesellschaften und Venture Capital	6
I. Kapitalgesellschaften und deren Gestaltung	6
1. Kapitalgesellschaften	6
2. Private Gestaltung von Kapitalgesellschaften	10
II. Venture Capital: Begriff und Finanzierungsablauf	11
1. Begriff	11
2. Finanzierungsablauf	12
3. Maßgebliche Dokumente	13
4. Venture Capital in den USA	14
a) Unterschiede zwischen Finanzierungen in Seed und Start-up Phase	14
b) Rundenbasierte Finanzierung; maßgebliche Dokumente . . .	15
§ 3 Einordnung in den Forschungsstand	16
I. Gestaltungsfreiheit im Kapitalgesellschaftsrecht	16
II. Schuldrechtliche Nebenabreden	18
III. Beteiligungsvereinbarungen	19
§ 4 Themenbegrenzung	20
I. Gläubiger- und Arbeitnehmerschutz	20
II. Stille Gesellschaft als Finanzierungsform	21
III. Verhältnis von Kapitalverkehrsfreiheit und Satzungsstrenge	22

B. Zur Begründung zwingenden Privatrechts	23
§1 Legitimation von Beschränkungen der Gestaltungsfreiheit	23
§2 Begriff, Wirkung und Funktion zwingenden Rechts als Problem - - - -	25
§3 Kein „Contractarian Approach“	26
C. Zur Methode der Arbeit	30
§1 Rechtsvergleichung	31
I. Zur funktionalen Methode	31
II. Gesellschaftsrecht von Delaware	32
§2 Ökonomische Analyse	34
D. Gang der Untersuchung	38

### *1. Teil*

## Gestaltungsanlässe und ein Modell freier Gestaltung am Beispiel von Venture Capital-Vereinbarungen in den USA

41

A. Gestaltungsanlässe: Regelungsprobleme der Venture Capital-Finanzierung	43
§1 Interessenlage und Regelungskonflikte	43
I. Ausgangslage	44
1. Kapitalgeber und Gründer	44
a) Informationsasymmetrien	44
b) Fehlen von Sicherheiten und finanzieller Beiträge der Gründer	45
c) Wahl der Finanzierungsform	45
d) Interessenkonflikte bei der Unternehmensleitung	46
2. Verhältnis der Gesellschafter untereinander	46
II. Wagniskapitalverträge als dynamische Verträge	47
§2 Einzelprobleme	48
I. Zu geringe Anstrengung (Underinvestment)	48
1. Gründer als Agenten und Kapitalgeber als Prinzipale	48
2. Kapitalgeber als Agenten und Gründer als Prinzipale	49
II. Selektionsprobleme	50
III. Hold-up	50
1. Hold-up der Gründer durch die Kapitalgeber	50

2. Hold-up der Kapitalgeber durch die Gründer	52
3. Hold-up innerhalb der Gruppen	53
a) Hold-up innerhalb der Gründergruppe	53
b) Hold-up innerhalb der Investorengruppe	53
IV. Window Dressing	54
V. Benachteiligung früher Kapitalgeber (Trilateral Bargaining) . . . .	54
1. Verwässerung der Beteiligung früher Investoren (Dilution) . . .	55
2. Aneignung schwierig bewertbarer Vermögenswerte (Asset Stripping)	56
a) Asset Stripping der Gründer zu Lasten der Kapitalgeber . . .	56
b) Asset Stripping später Kapitalgeber zu Lasten früher Investoren	57
c) Asset Stripping zu Lasten der Gründer	58
VI. Aushöhlung der Ansprüche der Gründer	58
VII. Nachträgliche Veränderung der Investitionsrisiken (Risk-shifting)	59
VIII. Überinvestitionsproblem	59
B. Ein Modell freier Gestaltung:	
Venture Capital-Vereinbarungen in den USA	61
§1 Unterschiedliche Anteilklassen für Gründer und Investoren	62
I. Common Shares versus Convertible Preferred Shares	62
II. Steuerungswirkung aus Investorenperspektive	63
III. Steuerungswirkung aus Gründerperspektive	64
§2 Erlösbeteiligung der Investoren durch Convertible Preferred Shares. . .	65
I. Grundlagen	65
1. Begriff und Gestaltungsgrundlage	65
2. Die Stellung der Vorzugseigner in der Gesellschaft	66
a) Gesellschafterrechte im Verhältnis zu den Stammeignern . . .	66
b) Vertragsrechtliche Interpretation der Vorzugsrechte	67
aa) Der Klauselwortlaut als Grundlage und Grenze der Auslegung	67
bb) Der „implied covenant of good faith and fair dealing“ . . .	68
c) Konsequenzen für die Gestaltungspraxis	70
II. Dividendenpräferenzen	71
1. Grundlagen	71
2. Gestaltungspraxis	72
a) Grundsatz: Non-cumulative Dividends	72
b) Cumulative, Cumulative „if earned“ und Cumulative Participating Dividends	72
c) Verknüpfung von Cumulative Preferences mit anderen Rechten	73
3. Auswirkungen von Dividendenvorzügen	74

a) Vergütungsfunktion	74
b) Schutz vor privater Vorteilsnahme seitens der <b>Gründer</b> ....	75
III. Liquidationspräferenzen	76
1. Grundsätze	76
2. Gestaltungspraxis	77
3. Auswirkungen von Liquidationspräferenzen	78
a) Auswirkungen unbeschränkter Participating Liquidation Preferences	78
b) Auswirkungen beschränkter Participating Liquidation Preferences	81
c) Das Problem der Demotivation der Gründer	81
IV. Conversion Rights und automatische Konversion	83
1. Option zur Anteilsumwandlung	83
a) Grundlagen und Gestaltungspraxis	83
b) Wirtschaftliche Funktion des Rechts zur Konversion	83
aa) Konversionsrecht und Non-participating Preferred Shares	84
bb) Konversionsrecht und Participating Preferred Shares...	85
cc) Folgerungen zur Bedeutung von Konversionsrechten. . .	87
2. Automatische Konversion	88
a) Grundlagen und Gestaltungspraxis	88
b) Wirtschaftliche Funktionen automatischer Konversion....	89
aa) Vertikale Dimension: Gründer und Investoren	89
(1) Grandstanding	90
(2) Verhaltenssteuerung nach einem Börsengang	91
bb) Horizontale Dimension: Abmilderung eines Hold-ups auf Investorenebene	92
c) Fehlanreize von Klauseln zur automatischen Konversion. . .	93
V. Convertible Preferred Shares und abweichende Gestaltungen im Vergleich	95
1. Debt Financing und Preferred Stock Warrants in der Gestaltungspraxis	96
2. Rechtliche Nachteile alternativer Gestaltungsoptionen	97
a) Vorzugsanteile versus Darlehensfinanzierung	97
b) Vorzugsanteile versus Stammanteile	99
3. Funktionsäquivalenz der Kombination von Fremd- und Eigenkapitalbeteiligung	100
a) Anreizwirkung residualer Gewinnbeteiligungsrechte	100
b) Rangverteilung als Signal	101
c) Überschussverteilung bei Liquidation und Dividendenvorrechte	102
d) Verhinderung opportunistischen Gründerverhaltens	103
e) Unterschiedliche Verteilung von Gewinnbezugsrechten . . .	104
f) Ergebnisse	104
§3 Einflussicherung: Stimmrechte, Board Control und Covenants	105

I. Stimmrechte, Board Control und Covenants im System der Wagniskapitalfinanzierung	105
1. Perspektive der Wagniskapitalgeber	105
2. Perspektive der Gründer	107
3. Einflussssicherung als Weg zur Dynamisierung des Beteiligungsverhältnisses	108
II. Stimmrechte der Vorzugseigner	109
1. Einzelstimmrecht	109
a) Grundlagen	109
b) Ausgestaltung	111
aa) Stimmrecht nach Maßgabe der Wandlungsrechte	111
bb) Einteilung in verschiedene Klassen (Class Voting) - - - -	111
2. Stimmbindungsvereinbarungen	113
III. Board Control	114
1. Grundlagen	114
2. Ausgestaltung	115
a) Besetzung des Board of Directors	115
aa) Grundformen der Sitzverteilung	115
bb) Regelungsort	116
cc) Machtverschiebung im Laufe der Zeit	117
b) Voting Switch/Control Flip	118
c) Grenzen der Ausübung von Board Control	119
IV. Covenants	119
54 Finanzierungskontrolle: Gestaffelte Finanzierung (Staging)	121
I. Grundlagen	121
1. Grundformen gestaffelter Finanzierung	121
2. Auswirkungen gestaffelter Finanzierung	122
II. Insbesondere: Ex ante vereinbarte Meilensteine	123
1. Grundformen	124
2. Verbindlichkeit von Meilensteinvereinbarungen	125
§5 Schutz vor Verwässerung und Abwertung: Antidilution Rights, Pay to Play, Pull Ups und Performance Deals, Bezugsrechte	126
I. Grundlagen	126
1. Definition von „Verwässerung“	127
a) Verwässerung aufgrund des Hinzutretens eines neuen Investors	127
aa) Verhältnis von Altinvestoren und Gründern	127
bb) Verhältnis der Investoren untereinander	128
b) Verwässerung durch sonstige Maßnahmen	129
aa) Ausgabe von Stammanteilen und Anteilsteilung	130
bb) Dividendenzahlungen	130
2. Einführende Typologie	131
a) Preisbasierter Schutz I: Weighted Average und Füll Ratchet- Klauseln	131



b) Preisbasierter Schutz II: Structural Antidilution Protection	131
c) Pay to Play und Pull Up Provisions	132
d) Performance Deals	132
II. Preisbasierter Verwässerungsschutz	132
1. Füll Ratchet-Klauseln	132
a) Inhalt und Funktionsweise	132
b) Auswirkungen auf die Gründer	133
c) Auswirkungen auf das Verhältnis der Investoren untereinander	133
aa) Abschreckende Wirkung und „Todesspirale“	133
bb) Probleme bei syndizierten Beteiligungsstrukturen . . . . .	135
d) Umgang mit und praktischer Sinn von Füll Ratchet-Klauseln	135
2. Weighted Average-Klauseln	137
3. Structural Antidilution Protection	139
III. Pay to Play und Pull Up Provisions	140
1. Pay to Play	141
2. Pull Up Provisions	141
3. Schutz der Altinvestoren vor Trilateral Bargaining	142
IV. Performance Deals . . . . .	142
V. Bezugsrechte	143
1. Grundlagen	143
2. Ausgestaltung	144
3. Auswirkungen in der Praxis und Funktion	145
§ 6 Bindung der Gründer: Nachvertragliche Wettbewerbschranken, Share Transfer Restrictions, Tag Along/ Drag Along und IPO Lock-up . . . . .	146
I. Nachvertragliche Wettbewerbschranken: Noncompetition Agreements und Informationsweitergabeverbote	147
1. Noncompetition Agreements	147
2. Informationsweitergabeverbote und die Doctrine of Inevitable Disclosure	149
II. Share Transfer Restrictions	150
1. Grundlagen	150
2. Vesting	152
3. Vorerwerbsrechte und Andienungspflichten (Rights of First Refusal und Reverse Vesting)	154
a) Grundlagen	154
b) Ausgestaltung	154
c) Auswirkungen und praktischer Sinn	155
aa) Auswirkungen	155
bb) Praktischer Sinn	156
(1) Eintrittskontrolle	156
(2) Austrittskontrolle	158
III. Mitnahmeklauseln (Drag Along Rights)	159

IV. Mitveräußerungsrechte (Tag Along Rights/Rights of Co-sale) . . .	159
V. IPO-Lock-up/Market Stand-off	161
§7 Börseneinführungsrechte (Registration Rights)	161
I. Grundlagen	161
II. Ausgestaltung	162
1. Anspruch auf Börseneinführung (Demand Registration Rights)	162
a) Grundlagen	162
b) Bedeutung von Demand Registration Rights in der Praxis . .	163
2. Huckepackrechte (Piggyback Rights)	165
3. S-3 Rights	165
§8 Rückübertragungsrechte (Redemption Rights)	166
I. Grundlagen	166
II. Ausgestaltung und Bedeutung in der Praxis	167
1. Rückübertragungsrechte der Investoren	167
a) Ausgestaltung	167
b) Bedeutung in der Praxis	168
2. Rückübertragungsrechte der Gesellschaft	169
§9 Repurchase Rights und Buy-Sell Agreements	169
I. Inhalt und Ausgestaltung	169
II. Durchsetzung des Rückerwerbs von Vergütungsbestandteilen („equity recapture“)	170
1. Dienstvertragsrechtliche Aspekte	171
2. Gesellschaftsrechtliche Aspekte	172
a) Rechtslage in Delaware	172
b) Andere Rechtsordnungen	173
3. Fazit	174
§10 Steuerrechtliche Rahmenbedingungen	175
I. Gestaltungsfaktoren im Rahmen von Vergütungsvereinbarungen .	177
II. Besteuerung von als Vergütung gewährten Stammanteilen	177
III. Besteuerung von als Vergütung gewährten Stock Options	179
1. Incentive Stock Options	180
2. Nonstatutory/Unqualified Stock Options	181
3. Employee Stock Purchase Plans	181
IV. Phantom Stock Plans und Stock Appreciation Rights	182
V. Nochmals: Zur Bedeutung von Convertible Preferred Shares . . . .	183
§11 Die Bereitstellung eines Stock Option Pools für Employee Stock Options	184
I. Grundlagen	185

II. Auswirkungen des Stock Option Pools auf die Beteiligung der Gründer	186
§ 12 Probleme des Down Round Financing	187
I. Ausgangslage	187
II. Fallstudie: Kalashian v. Advent VI Limited Partnership („Alantec“)	188
III. Treuepflichten als Steuerungsinstrument	189
1. Grundlagen	189
a) Treuepflichten der Investoren als Anteilseigner	189
b) Treuepflichten der Directors	189
aa) Business Judgment Rule und Entire Fairness Test	189
(1) Interessenkonflikt der Vertreter der Investoren. . . .	190
(2) Fair Dealing und Fair Price	191
(3) Erfolgsaussichten	192
bb) Verwässerung als faktischer Ausschluss („freeze out“) . .	194
cc) Business Purpose	194
2. Strategien in der Praxis zur Haftungsvermeidung	195
a) Bezugsrechtsangebote (Rights Offerings)	195
b) Ratifikation nach §144 DGCL	196
IV. Sonstige Kontrollansätze im Down Round Financing	197
1. Gerichtliche Umwandlung von Preferred Shares in Common Stock	197
2. Equitable Subordination	198
a) Nachordnung von Gläubigerrechten	198
b) Übertragung auf Rechte des Mehrheitsgesellschafters	199
aa) Notwendigkeit besonderer Umstände	200
bb) Einschränkungen für Beteiligungen unter 50%	201
c) Besonderheiten der Venture Capital-Finanzierung	202
3. Veränderung von Investitionsbedingungen	202
V. Fazit	203
§ 13 Gestaltungsbedingungen im Silicon Valley	203
I. Externe Verhaltenskontrolle der Investoren durch Reputation und Syndizierung	204
1. Syndizierung und Netzwerkeffekte	205
2. Reputation	205
a) Der Markt für Reputation im Silicon Valley	205
aa) Vernetzung der Investoren	208
bb) Ähnliche Prägung der Gründer	208
b) Empirie	208
aa) Prozessbeteiligung und Reputationsverluste	209
bb) Der „California Effect“ in der Klauselgestaltung	209
II. Opportunitätskosten	210
III. Besonderheiten des anwaltlichen Beratungsgeschäfts	210

1. Beschränkung des Marktes auf wenige Kanzleien	210
2. Beschränkter Beratungsumfang	211
3. Contingency Fees	212
4. Unternehmerische Beratung durch Anwälte	213
IV. Standardisierung der Klauselwerke im Silicon Valley	214
V. Vorprägung der Klauseln späterer Finanzierungsrunden durch die Erstrundengestaltung	214
VI. Die Finanzierungsvereinbarungen als Grundlage der Organisationsstruktur	215
C. Schlussbetrachtung	217

2. Teil

Gestaltungskontrolle im deutschen Kapitalgesellschaftsrecht: Instrumente  
219

A. Kontrollinstrumente des allgemeinen Privatrechts	220
§1 Allgemeine Lehren zu Gestaltungsschranken	221
I. „Natur“ der Sache, Typenlehre, Numerus Clausus und Institutionenschutz	221
1. Zum „Wesen“ und der „Natur“ der Sache als Gestaltungsschranke	222
a) Das „Wesen“ zwischen Rechtsbeschränkung und Rechtserzeugung	223
b) „Wesen“ und „Natur“ in Gesetz und Rechtsprechung	224
c) „Wesens“- und „Natur“argumente in der Literatur	224
d) Ablehnung von „Wesen“ und „Natur“ als normative Kategorie	227
2. Typenlehre und Schranken der Gestaltungsfreiheit	228
3. Der Numerus Clausus der Gesellschaftsformen	230
a) Der Bundesgerichtshof zur „GbR mbH“	230
b) Schnittmengen von Numerus Clausus und Typenlehre	231
4. Institutionenbezogene Ansätze	232
a) Institutionentheorie und Innenschranken	233
aa) „Rechtsinstitut“ und Innentheorie	233
bb) Rechtsinstitute und Innentheorie im Gesellschaftsrecht	235
cc) Notwendigkeit institutionellen Denkens	235
dd) Dogmatische Umsetzung	237
b) Institutionentheorie und Außenschranken	238
II. Zwingendes Recht, Verbotsgesetze, gute Sitten, die Grenzen rechtsgeschäftlicher Gestaltungsmacht sowie Gesetzesumgehung	240
1. Zwingendes Recht, §§134, 138, 242 BGB	241
2. Die Grenzen rechtsgeschäftlicher Gestaltungsmacht	241
a) Allgemeine Grenzen rechtsgeschäftlicher Gestaltungsmacht	241

aa) Aktienrecht: §23 Abs.5 AktG	241
bb) GmbH-Recht	242
b) Echte Satzungsbestandteile und Satzungsvorbehalt	243
c) Kompetenzregeln	245
aa) §76 Abs.1 AktG	245
bb) §53 Abs.1 GmbHG	247
3. Gesetzesumgehung	247
III. Ergebnisse	250
§2 Kontrollinstrument AGB-Recht am Beispiel Venture Capital	248
I. Bereichsausnahme Verträge auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts	249
II. Venture Capital-Vereinbarungen als Verträge auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts	250
1. Das Objekt der Investorenbeteiligung	251
2. Die Investoren als „reine Finanzierungsgesellschafter“	252
3. Beteiligung an der Geschäftsleitung im weiteren Sinne	252
a) Juristische Involvierung der Kapitalgeber in die Geschäftsleitung	252
b) Faktische Involvierung der Kapitalgeber in die Geschäftsleitung	254
c) Zum Problem der „gewerblichen Infektion“	255
4. Bedeutung der Gewinnerzielungsabsicht der Investoren	256
5. Vergleich mit Covenants in Kreditverträgen	258
6. Dauer der Gesellschaft und Dauer der Beteiligung	259
7. Reichweite des gemeinsamen Zwecks	259
8. Ergebnis: Gemeinsamer Zweck	261
III. Keine Beschränkung der Bereichsausnahme Gesellschaftsrecht. . .	261
1. Keine Beschränkung für Gesellschaftervereinbarungen	261
a) Keine Beschränkung der Bereichsausnahme auf materielle Satzungsbestandteile	262
aa) Die These von der Beschränkung der Bereichsausnahme auf materielle Satzungsbestandteile	262
bb) Kritik	263
(1) Keine Verankerung formaler Kriterien im Gesetz und in den Materialien	263
(2) Keine Erfassung disponiblen materiellen Satzungsrechts	264
b) Keine Vergleichbarkeit der Maßstäbe von Gesellschaftsvertragskontrolle und AGB-Kontrolle	265
c) Ungleichbehandlung von Gesellschaftervereinbarungen und Vereinbarungen eines Gesellschafters mit Dritten . . . .	267
d) Untauglichkeit einer typologischen Abgrenzung	268
e) Fazit	269
2. Kein Kontrollbedürfnis unter Schutzzweckgesichtspunkten. . .	270
a) Nur formale Gleichförmigkeit der Vereinbarungen	271
aa) Strukturelle Standardisierung	271

bb) Keine Vergleichbarkeit der Klauselinhalte	271
b) Keine Einbeziehung in eine vorgefertigte Struktur	272
c) Kein gleichförmiges Massengeschäft	273
d) Keine rationale Apathie	273
e) Entwicklung struktureller Standardisierung über die Zeit . . .	274
3. Keine Beschränkung unter Verbraucherschutzgesichtspunkten	274
a) Verbraucherbegriff	275
aa) Verbraucherbegriff in Deutschland und Gesellschaftsrecht	275
bb) Europäischer Verbraucherbegriff	277
(1) Sprachgebrauch in verschiedenen Rechtsordnungen	279
(a) England	280
(b) Frankreich	281
(2) Der Bericht Giuliano/Lagarde	282
(3) Rechtsprechung des Europäischen Gerichtshofs . . . .	284
(a) Grundsatz: Enger Verbraucherbegriff	284
(b) Das Friz-Urteil zu GbR-Immobilienfonds	284
(4) Fazit	285
b) Fehlende Verbrauchereigenschaft der Gründer	286
aa) Unterschiede zum Gesellschafter-Geschäftsführer . . . . .	287
bb) Gründer keine „Anlegergesellschafter“	289
4. Exkurs: Keine Beschränkung für die stille Gesellschaft	290
IV. Ergebnis	292
B. Konzernrecht als Kontrollinstrument am Beispiel Venture Capital. . .	293
§ 1 Konstellationen verdeckter Beherrschungsverträge	295
I. Die Fälle HVB/UniCredit und MobilCom/France Telecom	295
II. Kreditverträge und Gesellschaftervereinbarungen	297
§ 2 Venture Capital-Vereinbarungen und Vertragskonzernrecht	297
I. Verhältnis von finanzierter Gesellschaft und Investoren	299
1. Keine dauernde Steuerung im Fremdinteresse	299
2. Vergleich mit Fallgruppen „verdeckter“ Beherrschungsverträge	300
II. Zur konzernspezifischen Gefährdungslage	302
1. Gefährdung außenstehender Gesellschafter und Gläubiger als Regelungsanlass	302
2. Zum Zweck und zur Reichweite von § 302 Abs. 1 AktG	303
a) Ausgleich der Aufhebung der Kapitalerhaltung	303
b) Ausgleich von Einwirkungsmacht	305
aa) Herrschaft und Haftung	305
bb) Maßgebliche Tiefe der Einwirkungsmacht	306
(1) Weisungsrechte und andere Einwirkungsmöglichkeiten	306
(2) Relevanz tatsächlicher Ausübung von Weisungsrechten	307

(3) Abgrenzung zulässiger und unzulässiger Konzernierung	308
c) Zur auftragsrechtlichen Einordnung von §302 Abs. 1 AktG	309
III. Zur Konzerngefahr bei Venture Capital-Vereinbarungen	309
1. Schutz außenstehender Gesellschafter	310
a) Schutz gegenwärtiger außenstehender Gesellschafter	310
aa) Die Stellung von Angel Investors	310
bb) Verschiebung von Vermögenswerten	311
b) Schutz zukünftiger außenstehender Gesellschafter durch Publizität	312
2. Gläubigerschutz	313
a) Investoreninteresse, Wert der Portfoliogesellschaft zu steigern	313
b) Gläubigergefährdung in der Krise	313
IV. Sonderproblem: Stille Gesellschaft als Beteiligungsform	314
§3 Ergebnisse	316
C. Einheit und Vielheit der Verbandsordnung	318
§1 Widersprüche zur Satzung in schuldrechtlichen Nebenabreden	320
I. Die These von der Wirksamkeit der schuldrechtlichen Nebenabrede	320
II. Kritische Bewertung der Wirksamkeitsthese	321
1. Dogmatische Grundlagen	321
2. Formelle Satzungsbestandteile und Nebenabreden	323
a) Allseitig getroffene Nebenabreden	323
b) Fraktionsabsprachen	324
3. Materielle Satzungsbestandteile und Nebenabreden	325
a) Nebenabreden mit Drittwirkung: Widerspruch zu satzungsmäßigen Stimmbindungsverboten	325
aa) Inhaltsbestimmung durch Rechtsgestaltung	326
bb) Allseitig getroffene Nebenabreden	327
(1) Begründung des Formzwangs	327
(2) Materielle Satzungsbestimmungen und Vertrauensschutz	328
(3) Bedeutung der Satzungspublizität	329
(4) Wandel zur Fraktionsabsprache	330
cc) Fraktionsabsprachen	330
b) Nebenabreden ohne Drittwirkung: Widerspruch zu Gewinnverteilungsregeln	330
aa) Ausdrückliche Satzungsregelung zur Gewinnverteilung	331
bb) Keine ausdrückliche Satzungsregelung zur Gewinnverteilung	331
III. Ergebnisse	331

§2 Rückwirkungen schuldrechtlicher Abreden auf die Auslegung von Satzung und Gesetz	332
I. Begründungsansätze	333
II. Kritische Würdigung	335
1. Prozessökonomie als Argument	335
2. Dogmatische Tragfähigkeit des Treuepflichtansatzes	337
a) Notwendigkeit des Drittschutzes	337
b) Bedeutung der Satzungspublizität	338
c) Schicksal allseitiger Gesellschaftervereinbarungen	338
3. Satzungsauslegung	339
4. Zur Lage in der Aktiengesellschaft	340
§3 Ergebnisse	341
D. Ergebnisse	342

3. Teil

Gestaltungskontrolle im deutschen Kapitalgesellschaftsrecht: Wertungen  
343

A. Satzungsstrenge in der Aktiengesellschaft	345
§1 Zwingendes Recht zur Gewährleistung der Standardisierung	345
I. Standardisierung und zwingendes Recht: Zwei Hypothesen	347
1. Herrschende Meinung: Ohne zwingendes Recht keine Standardisierung	347
2. Gegenhypothese: Das Standardisierungsziel rechtfertigt keine Satzungsstrenge	348
II. Standardisierung ohne zwingendes Gesellschaftsrecht: Beispiele . . .	350
1. Uniforme Corporate Contracts in den USA: Die Einheits- corporation	350
a) Vergleichbare Corporate Charters	350
b) Unterschiedliche Einzelklauseln als Spiegel abdingbarer Vorgaben	351
c) Zur Vielfalt der Corporate Governance Strukturen	352
d) Bedeutung von Gesellschafterabreden neben der Satzung . . .	353
aa) Paketaktionäre in Public Corporations	354
bb) Fortwirkung von Stimmbindungsvereinbarungen nach dem Börsengang	354
cc) Bewertung	356
2. Wagniskapitalvereinbarungen und andere komplexe Bedingungswerke	356
3. Randnotiz: Standardisierung in Deutschland vor 1843	358
4. Zwischenergebnis	359



III. Standardisierung ohne zwingendes Recht: Erklärungsansätze . . .	359
1. Delegation von Anpassungsentscheidungen an den Gesetzgeber	360
a) Das Konzept der Delegationstheorie	360
b) Kritik	361
aa) Begrenzte Erklärungskraft der Delegationstheorie . . . .	361
(1) Ausrichtung auf die Public Corporation	361
(2) Systematische Abweichung vom Gesetz: Haftungs- beschränkungen	362
bb) Langfristige Anpassungsfähigkeit aus anderen Gründen	363
2. Netzwerkbildung und Netzeffekte als Standardisierungsanreiz	363
a) Netzgüter und rechtliche Regelungen	364
aa) Netzgüter, Netzwerkbildung und Netzeffekte	364
bb) Rechtliche Regelungen als Netzgüter	365
b) Transaktionskostenreduzierung durch Nutzung etablierter Standards	365
aa) Interesse der Anbieter an Transaktionskosten- reduzierung	366
bb) Interesse der Nachfrager an Transaktionskosten- reduzierung	367
(1) Unsicherheit bei der Bewertung neuer Klauseln . . . .	367
(2) Einforderung bekannter Vertragsmuster	368
cc) Interesse bisheriger Standardverwender an der Nutzung etablierter Standards	369
c) Transaktionskostenreduzierung und Entwicklung neuer Standards	371
aa) Wechselkosten und Trittbrettfahrertum als Änderungs- hemmnisse	371
(1) Wechselkosten	371
(2) Trittbrettfahrertum („free riding“)	372
(3) Wechselkosten und Trittbrettfahrertum als Änderungshemmnisse	373
bb) Veränderung der Marktverhältnisse als Änderungsanreiz	374
cc) Änderungsvorgaben nichtstaatlicher Regelsetzer: Beispiele Loan Market Association und BIMCO	375
(1) Loan Market Association	375
(2) Baltic and International Maritime Conference (BIMCO)	375
dd) Fokale Punkte als Änderungsanreize	376
ee) Erste Folgerungen zur Rolle des Staates als Standard- setzer	377
d) Zur Rolle von Rechtsberatern	377
3. Öffentliche Verfügbarkeit von Informationen als Voraussetzung der Standardisierung	378
a) Zur Bedeutung öffentlich verfügbarer Informationen	379
b) Irrelevanz freiwilliger Offenlegung	380
4. Fazit	381
IV. Problemfälle: Genussscheine und Publikumspersonen- gesellschaften	381

1. Genussscheine	382
a) Geringes Maß an Standardisierung und wenig Börsenhandel	382
b) Geringes Maß an Standardisierung als Vorteil	382
c) Kein Anlass zu zwingender Standardisierung	383
aa) Kein Marktversagen	383
bb) Komplexität und Anlegerschutz	385
2. Publikumpersonengesellschaften in Deutschland und den USA	386
a) Publikumpersonengesellschaften in Deutschland	386
aa) Ausgangsbefund: Gestaltungsfreiheit und Grenzziehung durch den Bundesgerichtshof	387
bb) Gesellschafterschutz als zentrales Problem	387
cc) Bedeutung des Steuerrechts als Standardisierungsanreiz	388
dd) Gesellschaftsrechtliche Vorgaben zum Ausgleich von Fehlanreizen	389
b) Vereinigte Staaten: Limited Liability Company und Limited Partnership	390
aa) Gestaltungsfreiheit in Limited Liability Companies und Limited Partnerships	391
bb) Nutzung von Gestaltungsfreiheit in der Limited Liability Company und der Limited Partnership	393
cc) Ursachen und Folgen der Nutzung von Gestaltungsfreiheit bei Limited Liability Company und Limited Partnership	394
c) Analyse	396
3. Klauselkontrolle und Satzungsstrenge im Vergleich	397
4. Fazit	398
V. Geduldetes Fehlen von Standardisierung im Aktienrecht:	
Schuldrechtliche Nebenabreden	399
1. Zum Argument fehlender Außenwirkung von Nebenabreden . . .	400
a) Faktische Außenwirkung schuldrechtlicher Nebenabreden . . .	400
b) Andauernde Wirkung schuldrechtlicher Nebenabreden . . . .	401
c) Auswirkungen allseitiger Nebenabreden	402
2. Unzureichender Schutz durch kapitalmarktrechtliche Publizität	403
3. Strukturelle Starrheit des Aktienrechts	404
4. Fazit	405
VI. Standardisierung durch zwingendes Recht	406
1. Keine angemessenen privaten Regelungen	406
2. Notwendigkeit sofortiger Änderungen	407
3. Durchsetzung gesellschaftspolitischer Maßnahmen	407
4. Das Problem des Einflusses von Common Law-Gestaltungsmustern	408
VII. Ergebnisse	410
§2 Verfassungsrecht: „Anteilseigentum“ und Vereinigungsfreiheit	411
I. Ausgangspunkt: Kapitalgesellschaftsrecht als ermöglichendes Recht	412

II. Alleineigentum als Paradigma	413
III. Verfassungsrechtliche Determinanten der Gestaltung von Gesellschaftsrecht	415
1. Einfachgesetzliche Prägung der Grundrechtsprüfung	415
2. Gebot der Sachgerechtigkeit	416
3. Gebot der Folgerichtigkeit	417
4. Vorrang des Vermögensschutzes für Minderheitseigner	418
5. Sozialbindung und Schutz Dritter	419
IV. Folgen für die Rechtfertigung zwingenden Kapitalgesellschafts- rechts	420
§3 Anlegerschutz als Argument	422
I. Keine untermäßige Wirkung von §23 Abs.5 AktG	422
II. Übermäßige Wirkung von §23 Abs.5 AktG	423
III. Folgerungen	425
§4 Die historische Entwicklung der Satzungsstrenge	425
I. Oktroi- und Konzessionssystem	425
II. System der Normativbestimmungen vor 1965	428
1. Gesetzgebung	428
2. Rechtsprechung	432
a) Reichsgericht	432
b) Instanzgerichte	434
3. Schrifttum	434
III. Satzungsstrenge im Aktiengesetz 1965	435
IV. Ergebnisse	437
§5 Gestaltungskontrolle durch den Kapitalmarkt	438
I. Zur Auswirkung fehlender Kompetenz von Privatanlegern	439
II. Effektivität des Kapitalmarkts als Kontrollinstanz	440
III. Das Problem „richtiger“ Preise	442
IV. Folgerungen	444
V. Exkurs: Keine teleologische Reduktion von §23 Abs.5 AktG. . . .	445
§6 Kein Seriositätsabstand zur Gesellschaft mit beschränkter Haftung. . .	446
B. Rechtsformübergreifende Wertungen	448
§1 Gesellschafterschutz	448
I. Regelungsprobleme des Gesellschafterschutzes	448
1. Drittorganschaft und Kontrolle des Organs	449
2. Gesellschafterkonflikte	450

II. Lösungsstrategien	451
1. Individualschutz	451
2. Kollektivschutz	452
3. Minderheitenschutz	453
4. Kapitalanlegerschutz	453
III. Privatautonomie und zwingende Regeln zum Gesellschafterschutz	454
1. Zum Vorrang der Privatautonomie	455
2. Das Informationsmodell und Grenzen des Selbstschutzes . . . . .	457
a) Das Informationsmodell	458
b) Grenzen des Schutzes durch Information	459
aa) Keine vollständige Information	460
bb) Informationsbewältigung und Informationskosten . . . . .	460
cc) Grenzen der Informationsverarbeitung	461
c) Grenzen des Informationsmodells und zwingendes Recht . .	465
3. Grenzen des Selbstschutzes und zwingendes Kapitalgesellschaftsrecht	467
a) Grenzen des Selbstschutzes bei Eintritt in die Kapitalgesellschaft	467
aa) Dispositives Recht und langfristig wirkende privatautonome Gestaltung	467
bb) Fehlende Vorhersehbarkeit als Regelungsanlass	468
cc) Der Gesellschafter minderen Rechts	470
b) Zwingendes Recht als Ausgleich begrenzter Regelungskompetenz	470
aa) Grenzen abdingbaren Rechts als fokaler Punkt	472
bb) „Schutz der Freiheit gegen sich selbst“ im Bürgerlichen Recht	473
cc) „Liberaler Paternalismus“ und Schutz vor der eigenen Entscheidung	475
§2 Gestaltungsermöglichung und Gestaltungsvereinfachung	476
I. Gestaltungsermöglichung: Beidseitige Vermögenstrennung	477
1. Schutz des individuellen Vermögens	477
a) Inhalt und Wirkung des Schutzes des individuellen Vermögens	477
aa) Vertragliche Verbindlichkeiten	478
bb) Verbindlichkeiten aus Delikt	479
b) Keine Rechtfertigung umfassenden gesetzlichen Zwanges . .	479
2. Schutz des gemeinsamen Vermögens	480
a) Inhalt und Wirkung	480
aa) Schutz vor Privatgläubigern der Gesellschafter	482
bb) Schutz des Gesellschaftsvermögens vor Zugriffen der Gesellschafter	483
b) Begrenzte Rechtfertigung gesetzlichen Zwangs	484
3. Form, Gestaltungsermöglichung und Gestaltungszwang . . . . .	484
II. Gestaltungsvereinfachung: Trennung von Inhaberschaft und Leitung sowie freie Übertragbarkeit der Mitgliedschaft	485

1. Trennung von Inhaberschaft und Leitung	485
a) Inhalt und Wirkung	485
b) Keine Rechtfertigung gesetzlichen Zwangs	486
2. Freie Übertragbarkeit der Anteile	486
a) Funktion und Wirkung	487
b) Rechtfertigung zwingender Regelungen	488
§3 Funktionenschutz mittels Verfahrensregeln	489
I. Regelungsanlass und Regelungsziel des Funktionenschutzes - - - -	490
1. Das Mehrheitsprinzip als Regelungsanlass	490
2. Regelungsziel	491
II. Paritätsneutralität und Verhältnis zum Individualschutz	492
III. Formen des Funktionenschutzes	493
IV. Funktionenschutz und zwingendes Recht	494
1. Grenzen der privaten Regulierung	495
2. Verfahrenskontrolle vor Inhaltskontrolle	497
V. Anwendungsbeispiel: Treuepflichten der Geschäftsleiter	497
1. Treuepflichten als Mittel des Funktionenschutzes	498
2. Zwang zur Verfahrensregel und Abbedingung im Einzelfall. . .	499
a) Grundsatz: Erlaubnisvorbehalt	499
b) Keine pauschale Abbedingung bei Gründung der Gesellschaft	500
aa) Aufleben von Regelungskonflikten	500
bb) Probleme bei der nachträglichen Einführung der Treuepflicht	501
cc) Preisabschläge als untaugliches Steuerungsinstrument . .	503
dd) Vergleich zur Einwilligung im Einzelfall	503
3. Zur vollständigen Abbedingung durch Satzungsänderung. . . .	505
4. Unzulässige pauschale Abbedingung von Teilpflichten	505
a) Freiheit zur Gestaltung der Innenverhältnisse in der Gesellschaft mit beschränkter Haftung	506
b) Steuerung des Geschäftsführerhandelns durch Weisungen. . .	507
c) Transaktionskostensparnis durch endgültige Regelung ex ante	508
d) Kontrollüberlegung: Gesellschaftsrechtliches Wettbewerbs- verbot in England	509
5. Zulässigkeit von Pflichtenmodifikationen	509
6. Keine Besonderheiten bei börsennotierten Kapitalgesellschaften	510
7. Penalty Default Rule als untauglicher Regelungsansatz	511
a) Das Konzept der Penalty Default Rules	511
aa) Ausgangspunkt: Vollständige Verträge und Majoritarian Defaults	511
bb) Penalty Default Rules als Regelungsanreiz	512
b) Treuepflichten keine Penalty Default Rules	513
8. Folgerungen	514

C. Ergebnisse	515
§1 Zur Satzungsstrenge in der Aktiengesellschaft	515
I. Keine Notwendigkeit der Standardisierung durch zwingendes Recht	515
II. Keine verfassungsrechtliche Notwendigkeit der Satzungsstrenge	516
III. „Anlegerschutz“ keine Rechtfertigung der Satzungsstrenge	516
IV. Keine rechtshistorische Rechtfertigung der Satzungsstrenge	517
V. „Kapitalmarkteffizienz“ kein Argument gegen jede zwingende Regel	517
VI. Kein „Seriositätsabstand“ zur Gesellschaft mit beschränkter Haftung	518
§2 Rechtsformübergreifende Wertungen	518
I. „Gesellschafterschutz“ als Argument	518
II. Gestaltungsmöglichkeit und Gestaltungsvereinfachung als Argument	520
III. Funktionenschutz als Argument	521

#### 4. Teil

### Gestaltungsmöglichkeiten im deutschen Kapitalgesellschaftsrecht am Beispiel von Venture Capital-Vereinbarungen

523

A. Erlösbeteiligung der Investoren und Konversionsrechte	524
§1 Dividendenpräferenzen	524
I. Gestaltung von Dividendenpräferenzen in der Aktiengesellschaft	524
1. Vorzugsanteile	524
2. Gesellschafterabreden über Dividendenvorzüge	526
II. Gestaltung von Dividendenpräferenzen in der Gesellschaft mit beschränkter Haftung	526
III. Sicherung des Dividendenvorrangs	527
1. Satzungsregelungen	527
a) Disquotale Rücklagenbildung	528
aa) Zulässigkeit disquotaler Rücklagenbildung	528
(1) Gesellschaftsrechtliche Zulässigkeit	528
(2) Bilanzrechtliche Zulässigkeit	529
bb) Sicherung der Rücklagenbildung	530
(1) Pflicht zur Rücklagenbildung in der Satzung	530
(2) Kein „Aushungern“	530
(3) Problem: Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln	530

b) Disquotale Gewinnverteilung nach disquotalen Rücklagen . . .	532
aa) Unzulässigkeit der Regelung in der Aktiengesellschaft. . .	532
bb) Zulässigkeit der Regelung in der Gesellschaft mit beschränkter Haftung	533
2. Schuldrechtliche Gestaltungen	534
IV. Schicksal des Dividendenvorzugs bei Börsengang und Liquidation	535
1. Satzungsmäßig begründete Dividendenpräferenzen	535
a) Börsengang	536
b) Liquidation	536
2. Schuldrechtlich begründete Dividendenpräferenzen	537
V. Ergebnisse	537
§2 Beteiligung am Liquidationserlös und Liquidationspräferenzen	538
I. Liquidationspräferenzen in der Aktiengesellschaft	538
1. Satzungsregelungen zu Liquidationspräferenzen	538
a) Abweichung von §271 Abs. 2 AktG	539
b) Erlösaufteilung bei Liquidationen im untechnischen Sinne. . .	539
2. Liquidationspräferenzen in schuldrechtlichen Nebenabreden . . .	540
a) Bedeutung von §23 Abs. 3 Nr. 4 AktG	540
b) Bedeutung von §271 Abs. 2 AktG	541
c) Erschwerung der Einschätzung des Investitionsrisikos . . . . .	541
II. Liquidationspräferenzen in der Gesellschaft mit beschränkter Haftung	542
III. Präferenzen und Risikoverteilung	543
1. Keine festen Obergrenzen für Präferenzen	543
2. Ausübungskontrolle im Einzelfall	545
IV. Ergebnisse	546
§3 Investorenrechte und Anteilskonversion in Deutschland	546
I. Anteilskonversion in der Aktiengesellschaft	546
1. Anteilsumwandlung	547
a) Meinungsstand zu bedingten Satzungsbestimmungen	547
b) Stellungnahme	548
aa) Zur Bedingbarkeit von Satzungsbestimmungen	548
(1) §23 Abs. 5 S.2 AktG als Beurteilungsmaßstab . . . . .	549
(2) Materielle Beurteilungskriterien	549
bb) Automatische Anteilsumwandlung	550
cc) Optionale Anteilsumwandlung	550
(1) Geschlossene Kapitalgesellschaften	551
(2) Börsennotierte Kapitalgesellschaften	551
2. Anteilsumtausch	551
3. Kombination von Umwandlungsrechten und Call Optionen . . .	552
II. Anteilskonversion in der Gesellschaft mit beschränkter Haftung. . .	553
1. Anteilsumwandlung	553
2. Anteilsumtausch	554

III. Ergebnisse	555
B. Einflussversicherung	556
§ 1 Stimmrechte am Beispiel von Wagniskapitalvereinbarungen	556
I. Aktiengesellschaft	556
1. Vorzugsaktien mit Stimmrecht	557
2. Das Verbot von Mehrfachstimmrechten als Gestaltungshindernis	557
3. Stimmbindungsvereinbarungen auf „as-converted basis“	558
a) Kein Unterlaufen des Schutzzwecks von § 12 Abs. 2 AktG	559
b) Kein Unterlaufen aktiengesetzlicher Mehrheitserfordernisse	560
aa) Minderheitenschutz	561
bb) Treuepflichten und Beschlusskontrolle	562
cc) Sicherung der Funktionsfähigkeit der Gesellschaft	562
4. Besondere Mehrheitserfordernisse nach Gruppen (Class Voting)	563
II. Gesellschaft mit beschränkter Haftung	564
III. Ergebnisse	565
§ 2 Informationsrechte am Beispiel von Wagniskapitalvereinbarungen	565
I. Inhalte und Regelungshintergrund von Informationsrechten	567
II. Besondere Informationsrechte in der Aktiengesellschaft	567
1. Auswirkungen von § 26 Abs. 1 AktG	568
2. Gesetzliche Informationsrechte und § 23 Abs. 5 AktG	569
a) Prüfungsmaßstab gemäß § 23 Abs. 5 AktG	569
b) Bedeutung von § 131 AktG	571
aa) Wortlaut und systematische Stellung im Aktiengesetz	571
bb) Kein Umkehrschluss aus § 131 Abs. 4 AktG für die Zulässigkeit	571
cc) § 131 AktG im System der aktienrechtlichen Informationsrechte	571
dd) Entwicklung von § 131 AktG in der Gesetzgebungsgeschichte	572
c) Bedeutung der §§ 90, 111 AktG	573
3. Kein Hauptversammlungsbezug nach § 118 Abs. 1 S. 1 AktG	574
a) Wortlaut und Systematik	575
b) Normzweck von § 118 Abs. 1 S. 1 AktG	576
c) Gesetzgebungshistorie von § 118 Abs. 1 AktG	577
aa) ADHGB 1870 und Rechtsausübung in der Hauptversammlung	577
bb) Änderungen durch die Aktienrechtsnovelle 1884	578
cc) Die Reform des Jahres 1897	578
dd) Zwischenergebnis zu den Entwicklungen 1870 – 1897	579
ee) Neuordnung der Hauptversammlung im Aktiengesetz 1937	579



ff) Rechtsausübung in der Hauptversammlung im Aktiengesetz 1965	580
gg) Folgerungen aus der Gesetzgebungsgeschichte zu §118 Abs.1 AktG	580
d) Ergebnis zu §118 Abs. 1 AktG	581
4. Verschwiegenheitspflicht nach §93 Abs. 1 S.3 AktG	582
a) Problemaufriss	582
b) Zweck der Verschwiegenheitspflicht und Unternehmensinteresse	583
aa) Schutz der Gruppen in der Aktiengesellschaft	584
bb) Vergleich von §93 Abs. 1 S.3 AktG mit §51a Abs. 1 GmbHG	584
cc) Folgerungen für Wagniskapitalfinanzierungen	585
c) Informationsanspruch als Schutz geschäftsführungsferner Gesellschafter	586
aa) Informationsbedürfnis der Investoren	586
bb) Informationsbedürfnis und Verschwiegenheitspflicht . . .	587
d) Auswirkungen von §23 Abs. 5 S.1 AktG	588
aa) Unternehmensinteresse als Rechtfertigungsgrund . . . . .	588
bb) §93 Abs.1 S.3 als Durchsetzungshindernis	589
e) Sonderproblem 1: Verringerter Umfang der Gründerbeteiligung in späteren Runden	590
f) Sonderproblem 2: Arbeitnehmervergütung durch Aktien . . .	590
g) Zwischenergebnis	591
5. Informationsanspruch als Regelungsgegenstand und §311 AktG	591
a) Berechtigung zur Informationsweitergabe mangels Nachteils	592
aa) Kein Nachteil bei gleichzeitigem Vorteil	592
bb) Vorteil einer Informationsweitergabe	593
b) Informationsanspruch selbst kein Nachteil	594
6. Informationspflichten und §131 Abs. 4 AktG	594
7. Schuldrechtliche Abreden über besondere Informationsrechte . .	595
a) Keine analoge Anwendung von §26 Abs.1 AktG	595
b) Allgemeine Gestaltungsgrenzen	597
aa) Schuldrechtliche Informationsrechte und §93 Abs. IS.3 AktG	597
bb) Schuldrechtliche Informationsrechte und §311 Abs. 1 AktG	598
cc) Schuldrechtliche Informationsrechte und Gleichbehandlung	599
III. Besondere Informationsrechte in der Gesellschaft mit beschränkter Haftung	599
IV. Ergebnisse	601
§3 Besetzung und Organisation des Aufsichtsrates	601
I. Der Aufsichtsrat in der Aktiengesellschaft	601
1. Vorgaben zu Mehrheiten bei der Beschlussfassung	602

a) Gesetzliche Ausgangslage	602
b) Satzungsregelungen zu Beschlussmehrheiten und §23 Abs.5 S.1 AktG	603
aa) Bedeutung der §§103 Abs.3 S.2, 111 Abs.3 S.2 AktG . .	603
(1) Entstehungsgeschichte der §§103 Abs.3 S.2, 111 Abs.3 S.2 AktG	603
(2) Freiheit zur Gestaltung der inneren Ordnung des Aufsichtsrats	605
bb) Funktionsfähigkeit des Aufsichtsrates	606
(1) Qualifizierte Mehrheit als Instrument des Minderheitenschutzes	606
(2) Bedeutung schuldrechtlicher Nebenabreden	607
(3) Effiziente Entscheidungsfindung im größer werdenden Aufsichtsrat	608
c) Satzungsregelungen zu Beschlussmehrheiten und §23 Abs.5 S.2 AktG	609
d) Unzulässigkeit von Vetorechten zu Gunsten einzelner Aufsichtsratsmitglieder	609
2. Zustimmungsvorbehalte (Covenants)	609
3. Rechte zur Entsendung von Mitgliedern in den Aufsichtsrat. . .	610
a) Entsendungsrechte in der Satzung	610
b) Entsendungsrechte in schuldrechtlichen Vereinbarungen. . .	610
aa) Trennungstheorie und Gesetzgebungsgeschichte	611
bb) Fehlende Publizität von Strukturregelungen	612
II. Der Aufsichtsrat in der Gesellschaft mit beschränkter Haftung. . .	613
1. Satzungsbestimmungen zur qualifizierten Mehrheit im Aufsichtsrat	613
2. Zustimmungsvorbehalte	613
3. Rechte zur Entsendung von Mitgliedern	614
III. Ergebnisse	614
§4 Abberufung und Bestellung von Geschäftsleitungsmitgliedern	614
I. Abberufung und Bestellung von Vorstandsmitgliedern	615
II. Abberufung und Bestellung von Geschäftsführungsmitgliedern . .	616
§5 Zustimmungsvorbehalte (Covenants) zu Gunsten der Investoren . . . .	616
I. Zustimmungsvorbehalte und Kompetenzverteilung in der Aktiengesellschaft	617
1. Covenantkategorien	617
2. Zustimmungsvorbehalte in der Satzung	619
a) Hauptversammlungsbezogene Zustimmungsvorbehalte . . .	619
aa) Organzuständigkeit und Individualrechte	620
bb) Mehrstimmrechte und Höchststimmrecht	620
(1) Nur eine Anteilsgattung	621
(2) Unterschiedliche Anteilsgattungen	621
cc) Art. 63 AEUV und Zustimmungsvorbehalte	622
(1) Zustimmungsvorbehalte zu Gunsten Privater	623

(2) Zustimmungsvorbehalte zu Gunsten öffentlicher Investoren	624
b) Vorstandsbezogene Zustimmungsvorbehalte	624
3. Schuldrechtlich begründete Zustimmungsvorbehalte	625
a) Zustimmungsvorbehalte in Gesellschaftervereinbarungen . .	625
b) Zustimmungsvorbehalte in Verträgen mit der Gesellschaft . .	626
aa) Organisationsrechtliche Änderungen durch das Aktiengesetz 1937	627
bb) Vergleich mit der Unabhängigkeit des Board of Directors	627
(1) Ausgangspunkt: Das US-Recht als historisches Regelungsvorbild	627
(2) Zustimmungsvorbehalte und Director Independence in den USA	628
(3) Abdication of Authority und Venture Capital	630
cc) Folgerungen	631
(1) Bindung an Gesellschafter als kompetenzrechtliches Problem	631
(2) Differenzierung nach Kompetenzzuweisungen....	632
(3) Beispiel: Verzicht auf Satzungsänderungen und Kapitalerhöhungen	633
II. Zustimmungsvorbehalte in der Gesellschaft mit beschränkter Haftung	635
III. Ergebnisse	635
C. Finanzierungskontrolle	637
§ 1 Gestaffelte schuldrechtliche Zuzahlungspflichten in der Aktiengesellschaft	637
I. Vorüberlegung: Schutzzweck des §36a Abs.1 AktG	638
1. Gläubigerschutz	638
a) Pflicht zur Agioaufbringung als kontingente Leistungspflicht	639
b) §36a Abs. 1 AktG und „Agiotage“	640
c) Zwischenergebnis	641
2. Schutz gegenwärtiger Gesellschafter und Volleinzahlungsgebot	641
3. Anlegerschutz	642
II. Kein Verstoß gegen die aktienrechtliche Kompetenzordnung . . . .	642
III. Keine Umgehung der §§54, 55 AktG	644
1. Interesse von Investoren an schuldrechtlichen Vereinbarungen	645
2. Zum Informationsinteresse künftiger Mitglieder	645
3. Zum Informationsinteresse gegenwärtiger Gesellschafter . . . .	646
IV. Agio, Bezugsrechtsausschluss und §255 Abs. 2 S.1 AktG	647
1. Das Problem des Bezugspunktes der Angemessenheitsprüfung	647
2. Maßgeblichkeit der Sicherung des Finanzierungszieles	648
3. Anforderungen an die Kapitalaufbringungskontrolle	649

V. Das Sonderproblem der Staffelung nach Meilensteinen	649
1. Keine Vergleichbarkeit mit bedingtem Kapital	650
2. Keine Verwässerung der Gründerbeteiligung	650
a) Erreichen sämtlicher Meilensteine	651
b) Verfehlen eines Meilensteines	651
aa) Ausbleiben der Zuzahlung ab Verfehlen eines Meilensteins	651
bb) Schutz vor Fehlbewertungen	652
c) Geringere Investitionssummen bei Unzulässigkeit	652
d) Staffelung als Finanzierungssicherung	653
VI. Anforderungen an den Schuldvertrag	653
1. Keine Notwendigkeit allseitiger Vereinbarungen bei Bezugsrechtsausschluss	654
a) Minderheitenschutz als Argument	654
b) Vergleich mit dem Minderheitenschutz bei korporativem Agio	655
2. Sicherung des Mittelzuflusses	656
VII. Prozedurale Anforderungen	657
1. Beteiligung der Hauptversammlung	657
2. Registerkontrolle	658
a) Prüfungspflicht des Registerrichters	658
b) Prüfungsrecht des Registerrichters	659
§2 Zulässigkeit gestaffelter Zuzahlungspflichten in der Gesellschaft mit beschränkter Haftung	660
I. Zuzahlungspflichten in der Satzung	660
II. Schuldrechtliche Zuzahlungspflichten	661
1. Grundsätze ordnungsgemäßer Unternehmensfinanzierung . . .	661
2. Informationsfunktion der Satzung	662
3. Bedeutung von §255 Abs.2 S.1 AktG analog	663
4. Keine Notwendigkeit allseitiger Vereinbarung	663
5. Keine Pflicht zur Registerkontrolle	664
§3 Anschlussfragen	664
I. Abgrenzung von „korporativem“ und „schuldrechtlichem“ Agio .	664
II. Bilanzierung schuldrechtlicher Aufgelder	665
1. Die Gefahr der Vermögensstrukturmanipulation als Regelungsmotiv	666
2. Keine Vermögensstrukturmanipulation	667
a) Kein Zwang zur Verbesserung der Eigenkapitalbasis	667
b) Keine Entziehung gebundenen Kapitals	668
c) Andere Schutzmechanismen	668
3. Europarechtliche Aspekte	669
III. Recht auf Teilnahme an weiteren Kapitalerhöhungen	669
§4 Ergebnisse	669

D. Schutz vor Verwässerung und Abwertung	671
§1 Verwässerungsschutz mittels genehmigten Kapitals und Optionsanleihen	672
I. Bezugsrechtsausschluss in der Aktiengesellschaft	672
1. Einführung	673
2. Gesellschaftsinteresse am Bezugsrechtsausschluss	674
3. Verwässerungsschutz in Down Rounds und Bezugsrechtsausschluss	675
a) Keine Vergleichbarkeit mit Sanierungssituationen	675
b) Ausgleich der Gefahr des Window Dressing	676
c) Erhaltung der Zahlungsfähigkeit der Gesellschaft	676
aa) Verwässerungsschutz als Finanzierungsbedingung . . . .	677
bb) Erhaltung der Zahlungsfähigkeit nach Beteiligung . . . .	677
d) §311 Abs. 1 AktG als Obstruktionsverbot	678
4. Besonderheiten im Rahmen eines genehmigten Kapitals	679
5. Unangemessener Ausgabebetrag nach §255 Abs. 2 S. 1 AktG . .	680
a) Optionsanleihen und §255 Abs. 2 S. 1 AktG	681
b) Genehmigtes Kapital und § 255 Abs. 2 S. 1 AktG	681
II. Bezugsrechtsausschluss und Verwässerungsschutzklauseln in der Gesellschaft mit beschränkter Haftung	682
1. Bezugsrechte in der Gesellschaft mit beschränkter Haftung. . .	682
2. Zulässigkeit des Bezugsrechtsausschlusses	683
3. Angemessenheitskontrolle	683
III. Schuldrechtliche Vereinbarungen über den Bezugsrechtsausschluss	684
IV. Ergebnisse	685
§2 Schuldrechtliche Verwässerungsschutzklauseln	686
I. Schuldrechtlicher Verwässerungsschutz in der Aktiengesellschaft .	686
1. Starke Verwässerungsschutzklauseln („Füll Ratchet Rights“) . .	686
a) Auswirkungen starker Verwässerungsschutzklauseln	687
b) Rechtfertigungsansätze	688
aa) Vorüberlegung: Rechtfertigung von Hinauskündigungsklauseln	688
bb) Schutz vor Window Dressing	689
(1) Aggressive Unternehmensbewertung	689
(2) Erfolgsdarstellung bei Meilensteinen	690
cc) Schutz vor wirtschaftlicher Fehlentwicklung	690
(1) Schutz vor allgemeinen Marktrisiken	691
(2) Schutz vor wirtschaftlichen Fehlentscheidungen der Gründer	692
dd) Freiwilliger Vertragsschluss kein Einwand	693
c) Abschlusskontrolle versus Ausübungskontrolle	694
2. Gewichtete Verwässerungsschutzklauseln („Weighted Average“)	695

a) Gemeinsamkeiten und Unterschiede zu starkem5 Verwässerungsschutz	695
b) Rechtfertigung gewichteter Verwässerungsschutzklauseln . .	696
aa) Schutz vor Window Dressing	696
bb) Schutz vor wirtschaftlichen Verschlechterungen	697
(1) Schutz vor allgemeinen Marktrisiken	697
(2) Schutz vor wirtschaftlichen Fehlentscheidungen der Gründer	697
cc) Verfahrenskontrolle statt Inhaltskontrolle	698
3. Stimmbindungsvereinbarungen über Verwässerungsschutz mittels Kapitalmaßnahmen	699
II. Schuldrechtlicher Verwässerungsschutz in der Gesellschaft mit beschränkter Haftung	699
III. Ergebnisse	699
§ 3 Pay to Play und Pull Ups	700
I. Pay to Play	701
II. Pull Ups	702
E. Bindung der Gründer	704
§ 1 Anteilsvinkulierung	705
I. Anteilsvinkulierung durch Satzungsregelung	705
1. Vorgaben für die Ermessensausübung in der Satzung	705
a) Grundsätze	705
b) Keine Zulässigkeit von Zustimmungsverboten	706
aa) Wortlaut von §68 Abs.2 S. 4 AktG	706
bb) Gesetzgebungsgeschichte von §68 Abs.2 S.4 AktG. . . .	707
cc) Teleologische Betrachtung von §68 Abs.2 S.4 AktG . . .	707
dd) Vergleich zur Lage in der Gesellschaft mit beschränkter Haftung	708
2. Verknüpfung der Zustimmung mit schuldrechtlichen Vereinbarungen	709
II. Schuldrechtliche Anteilsvinkulierung in der Aktiengesellschaft . .	710
1. Keine Umgehung der gesetzlichen Vinkulierungserfordernisse	711
a) Auswirkungen schuldrechtlicher Vinkulierungen mit Vertragsstrafenvereinbarung	711
b) Die freie Übertragbarkeit der Mitgliedschaft	712
aa) Dogmatische Vorüberlegungen	714
bb) Der Grundsatz der freien Übertragbarkeit der Mitgliedschaft	715
cc) Funktionenschutz als Regelungsziel	716
(1) Gutgläubiger Erwerb satzungsmäßig vinkulierter Namensaktien	717
(2) Gutgläubiger Erwerb satzungsmäßig vinkulierter Inhaberaktien	717

(3) Gesellschafterschutzaspekte	718
(4) Folgerungen	719
c) § 68 Abs. 2 AktG und aktienrechtliche Kompetenzordnung	719
aa) Zuständigkeit im Innenverhältnis und im Außenverhältnis	720
bb) Klarstellungsfunktion von § 68 Abs. 2 AktG	721
2. Kein Verstoß gegen die aktienrechtliche Kompetenzordnung . . .	721
3. Keine Umgehung von § 136 Abs. 2 AktG	723
4. Ergebnisse	724
§2 Vesting	724
I. Einziehungsrechte als Vestingregelung	725
1. Einziehungsrechte in der Aktiengesellschaft	725
a) Erzwingung einer Nebenleistung entgegen den §§ 54, 55 AktG	725
b) Beendigung der Mitarbeit kein wichtiger Grund in der Person	726
c) Verzicht auf den Schutz der §§ 54, 55 AktG	727
aa) Gestattete Einziehung	727
bb) Angeordnete Einziehung	728
d) Ergebnis	729
2. Einziehungsrechte in der Gesellschaft mit beschränkter Haftung	729
3. Abfindungsregelungen für Good Leaver und Bad Leaver . . . .	730
II. Schuldrechtliche Vereinbarungen: Call Optionen	731
1. Call Optionen und die Hinauskündigungsrechtsprechung. . . .	731
2. Keine Umgehung der §§ 54, 55 AktG	732
III. Ergebnisse	733
§3 Vorerwerbsrechte und Andienungspflichten	
(Rights of First Offer)	733
I. Dogmatische Einordnung von Vorerwerbsrechten	733
II. Zulässigkeit von Vorerwerbsrechten der Gesellschafter	734
1. Einfache Vorerwerbsrechte	734
2. Pro rata-Vorerwerbsrechte	735
a) Keine Sittenwidrigkeit nach § 138 Abs. 1 BGB	736
b) Keine Unangemessenheit im Sinne von § 307 Abs. 1 S. 2 BGB	736
aa) Vorerwerbsrecht sämtlicher Gesellschafter	736
bb) Vorerwerbsrechte nur für Investoren	738
III. Vorerwerbsrechte der Gesellschaft	738
IV. Ergebnisse	739
§4 Mitnahmeklauseln (Drag Along Rights)	739
I. Mitnahmeklauseln in der Aktiengesellschaft	740
1. Mitnahmeklauseln in der Satzung	740
2. Mitnahmeklauseln in schuldrechtlichen Vereinbarungen	741

II. Mitnahmeklauseln in der Gesellschaft mit beschränkter Haftung .	742
§ 5 Mitveräußerungsrechte der Investoren (Tag Along Rights)	742
I. Mitveräußerungsrechte in der Aktiengesellschaft	743
1. Mitveräußerungsrechte in der Satzung	743
2. Schuldrechtliche Abreden über Mitveräußerungsrechte	743
II. Mitveräußerungsrechte in der Gesellschaft mit beschränkter Haftung	744
F. Rückübertragungsrechte (Redemption Rights)	745
§ 1 Rückübertragungsrechte in der Aktiengesellschaft	745
I. Rückübertragungsrechte der Investoren gegen die Gesellschaft. . .	745
1. Ruckerwerb nach § 71 Abs. 1 Nr. 6 AktG	746
2. Ruckerwerb durch Zwangseinziehung nach § 237 Abs. 1 S. 1 Alt. 1 AktG	747
II. Rückübertragungsrechte der Investoren gegen die Mitgesellschafter	747
§ 2 Rückübertragungsrechte in der Gesellschaft mit beschränkter Haftung	748
§ 3 Ergebnisse	748
G. Börseneinführungsrechte	750
§ 1 Anspruch auf Börseneinführung (Demand Registration Rights)	750
I. Kapitalmarktrechtliche Rahmenbedingungen in Deutschland und den USA	751
II. Börseneinführungsrechte und Leitungsautonomie des Vorstands. .	752
1. Börseneinführungsrechte als Sondervorteil und § 76 Abs. 1 AktG	752
a) Auswirkungen auf sämtliche Gesellschafter	753
b) Unzulässige Einschränkung der Leitungskompetenz des Vorstands	753
2. Schuldrechtliche Vereinbarungen über Börseneinführungsrechte	754
§ 2 Platzierungsvorrechte (Piggyback Rights)	755
I. Platzierungsvorrechte und Leitungsautonomie	755
II. Platzierungsvorrechte und Gesellschaftergleichbehandlung	756
1. Allseitig vereinbarte Platzierungsvorrechte	756
2. Fraktionsabsprachen über Platzierungsvorrechte	756
§ 3 Ergebnisse	757



H. Gestaltung von Beteiligungsvereinbarungen  
in Deutschland und den USA im Vergleich .

Zusammenfassung

Literaturverzeichnis

Stichwortverzeichnis