



BERLINER RECHTSZEITSCHRIFT

JURISTISCHE FACHZEITSCHRIFT AN DER FREIEN UNIVERSITÄT BERLIN

EDITORIAL Reform der juristischen Ausbildung? (*S. Dahmen*)

INTERVIEW Russell A. Miller: German Law and Legal Culture

AUS DER PRAXIS

RA Johannes Weigl und Dr. Leonie Wittershagen

Digital Law Litigation: Zur gerichtlichen Rechtsdurchsetzung im Bereich der europäischen Digitalregulierung

GRUNDLAGEN

Ansgar Pohl

Deutsches Kolonialstaatsrecht und Völkerrecht im 19. Jahrhundert

ZIVILRECHT

Leonie Krambeck

Der patentrechtliche Sukzessionsschutz –
Vorzeichenwechsel durch die BGH-Entscheidung *Valentins*?

Konrad Thole

Vereinbarkeit des Andienungsrechts nach dem neuen § 47 BörsG
mit der Vermögensbindung

ÖFFENTLICHES RECHT

Emilia Scheithauer

Die *Inter se*-Modifikation multilateraler Verträge im Kontext des
deutschen Cannabisgesetzes

Leonardo Braguinski

Unionsbürgerschaft und Nichtdiskriminierung bei der Auslieferung
von ausländischen Unionsbürgern an Drittstaaten

STRAFRECHT

Clara Timphus

Der Einfluss von Sonderwissen auf die Zurechenbarkeit des Taterfolgs

Maxine Stumpp

Geschlechterrollenstereotype und Vergewaltigungsmythen im
Sexualstrafrecht und dessen Anwendung

5. Jahrgang · Seiten 97–220

www.berlinerrechtszeitschrift.de

ISSN (Print) 2699-948X · ISSN (Online) 2699-2132

AUSGABE 2/2024

Konrad Thole *

Vereinbarkeit des Andienungsrechts nach dem neuen § 47 BörsG mit der Vermögensbindung

Der deutsche Gesetzgeber hat im Rahmen des Zukunftsfiananzierungsgesetzes Ende 2023 die Börsenmantelaktiengesellschaft – eine Rechtsformvariante der Aktiengesellschaft – in den §§ 44–47b BörsG eingeführt. Diese ermöglicht das Geschäftsmodell einer insbesondere in den USA gängigen Special Purpose Acquisition Company. Hierfür hat der Gesetzgeber im Rahmen des Andienungsrechts nach § 47 BörsG die aktienrechtliche Vermögensbindung abbedungen. Die Vermögensbindung bezweckt unter anderem den Gläubigerschutz. Es erscheint daher naheliegend, dass die Einführung der Börsenmantelaktiengesellschaft auf Kosten des Gläubigerschutzes erfolgt ist. Jedoch könnte der Gesetzgeber den gläubigerschützenden Zweck der Vermögensbindung durch andere Vorschriften hinreichend verwirklicht haben. Der folgende Beitrag widmet sich schwerpunktmäßig dieser Frage und stellt das Spannungsverhältnis von Vermögensbindung und § 47 BörsG damit auf den Prüfstand. Dabei werden verschiedene Probleme im Recht der Börsenmantelaktiengesellschaft offengelegt und ausgeführt.

Inhaltsübersicht

A. Einleitung	149
B. Die Vermögensbindung	150
I. Das Erhaltungsinteresse der Gläubiger im Hinblick auf das Eigenkapital	150
II. § 57 Abs. 1 S. 1 AktG	151
III. Umfang der Vermögensbindung	151
1. Materielle Vermögensbindung	151
2. Formelle Vermögensbindung	152
C. Spannungsverhältnis zwischen § 47 BörsG und der Vermögensbindung	152
I. Regelungsüberblick	152
II. Erwerb eigener Aktien als grundsätzlicher Verstoß gegen § 57 Abs. 1 S. 1 AktG	152
III. Abbedingung der Vermögensbindung	152
1. Eingeschränkte Einordnung in § 71 AktG	152
2. Abbedingung des Funktionsrests von § 57 AktG	153
IV. Erwerb zulasten des materiell gebundenen Vermögens	153
1. Zeitraum des Erwerbs eigener Aktien	153

2. Finanzielle Ausstattung im Erfüllungszeitraum	153
D. Wahrung des gläubigerschützenden Zwecks	154
I. Durch eine Unterbilanzhaftung aufgrund wirtschaftlicher Neugründung	154
1. Die wirtschaftliche Neugründung	154
2. Auswirkungen auf die BMAG	155
3. Anwendbarkeit auf die BMAG	155
4. Verlagerung der Unterbilanzhaftung auf die Initiatoren	156
II. Durch das Treuhanderfordernis nach § 45 Abs. 1, Abs. 2 S. 2 BörsG	157
1. Geltungsdauer des § 45 BörsG	157
2. Erfüllung zulasten des von § 45 BörsG erfassten Gesellschaftsvermögens	158
3. Ergebnis	159
III. Durch die Bekanntmachung der Satzungsänderung bezüglich der Firma	159
1. Wertung der §§ 71 Abs. 1 Nr. 6, 237 Abs. 2, 225 AktG	159
2. Satzungsänderung bezüglich der Firma	160
3. Ergebnis	160
IV. Durch das Übergangserfordernis nach § 47b Abs. 1 S. 2 BörsG	160
E. Fazit	161

A. Einleitung

Nach der gem. § 57 Abs. 1 S. 1 AktG für eine Aktiengesellschaft (AG) geltenden Vermögensbindung ist jede Ausschüttung von Gesellschaftsvermögen außerhalb der regulären Verteilung des Bilanzgewinns an Aktionäre verboten.¹ Aufgrund der sich aus § 23 Abs. 5 S. 1 AktG ergebenden Satzungsstrenge steht diese auch nicht zur Disposition. Dabei regt sich gegen die Vermögensbindung in der AG im juristischen Schrifttum Widerstand. Die Innovationsfreiheit und -offenheit werde durch die Vermögensbindung übermäßig eingegrenzt.² Dies verhindere neue Gesellschaftsformen, die im anglo-amerikanischen Rechtsraum möglich seien und die positive wirtschaftliche Wirkungen entfalten könnten.³ Andere befürworten die Vermögensbindung in ihrer aktuellen Form und sehen sie als „Kulturleistung ersten Ranges“.⁴

* Der Autor studiert Rechtswissenschaft an der Freien Universität Berlin. Der Beitrag wurde als Studienabschlussarbeit im Schwerpunktbereich „Gesellschaftsrecht“ erarbeitet. Die Themenstellung erfolgte durch Univ.-Prof. Dr. Andreas Engert, LL.M. (Univ. Chicago).

¹ BGH NZG 2008, 106 (107); BGHZ 190, 7 Rn. 15; K. Schmidt, Gesellschaftsrecht, 4. Aufl. 2002, § 29 II 2 a); Bayer, in: MüKo-AktG, Bd. 1, 6. Aufl. 2024, § 57 Rn. 8; Koch, AktG, 18. Aufl. 2024, § 57 Rn. 4.

² Vgl. Günther, Special Purpose Acquisition Companies und die Ineffizienz des Kapitalsystems, 2021, S. 237 ff.

³ Vgl. Günther (Fn. 2), S. 237 ff.

⁴ Wiedemann, Gesellschaftsrecht I, 1980, § 10 IV 1 b).

In dieses Spannungsverhältnis stößt die Einführung der Börsenmantelaktiengesellschaft (BMAG), einer Rechtsformvariante der AG, mit Wirkung vom 15.12.2023.⁵ Die BMAG soll „*Special Purpose Acquisition Companies*“ (SPACs) nach deutschem Recht ermöglichen.⁶ Dies sind börsennotierte Mantelgesellschaften, deren Ziel im Erwerb eines nicht-börsennotierten Unternehmens besteht, um dieses mittelbar an die Börse zu bringen.⁷ Dabei können Aktionäre unter bestimmten Umständen ihre Aktien gegen Zahlung eines vorab festgelegten Betrags gegenüber der SPAC andienen.⁸ Dieses Andienungsrecht („*redemption right*“) ist nun in § 47 BörsG kodifiziert.

Der Erwerb eigener Aktien durchbricht prinzipiell die Vermögensbindung in einer AG, weil ein Teil des Gesellschaftsvermögens ohne Gegenwert außerhalb der regulären Verteilung des Bilanzgewinns an Aktionäre abfließt. Hierdurch sinkt aufgrund der beschränkten Haftung der Aktionäre zugleich die für Gläubiger verfügbare Haftungsmasse, deren Erhalt die Vermögensbindung in einem bestimmten Umfang bezweckt. Vor diesem Hintergrund bedingt § 47 Abs. 2, Abs. 3 S. 1 BörsG die Vermögensbindung bei der Erfüllung ausgeübter Andienungsrechte ab. Daher liegt nahe, dass die Einführung der BMAG zulasten des Gläubigerschutzes erfolgt. Dies wäre ein Indiz dafür, dass der Gesetzgeber nunmehr bereit sein könnte, auf Kosten des Gläubigerschutzes neue Gesellschaftsformen zu ermöglichen. Jedoch könnte der Gesetzgeber den gläubigerschützenden Zweck der Vermögensbindung auch durch andere Mittel verwirklicht haben. Es stellt sich die Frage nach der Vereinbarkeit des Andienungsrechts nach § 47 BörsG mit der gläubigerschützenden Funktion der Vermögensbindung.

Zur Beantwortung dieser Frage sind mehrere Schritte notwendig: Erstens ist der gläubigerschützende Zweck und der Inhalt der Vermögensbindung darzustellen (B.). Zweitens ist das Spannungsverhältnis zwischen § 47 BörsG und der Vermögensbindung zu erörtern (C.). Ausgehend von diesen Erkenntnissen ist zu untersuchen, ob § 47 BörsG den gläubigerschützenden Zweck der Vermögensbindung wahrt (D.). Andere Zwecke der Vermögensbindung sowie europarechtliche Fragestellungen werden im Rahmen dieser Arbeit nicht erörtert.

B. Die Vermögensbindung

I. Das Erhaltungsinteresse der Gläubiger im Hinblick auf das Eigenkapital

Eine AG finanziert sich aus Eigen- und Fremdkapital. Das Eigenkapital einer AG setzt sich gem. § 266 Abs. 3 A HGB aus dem gezeichneten Kapital, der Kapitalrücklage, den Gewinnrücklagen, dem Gewinnvortrag/Verlustvortrag und dem Jahresüberschuss/Jahresfehlbetrag zusammen, also insbesondere aus den Einlagen der Aktionäre zuzüglich der Gewinne, abzüglich der Verluste. Es ist somit eine Geldziffer, die den Überschuss des Aktivvermögens über das Fremdkapital angibt.⁹ Dabei kann diese Ziffer auch null betragen oder negativ sein.¹⁰ Dies wird auch Reinvermögen oder Nettovermögen genannt.¹¹

Verluste der AG werden vorrangig mit dem Eigenkapital verrechnet und schlagen erst nachrangig auf das Fremdkapital durch.¹² Aktionäre haben gegenüber Fremdkapitalgebern einen nachrangigen Rückzahlungsanspruch. An Aktionäre dürfen ihre Einlagen bis zur Auflösung der AG nicht zurückgewährt werden, § 57 Abs. 1 S. 1 AktG. Bei der Abwicklung der AG nach den §§ 264 ff. AktG wird an die Aktionäre gem. § 271 Abs. 1 AktG das nach der Berichtigung der Verbindlichkeiten verbleibende Gesellschaftsvermögen verteilt. Die Haftungsfunktion des Eigenkapitals lässt sich daher auch als Verlustpuffer charakterisieren.¹³ Fremdkapitalgeber haben dabei naturgemäß ein Interesse an einem möglichst großen Puffer, damit künftige Verluste nicht zulasten ihrer Rückforderungsansprüche gehen. Hierbei konkurrieren sie mit den Aktionären, die ein Interesse an einer möglichst hohen Überführung des Eigenkapitals in ihr Privatvermögen als Rendite für ihre geleistete Einlage haben.¹⁴

Gem. § 1 Abs. 1 S. 2 AktG haftet für die Verbindlichkeiten der Gesellschaft den Gläubigern nur das Gesellschaftsvermögen. Im Gegensatz zu Personengesellschaften ist bei Aktiengesellschaften eine persönliche Außenhaftung der Gesellschafter schlicht nicht vorgesehen.¹⁵ Sie haften im Innenverhältnis beschränkt auf ihre Einlage, § 54 Abs. 1 AktG. Vor diesem Hintergrund schützt die Vermögensbindung das Interesse der Gläubiger am Erhalt des Eigenkapitals, indem sie die Überführung von Gesellschaftsvermögen in das Privatvermögen der Aktionäre beschränkt.¹⁶ Sie ist, zusammen mit den Vorschriften zur Kapitalaufbringung, der Preis für die beschränkte Haftung der Aktionäre.¹⁷

⁵ BGBl. 2023 I Nr. 354.

⁶ BT-Drucks. 20/8292, S. 99 f.

⁷ BT-Drucks. 20/8292, S. 99; Hell, BKR 2021, 26.

⁸ Selzner, ZHR 174 (2010), 318 (337 ff.); Seiler/Widder, BKR 2021, 676 (676 f.).

⁹ Bezenberger, Das Kapital der Aktiengesellschaft, 2005, S. 14; Baums, ZHR 175 (2011), 160 (162).

¹⁰ Baums, ZHR 175 (2011), 160 (162).

¹¹ Bezenberger (Fn.9), S. 14.

¹² Bezenberger (Fn.9), S. 14; Baums, ZHR 175 (2011), 160 (164 f.).

¹³ Bezenberger (Fn.9), S. 16; Wiedemann (Fn. 4), § 10 IV 1 b).

¹⁴ Bezenberger (Fn.9), S. 2.

¹⁵ Bezenberger (Fn.9), S. 11.

¹⁶ Bezenberger (Fn.9), S. 16; Baums, ZHR 175 (2011), 160 (165).

¹⁷ Vgl. entsprechend zur GmbH OLG Nürnberg NZG 2001, 943 (944).

II. § 57 Abs. 1 S. 1 AktG

Die Vermögensbindung in der AG ergibt sich aus § 57 Abs. 1 S. 1 AktG.¹⁸ § 57 Abs. 1 S. 1 AktG verbietet zwar nach seinem Wortlaut „nur“ die Rückgewähr von Einlagen. Der Begriff der Einlage wird aber unter Heranziehung der §§ 57 Abs. 3, 58 Abs. 4 AktG extensiv ausgelegt.¹⁹ Hiernach verbietet § 57 Abs. 1 S. 1 AktG nicht nur die Rückgewähr von Einlagen i.S.d. § 54 Abs. 1 AktG, sondern Zuwendungen an Aktionäre außerhalb der regulären Verteilung des Bilanzgewinns und der gesetzlich zugelassenen Ausnahmen, die das Vermögen der AG mindern.²⁰

Dabei sind die Umstände der Zuwendung irrelevant. Das Verbot der Einlagenrückgewähr umfasst sowohl offene als auch verdeckte Zuwendungen, die unter dem Deckmantel eines Rechtsgeschäfts an den Aktionär erbracht werden.²¹ Zudem ist unbeachtlich, worin die Zuwendung besteht. Es werden Zuwendungen in Gestalt von Geldleistungen, Sachleistungen oder auf sonstige Weise erfasst.²² Insbesondere kommt es auch nicht darauf an, ob der Vermögensgegenstand in der Bilanz aktiviert oder aktivierungsfähig war.²³

§ 57 Abs. 1 S. 1 AktG liegt eine wertmäßige statt einer gegenständlichen Betrachtungsweise zugrunde.²⁴ Um eine Zuwendung als verboten einzuordnen, kommt es folglich nicht auf eine Änderung der gegenständlichen Zusammensetzung des Vermögens einer AG an. Entscheidend ist allein, ob die Zuwendung unter Berücksichtigung des zugrundeliegenden Rechtsgeschäfts den Wert des Gesellschaftsvermögens mindert.²⁵ Hiernach werden nur solche Zuwendungen nicht von § 57 Abs. 1 S. 1 AktG erfasst, die auf marktüblichen Rechtsgeschäften zwischen einem Aktionär und der AG beruhen.²⁶ Das ist dann der Fall, wenn das Rechtsgeschäft einem Drittvergleich standhält.²⁷

§ 57 Abs. 1 S. 1 AktG verbietet also unter Berücksichtigung der §§ 57 Abs. 3, 58 Abs. 4 AktG jede Zuwendung an die Aktionäre aufgrund ihrer Mitgliedschaft außerhalb der regulären Verteilung des Bilanzgewinns, die das Vermögen der AG wertmäßig mindert und die nicht ausnahmsweise gesetzlich zugelassen ist.²⁸

III. Umfang der Vermögensbindung

Außerhalb der regulären Verteilung des Bilanzgewinns ist das Gesellschaftsvermögen also durch § 57 Abs. 1 S. 1 BörsG grundsätzlich dem Zugriff der Aktionäre entzogen, mithin an die AG wertmäßig gebunden. Dabei lässt sich hinsichtlich des Umfangs der Vermögensbindung zwischen materieller und formeller Vermögensbindung unterscheiden.

1. Materielle Vermögensbindung

Dasjenige Gesellschaftsvermögen, das nicht Bilanzgewinn ist, ist nach § 57 Abs. 1 S. 1 AktG nicht ausschüttungsfähig, sondern gegenüber den Aktionären materiell an die AG gebunden. Der Bilanzgewinn ergibt sich aus dem Saldo des Jahresüberschusses/Jahresfehlbetrags und den Posten nach § 158 Abs. 1 S. 1 Nr. 1–4 AktG.²⁹ Von dem Jahresüberschuss/Jahresfehlbetrag ist gem. § 158 Abs. 1 S. 1 AktG der Verlustvortrag/Gewinnvortrag aus dem Vorjahr abzuziehen/hinzuzuaddieren, sowie der Betrag, der in die Gewinnrücklagen eingestellt wird, abzuziehen. Die Entnahmen aus den Kapital- und Gewinnrücklagen sind hinzuzuaddieren.

Hiernach kann ein Bilanzgewinn nicht durch Entnahmen aus dem Fremdkapital, dem Grundkapital und aus den gebundenen Rücklagen gebildet werden. Zu den gebundenen Rücklagen gehören gem. § 150 Abs. 3, Abs. 4 AktG die gesetzliche Rücklage nach § 150 Abs. 1, Abs. 2 AktG und die Kapitalrücklage nach § 272 Abs. 2 Nr. 1–3 AktG, sowie sonstige Rücklagen, soweit die Satzung dies vorsieht. Die sonstigen freien Rücklagen können zur Erhöhung des Bilanzgewinns eingesetzt werden. Die Kompetenz hierfür obliegt den zur Feststellung des Jahresabschlusses berufenen Organen.³⁰

Die materielle Vermögensbindung verbietet daher eine Ausschüttung von Gesellschaftsvermögen an Aktionäre zu Lasten des Fremdkapitals, Grundkapitals und der gebundenen Rücklagen.³¹ Somit steht die Summe der Aktiva, die zur Deckung dieser Bilanzpositionen erforderlich sind (materiell gebundenes Vermögen), nicht für Auszahlungen an die Aktionäre zur Verfügung.³²

¹⁸ BGHZ 190, 7 Rn. 28; *Gross-Langenhoff*, Vermögensbindung im Aktienrecht, 1. Aufl. 2013, S. 39.

¹⁹ BGH NZG 2008, 106 (107); BGHZ 190, 7 Rn. 15; *K. Schmidt* (Fn. 1), § 29 II 2 a); *Bayer* (Fn. 1), § 57 Rn. 8; *Koch* (Fn. 1), § 57 Rn. 4; hierzu kritisch *Bezenberger* (Fn. 9), S. 202.

²⁰ BGH NZG 2008, 106 (107); BGHZ 190, 7 Rn. 15; *K. Schmidt* (Fn. 1), § 29 II 2 a); *Bayer* (Fn. 1), § 57 Rn. 8; *Koch* (Fn. 1), § 57 Rn. 4; hierzu kritisch *Bezenberger* (Fn. 9), S. 202.

²¹ *Gross-Langenhoff* (Fn. 18), S. 94 f.; *Paefgen*, in: Henssler/Strohn, 6. Aufl. 2024, § 57 AktG Rn. 11 ff.

²² *Grigoleit/Rachlitz*, in: Grigoleit, AktG, 2. Aufl. 2020, § 57 Rn. 9.

²³ *Arnold/Notz*, in: Großkomm der Praxis zum Aktienrecht, Band 3/1, 5. Auflage 2022, § 57 Rn. 20.

²⁴ *Arnold/Notz* (Fn. 23), § 57 Rn. 20; *Bayer* (Fn. 1), § 57 Rn. 11; *Cahn/v. Spannenberg*, in: BeckOGK, AktG, Stand: 01.02.2024, § 57 Rn. 18.

²⁵ *Arnold/Notz* (Fn. 23), § 57 Rn. 20.

²⁶ Die herrschende Meinung leitet dies daraus ab, dass nur Zuwendungen aufgrund der Aktionärsstellung verboten sein sollen („*causa societatis*“): BGHZ 190, 7 Rn. 15; *Bayer* (Fn. 1), § 57 Rn. 49; *Fleischer*, in: *K. Schmidt/Lutter*, AktG, 4. Aufl. 2020, § 57 Rn. 11a; hierzu kritisch *Koch*, ZGR 2022, 337 (339–351).

²⁷ BGH NJW 1996, 589 (590); *Grigoleit/Rachlitz* (Fn. 22), § 57 Rn. 12.

²⁸ BGH NZG 2008, 106 (107); BGHZ 190, 7 Rn. 15; *K. Schmidt* (Fn. 1), § 29 II 2 a); *Bayer* (Fn. 1), § 57 Rn. 8; *Koch* (Fn. 1), § 57 Rn. 4.

²⁹ *Zellner* (Fn. 22), § 158 Rn. 7; *Koch* (Fn. 1), § 158 Rn. 6.

³⁰ *Gross-Langenhoff* (Fn. 18), S. 166.

³¹ *Bezenberger* (Fn. 9), S. 24; *Cahn/v. Spannenberg* (Fn. 24), § 57 Rn. 12.

³² *Cahn/v. Spannenberg* (Fn. 24), § 57 Rn. 12.

2. Formelle Vermögensbindung

Auch der Bilanzgewinn kann nicht jederzeit nach freiem Ermessen des Vorstandes ausgeschüttet werden. Vielmehr bestehen insoweit verschiedene verfahrensrechtliche Bindungen (formelle Vermögensbindung).³³ Über die Verwendung des Bilanzgewinns entscheidet die Hauptversammlung gem. §§ 174 Abs. 1 S. 1, 133 Abs. 1 AktG mit der Mehrheit der abgegebenen Stimmen. Dabei ist sie gem. § 174 Abs. 1 S. 2 AktG an den ausgewiesenen Bilanzgewinn nach dem festgestellten Jahresabschluss gebunden. Der Jahresabschluss muss vorab ordnungsgemäß aufgestellt, geprüft und gebilligt werden.³⁴ Dies verfolgt unter anderem einen gläubigerschützenden Zweck, indem unterjährige Ausschüttungen – außerhalb des Verfahrens nach § 59 AktG – verhindert werden.³⁵

C. Spannungsverhältnis zwischen § 47 BörsG und der Vermögensbindung

I. Regelungsüberblick

§ 47 BörsG ist eine Sondervorschrift aus dem Recht der BMAG. Der Gegenstand einer BMAG liegt nach § 44 Abs. 1 S. 2 BörsG in der Verwaltung des eigenen Vermögens, der Vorbereitung und Durchführung des eigenen Börsengangs sowie der Vorbereitung und des Abschlusses der Zieltransaktion. Zum Zeitpunkt des Börsengangs der BMAG steht die Zieltransaktion noch nicht fest. Aktionäre kaufen daher die „Katze im Sack“.³⁶ Zur Kompensation steht die Zieltransaktion gem. § 46 Abs. 1 S. 1 BörsG unter dem Vorbehalt der Zustimmung der Aktionäre.³⁷

Den Aktionären, die gegen den Billigungsbeschluss bezüglich der Zieltransaktion Widerspruch zur Niederschrift erklärt haben, kommt das Andienungsrecht nach § 47 Abs. 1 BörsG zugute. Sie haben das Recht, innerhalb von zwei Monaten ab Fassung des Hauptversammlungsbeschlusses die Übertragung ihrer Aktien auf die Gesellschaft gegen Zahlung eines Betrages in Höhe der geleisteten Bareinlage zuzüglich eines bei Ausgabe der Aktie gezahlten Aufgeldes zu verlangen.³⁸ Regelungen, die die Erfüllung ausgeübter Andienungsrechte verhindern könnten, werden in § 47 Abs. 2, Abs. 3 BörsG abbedungen oder modifiziert.³⁹ So ordnet § 47 Abs. 2 BörsG an, dass für die Erfüllung des Andienungsrechts § 71 Abs. 1 Nr. 3, Abs. 2 S. 1 AktG gilt. Dabei wird die Erwerbsobergrenze nach § 71 Abs. 2 S. 1

AktG von 10 % auf 30 % erhöht. In § 47 Abs. 3 BörsG bedingt der Gesetzgeber die §§ 71 Abs. 2 S. 2, 57 Abs. 1, Abs. 2, 27 Abs. 4 AktG ab.

II. Erwerb eigener Aktien als grundsätzlicher Verstoß gegen § 57 Abs. 1 S. 1 AktG

Bei der Erfüllung ausgeübter Andienungsrechte erwirbt eine BMAG von andienenden Aktionären ihre eigenen Aktien, während diese ihre Kapitaleinlagen wertmäßig zurückerhalten. Eine eigene Aktie weist einer BMAG einen Anteil an ihrem eigenen Vermögen zu und damit einen Anteil an dem, was sie bereits hat.⁴⁰ Zudem stehen ihr nach § 71b AktG aus eigenen Aktien keine Rechte zu, sodass der Erwerb ihr auch unter diesem Gesichtspunkt keinen Mehrwert bringt.⁴¹ Zwar erhält sie die Wiederveräußerungsmöglichkeit der erworbenen Anteile, jedoch kann sie auch stattdessen neue Aktien ausgeben.⁴² Auch diesbezüglich erwirbt die Gesellschaft nichts Werthaltiges. Bei einem Erwerb eigener Aktien liegt daher eine Zuwendung von Gesellschaftsvermögen an einen Aktionär außerhalb der Verteilung des Bilanzgewinns vor, für die eine BMAG im Gegenzug nur eine für sie wertlose Rechtshülse erhält.⁴³ Dies verstößt grundsätzlich gegen das Verbot der Einlagenrückgewähr nach § 57 Abs. 1 S. 1 AktG.⁴⁴

III. Abbedingung der Vermögensbindung

1. Eingeschränkte Einordnung in § 71 AktG

Nach § 57 Abs. 1 S. 2 AktG gilt als verbotene Rückgewähr nach § 57 Abs. 1 S. 1 AktG nicht die Zahlung des Erwerbspreises beim zulässigen Erwerb eigener Aktien. Wann der Erwerb eigener Aktien zulässig ist, bestimmt § 71 AktG. Nach § 47 Abs. 2 BörsG gilt für den zulässigen Erwerb eigener Aktien § 71 Abs. 1 Nr. 3 AktG. Somit ordnet sich die Erfüllung ausgeübter Andienungsrechte in die Regelung des § 71 AktG ein. Die formelle Vermögensbindung wird abbedungen.⁴⁵ Das ermöglicht die Ausschüttung von Gesellschaftsvermögen außerhalb der regulären Verteilung des Bilanzgewinns.

Gem. § 71 Abs. 2 S. 2 AktG ist der Erwerb eigener Aktien nach § 71 Abs. 1 Nr. 3 AktG nur dann zulässig, wenn die Gesellschaft im Zeitpunkt des Erwerbs eine Rücklage in Höhe der Aufwendungen für den Erwerb bilden könnte, ohne das Grundkapital oder eine nach Gesetz oder Satzung

³³ *Bezenberger* (Fn. 9), S. 204; *Cahn/v. Spannenberg* (Fn. 24), § 57 AktG Rn. 12.

³⁴ Siehe für eine ausführliche Darstellung des Verfahrens *Bezenberger* (Fn. 9), S. 204.

³⁵ *Gelhausen/Heinz*, in: FS Hoffmann-Becking, 2013, S. 357 (366); *Cahn/v. Spannenberg* (Fn. 24), § 57 Rn. 12; a.A. *Schön*, FS Röhrich, 2005, S. 559 (562 f.).

³⁶ Vgl. BT-Drucks. 20/8292, S. 99; *Seiler/Widder*, BKR 2021, 676.

³⁷ BT-Drucks. 20/8292, S. 102.

³⁸ Es ist umstritten, ob das Andienungsrecht über den Wortlaut hinaus auch etwaige Zinsen auf die Kapitaleinlage umfasst, vgl. *Harnos*, AG Zu-FinG-Sonderbeilage 2024, 53 (61).

³⁹ Ausführlich zur Umsetzbarkeit des „redemption right“ vor der Einführung des § 47 BörsG *Selzner*, ZHR 174 (2010), 318 (337 ff.).

⁴⁰ *Bezenberger*, Der Erwerb eigener Aktien durch die AG, 2002, Rn. 54.

⁴¹ *Bezenberger* (Fn. 40), Rn. 54.

⁴² *Bezenberger* (Fn. 40), Rn. 55.

⁴³ *Bezenberger* (Fn. 40), Rn. 59.

⁴⁴ *Cahn/v. Spannenberg* (Fn. 24), § 57 Rn. 44; *Drygala*, in: Kölner Kommentar, AktG, Bd. 1, 3. Aufl. 2011, § 57 Rn. 95; *Koch* (Fn. 1), § 57 Rn. 38.

⁴⁵ *Paefgen* (Fn. 21) § 57 AktG Rn. 34; *Cahn/v. Spannenberg* (Fn. 24), § 57 Rn. 44.

zu bildende Rücklage zu mindern, die nicht zur Zahlung an die Aktionäre verwendet werden darf. Damit ist ein Erwerb eigener Aktien zulasten des materiell gebundenen Vermögens unzulässig.⁴⁶ § 71 Abs. 2 S. 2 AktG statuiert somit die materielle Vermögensbindung beim Erwerb eigener Aktien nach § 71 Abs. 1 Nr. 3 AktG.⁴⁷ Nach § 47 Abs. 3 S. 1 BörsG steht § 71 Abs. 2 S. 2 AktG der Erfüllung des Andienungsrechts nicht entgegen. Daher suspendiert § 47 Abs. 3 S. 1 BörsG die materielle Vermögensbindung, die Erfüllung ausgeübter Andienungsrechte kann zulasten des materiell gebundenen Vermögens erfolgen.

2. Abbedingung des Funktionsrests von § 57 AktG

Der Erwerb eigener Aktien nach § 71 AktG ist ferner nur dann zulässig i.S.d. § 57 Abs. 1 S. 2 AktG, wenn der Erwerbspreis für die Aktien angemessen ist.⁴⁸ In den Fällen eines unangemessenen Erwerbspreises unterliegt der Erwerb dem § 57 Abs. 1 S. 1 AktG (sog. Funktionsrest des § 57 Abs. 1 S. 1 AktG beim Erwerb eigener Aktien) und ist hiernach unzulässig.⁴⁹ § 47 Abs. 1 BörsG schreibt einen festen Erwerbspreis in Höhe der geleisteten Kapitaleinlage vor. Dieser Preis kann je nach der Marktentwicklung für die Aktie unangemessen sein. Für diese Fälle erklärt § 47 Abs. 3 S. 1 BörsG den § 57 Abs. 1 S. 1 AktG für unbeachtlich, sodass auch diesbezüglich die Vermögensbindung in formeller als auch materieller Hinsicht abbedungen wird.

IV. Erwerb zulasten des materiell gebundenen Vermögens

Zur Untersuchung des Spannungsverhältnisses zwischen § 47 BörsG und der Vermögensbindung ist nicht allein auf die Abbedingung von materieller und formeller Vermögensbindung abzustellen. Maßgeblich ist vielmehr, ob und inwieweit entgegen der formellen und materiellen Vermögensbindung tatsächlich Gesellschaftsvermögen an Aktionäre zur Erfüllung ausgeübter Andienungsrechte abfließt. Dies ist hinsichtlich der formellen Vermögensbindung der Fall: Außerhalb der regulären Verteilung des Bilanzgewinns wird Gesellschaftsvermögen an andienende Aktionäre ausgezahlt. Hinsichtlich der materiellen Vermögensbindung ist zu betrachten, wie die BMAG im Erfüllungszeitraum ausgeübter Andienungsrechte vermögensmäßig ausgestattet ist.

1. Zeitraum des Erwerbs eigener Aktien

Die Fälligkeit des aus der Ausübung eines Andienungsrechts folgenden Anspruchs tritt gem. § 271 Abs. 1 BGB sofort, also mit der Entstehung des Anspruchs, ein. Da für die Ausübung des Andienungsrechts gem. § 47 Abs. 1 BörsG eine Frist von zwei Monaten ab Beschlussfassung bezüglich der Zieltransaktion besteht, muss die AG spätestens mit Ablauf des zweiten Monats ihre eigenen Aktien erwerben. Davor findet aufgrund der folgenden faktischen und rechtlichen Erfordernisse der dingliche Vollzug der Zieltransaktion nicht statt.

Mit dem dinglichen Vollzug der Zieltransaktion betreibt die Gesellschaft (zumindest mittelbar)⁵⁰ ein operatives Unternehmen. Hierauf muss der Unternehmensgegenstand durch eine Satzungsänderung nach § 44 Abs. 7 S. 1 BörsG, §§ 23 Abs. 3 Nr. 2 Hs. 1, 179 ff. AktG angepasst werden,⁵¹ da der Gegenstand der BMAG nach § 44 Abs. 1 S. 2 BörsG eine operative Tätigkeit nicht umfasst. Der Sinn und Zweck einer BMAG erschöpft sich in der Verwaltung eigenen Vermögens und der Vorbereitung und Durchführung einer Zieltransaktion.⁵² § 44 Abs. 1 S. 2 BörsG ist abschließend zu verstehen. Eine Änderung des Unternehmensgegenstandes ist erst mit dem Übergang der BMAG zur AG möglich.

Der Übergang der BMAG zur AG ist wiederum in § 47b BörsG geregelt. Er setzt unter anderem den dinglichen Vollzug der Zieltransaktion nach § 47b Abs. 1 S. 2, S. 3 BörsG voraus.⁵³ Vor diesem Hintergrund müssen, damit die BMAG mit dem dinglichen Vollzug (mittelbar) operativ tätig sein kann, der dingliche Vollzug, die Satzungsänderung und der Übergang der BMAG zur AG zugleich stattfinden.

Nach § 47b Abs. 1 S. 2, S. 3 BörsG setzt der Übergang der BMAG zur AG zusätzlich die Bedienung ausgeübter Andienungsrechte voraus. Danach muss die Bedienung ausgeübter Andienungsrechte vor dem dinglichen Vollzug der Zieltransaktion stattfinden, um den Dreiklang von dinglichem Vollzug der Zieltransaktion, dem Eintritt der Satzungsänderung und dem Übergang der BMAG zur AG zu ermöglichen.⁵⁴

2. Finanzielle Ausstattung im Erfüllungszeitraum

Das Vermögen einer BMAG besteht im Ausgangspunkt aus den Kapitaleinlagen. Der Nennbetrag ist nach § 272 Abs. 1 S. 1 HGB als gezeichnetes Kapital und ein bei Ausgabe der Aktie erbrachtes Aufgeld nach § 272 Abs. 2 Nr. 1 HGB als gebundene Kapitalrücklage auszuweisen. Zulasten dieser

⁴⁶ BT-Drucks. 16/10067, S. 101; *Cahn* (Fn. 24), § 71 Rn. 225; *Grigoleit/Rachlitz* (Fn. 22), § 71 Rn. 138; *Oechsler* (Fn. 1), § 71 Rn. 356.

⁴⁷ *Bezenberger*, ZHR 180 (2016), 8 (12).

⁴⁸ *Cahn* (Fn. 24), § 71 Rn. 46; *Grigoleit/Rachlitz* (Fn. 22), § 71 Rn. 141; *Oechsler* (Fn. 1), § 71 Rn. 69; a.A.: *Kitanoff*, Der Erwerb eigener Aktien, 2009, S. 63 ff.; *Bezenberger*, ZHR 180 (2016), 8 (13).

⁴⁹ *Grigoleit/Rachlitz* (Fn. 22), § 71 Rn. 141.

⁵⁰ Dies ist von dem konkreten Erwerbsvorgang abhängig. Bei einem *share deal* wird nur mittelbar ein Unternehmen betrieben.

⁵¹ BT-Drucks. 20/8292, S. 103.

⁵² BT-Drucks. 20/8292, S. 99 f.

⁵³ *Von der Linden/Schäfer*, DB 2023, 1077 (1080).

⁵⁴ § 47b Abs. 1 S. 2, S. 3 BörsG setzt für den Übergang der BMAG zur AG zusätzlich den Ablauf der Bestandsfrist nach § 44 Abs. 3 BörsG voraus. Jedoch kann im Rahmen des Satzungsänderungsbeschlusses auch die Bestandsfrist gekürzt werden. Dies ermöglicht den erforderlichen zeitgleichen Dreiklang von dinglichem Vollzug, Übergang zur AG, und Satzungsänderung, *Von der Linden/Schäfer*, DB 2023, 1077 (1080).

Bilanzpositionen dürfte nach § 71 Abs. 2 S. 2 AktG – der materiellen Vermögensbindung – ein Erwerb eigener Aktien nicht erfolgen.

Daher wäre es für den Erwerb eigener Aktien theoretisch erforderlich, das aufgebrachte Vermögen durch die Erwirtschaftung von Gewinnen zu erhöhen. Nur dann würde die Summe der Aktiva das Grundkapital und die gebundenen Rücklagen übersteigen und für den Erwerb eigener Aktien zur Verfügung stehen. Insoweit wäre ein Erwerb eigener Aktien nach § 71 Abs. 2 S. 2 AktG zulässig. Über diese Möglichkeit verfügt die BMAG jedoch bis zum dinglichen Vollzug der Zieltransaktion nicht, weil sie nach § 44 Abs. 1 S. 2 BörsG nicht operativ tätig ist. Der Erwerb eigener Aktien erfolgt also grundsätzlich⁵⁵ zulasten des materiell gebundenen Vermögens und durchbricht damit die materielle Vermögensbindung.

§ 47 Abs. 1 BörsG begrenzt das Andienungsrecht auf die Aktionäre, die gegen den Beschluss der Hauptversammlung über die Zieltransaktion Widerspruch zur Niederschrift erklärt haben.⁵⁶ Vor dem Hintergrund eines qualifizierten Mehrheitserfordernisses von 75 % des vertretenen Kapitals bei der Beschlussfassung über die Zieltransaktion gem. § 46 Abs. 3 S. 1 BörsG ist sichergestellt, dass höchstens 25 % des materiell gebundenen Vermögens zur Erfüllung ausgeübter Andienungsrechte abfließt.⁵⁷

D. Wahrung des gläubigerschützenden Zwecks

§ 47 Abs. 2, Abs. 3 S. 1 BörsG bedingen die materielle und formelle Vermögensbindung ab. Zur Erfüllung ausgeübter Andienungsrechte werden bis zu 25% des materiell gebundenen Vermögens außerhalb der regulären Verteilung des Bilanzgewinns an Aktionäre ausgezahlt. Hieraus folgt jedoch nicht zugleich die Unvereinbarkeit von § 47 BörsG mit der gläubigerschützenden Funktion der Vermögensbindung.⁵⁸ Maßgeblich ist die Wahrung des gläubigerschützenden Zwecks, d.h. dem Schutz des Erhaltungsinteresses der Gläubiger hinsichtlich des Eigenkapitals. Dieser Zweck wäre dann gewahrt, wenn entweder der Gläubigerschutz durch spezifische Regeln ersetzt wird oder nicht erforderlich ist.⁵⁹ Das wäre einerseits der Fall, wenn das zur Erfüllung ausgeübter Andienungsrechte abfließende Gesellschaftsvermögen bereits keinen Verlustpuffer darstellt, also

das Ausfallrisiko von Verbindlichkeiten durch den Vermögensabfluss nicht steigt. Dann entfällt bereits das Erhaltungsinteresse. Andererseits kann, selbst wenn die Vermögensmasse einen Verlustpuffer darstellt, der gläubigerschützende Zweck gewahrt werden, wenn die Schutzwürdigkeit von Gläubigern ausnahmsweise zu verneinen ist.

I. Durch eine Unterbilanzhaftung aufgrund wirtschaftlicher Neugründung

1. Die wirtschaftliche Neugründung

Bei einer wirtschaftlichen Neugründung einer AG wird eine unternehmenslose Vorrats- oder Mantelgesellschaft durch die Einbringung/den erstmaligen Betrieb eines Unternehmens aktiviert, nachdem deren Anteile auf den Erwerber übergegangen sind.⁶⁰ Die BMAG verfolgt nach § 44 Abs. 1 S. 2 BörsG bis zum Erwerb des Zielunternehmens keine operative Tätigkeit.⁶¹ Daher ist die BMAG als Unterart der Vorratsgesellschaft einzustufen.⁶² Mit dem dinglichen Vollzug der Zieltransaktion betreibt sie (zumindest mittelbar) erstmals ein Unternehmen und wird aktiviert. Sie wird wirtschaftlich neu gegründet.⁶³

Zur Vermeidung der Umgehung der auf eine rechtliche Neugründung anwendbaren Vorschriften finden die Regelungen zur Kapitalaufbringung und registerrechtlichen Kontrolle auf die wirtschaftliche Neugründung entsprechende Anwendung.⁶⁴ Sofern diese hier anwendbar wären, träge die BMAG-Aktionäre eine Unterbilanzhaftung zum Zeitpunkt der Anmeldung der Satzungsänderung bezüglich des Unternehmensgegenstandes, mit der die wirtschaftliche Neugründung offenzulegen wäre.⁶⁵

Die Unterbilanzhaftung erfasst mindestens das statutarische Grundkapital.⁶⁶ Umstritten ist, inwiefern zusätzlich ein bei Ausgabe der Aktien geleistetes Aufgeld umfasst wird.⁶⁷ Hierbei vermag eine Unterbilanzhaftung, die nur das Grundkapital umfasst, von vornherein nicht ein mit der Vermögensbindung vergleichbares Schutzniveau zu gewährleisten. Denn der Vermögensabfluss zur Erfüllung ausgeübter Andienungsrechte zulasten der gebundenen Kapitalrücklage würde unberücksichtigt bleiben. Daher wird im Folgenden von der extensiven Auslegung der Unterbilanzhaftung, die auch ein bei Ausgabe der Aktien geleistetes Aufgeld umfasst, ausgegangen.

⁵⁵ Dies wäre nur dann nicht der Fall, wenn Aktionäre freiwillige Zuzahlungen nach § 272 Abs. 2 Nr. 4 HGB leisten.

⁵⁶ Im Vergleich zur herkömmlichen Ausgestaltung von SPACs untypisch: *Herzog/Gebhard*, NZG 2023, 1055 (1058).

⁵⁷ *Herzog/Gebhard*, NZG 2023, 1055 (1058).

⁵⁸ Vgl. *Wieneke/Förl*, AG 2005, 189 (191).

⁵⁹ *Wieneke/Förl*, AG 2005, 189 (191).

⁶⁰ BGHZ 117, 323 (330); *K. Schmidt* (Fn. 1), § 4 III 3 b); *Seibt* (Fn. 26), § 23 Rn. 41.

⁶¹ BT-Drucks. 20/8292, S. 99 f.

⁶² *Oechsler/Dörrhöfer*, ZIP 2022, 609 (611) [zur SPAC].

⁶³ *Oechsler/Dörrhöfer*, ZIP 2022, 609 (611) [zur SPAC].

⁶⁴ BGHZ 117, 323 (331); *Habersack*, AG 2010, 845; ausführlich zur dogmatischen Herleitung: *Bachmann*, NZG 2011, 441 (448 ff.).

⁶⁵ BGHZ 155, 318 (326 f.); BGHZ 192, 341 Rn. 19; *Oechsler/Dörrhöfer*, ZIP 2022, 609 (611) [zur SPAC]; *Pentz* (Fn. 1), § 23 Rn. 103.

⁶⁶ BGHZ 155, 318 (323 f.); *Seibt* (Fn. 26), § 23 Rn. 44; a.A. *K. Schmidt* (Fn. 1), § 4 III 3 e).

⁶⁷ Dafür *Pentz* (Fn. 1), § 23 Rn. 107 f.; a.A. ohne Begründung: *Seibt* (Fn. 26), § 23 Rn. 43; vom BGH noch nicht entschieden, vgl. BGHZ 155, 318 (323 f.).

2. Auswirkungen auf die BMAG

Der Zeitpunkt der Anmeldung der Satzungsänderung bezüglich des Unternehmensgegenstandes liegt bei der BMAG zwischen dem Billigungsbeschluss und dem dinglichen Vollzug der Zieltransaktion.⁶⁸ Zu diesem Zeitpunkt liegen – möglicherweise –⁶⁹ die folgenden Bilanzpositionen vor:

Im Ausgangspunkt bestehen die bilanziellen Aktiva einer BMAG aus den Kapitaleinlagen. Auf der Passivseite stehen dem wertgleich die Posten des gezeichneten Kapitals und der gebundenen Kapitalrücklage entgegen. Mit dem Billigungsbeschluss der Hauptversammlung ändert sich die Passivseite. Der Erfüllungsbetrag noch nicht ausgeübter, aber ausübbarer Andienungsrechte ist als Rückstellung gem. § 249 Abs. 1 S. 1 HGB⁷⁰ und der Erfüllungsbetrag bereits ausgeübter und noch nicht erfüllter Andienungsrechte als Verbindlichkeit zu bilanzieren (§ 253 Abs. 1 S. 2 HGB). Sofern ausgeübte Andienungsrechte bereits erfüllt wurden, ist der Nennbetrag der erworbenen Aktien gem. § 272 Abs. 1a S. 1, S. 2 HGB vom Posten „Gezeichnetes Kapital“ abzusetzen, und das Aufgeld mit dem Jahresergebnis zu verrechnen, da keine freien Rücklagen vorhanden sind.⁷¹ Somit besteht zum maßgeblichen Zeitpunkt zwischen dem vorhandenen Gesellschaftsvermögen und dem Grundkapital sowie der gebundenen Kapitalrücklage eine Differenz in Höhe der im Rahmen ausübbarer/ausgeübter Andienungsrechte maximal abfließenden Mittel. Für diesen Differenzbetrag würden BMAG-Aktionäre haften.

Die Unterbilanzhaftung würde also das bereits abgeflossene und noch abzufließende Gesellschaftsvermögen zur Erfüllung ausgeübter Andienungsrechte kompensieren. Hiernach wäre naheliegend zu konstatieren, dass Gläubiger der BMAG, bei Anwendbarkeit der Unterbilanzhaftung auf die BMAG, wertmäßig so stünden, als fände die Vermögensbindung bezüglich des § 47 BörsG Anwendung. Dann hätten sie im Hinblick auf das zur Erfüllung ausgeübter Andienungsrechte abfließende Gesellschaftsvermögen kein Erhaltungsinteresse.⁷²

Hieran bestehen jedoch Zweifel, da zwischen dem Billigungsbeschluss und der Anmeldung der Satzungsänderung ein (mitunter erheblicher)⁷³ Zeitraum bestehen kann, in dem materiell gebundenes Vermögen zur Erfüllung ausgeübter Andienungsrechte ohne eine wertmäßige Kompensation abfließt. Es würde sich daher die Frage stellen, inwieweit in diesem Zeitraum der gläubigerschützende Zweck

der Vermögensbindung gewahrt werden würde. Außerdem ist die Unterbilanzhaftung eine Innenhaftung.⁷⁴ Die BMAG müsste die Ansprüche gegenüber dem Aktionärskreis durchsetzen. Angesichts des möglicherweise breiten Aktionärskreises der BMAG wären erhebliche Schwierigkeiten zu erwarten.

3. Anwendbarkeit auf die BMAG

Die Frage, ob die Unterbilanzhaftung ausreicht, um die gesetzlich abbedungene Vermögensbindung zu kompensieren, kann jedoch dahingestellt bleiben, sofern das Institut der Unterbilanzhaftung aufgrund der Besonderheiten der BMAG auf diese ohnehin keine Anwendung findet.

a) Systematische Auslegung

Gem. § 47 Abs. 1 BörsG haben BMAG-Aktionäre eine Frist von zwei Monaten ab Fassung des Billigungsbeschlusses, um ihr Andienungsrecht auszuüben. Eine Anwendung der Unterbilanzhaftung würde diese Frist faktisch verkürzen. Der für die Änderung des Unternehmensgegenstandes erforderliche Satzungsänderungsbeschluss erfolgt in derselben Hauptversammlung wie der Billigungsbeschluss.⁷⁵ Der Vorstand ist dabei nach § 181 Abs. 1 S. 1 AktG grundsätzlich dazu verpflichtet, die Satzungsänderung zur Eintragung im Handelsregister unverzüglich anzumelden.⁷⁶ Sie erfolgt dann im kurzen Abstand zur Fassung des Billigungsbeschlusses. Die BMAG-Aktionäre müssten ihr Andienungsrecht bis zu diesem Zeitpunkt und damit vor Ablauf der Zwei-Monats-Frist nach § 47 Abs. 1 BörsG ausüben. Andernfalls träfe sie eine anteilige Haftung für noch nicht ausgeübte Andienungsrechte. Das spricht gegen eine Anwendbarkeit der Unterbilanzhaftung auf die BMAG.

b) Teleologische Auslegung

aa) Sinn und Zweck der Einführung der BMAG

Das Zukunftsfinanzierungsgesetz bezweckt unter anderem die Stärkung der Attraktivität des deutschen Finanzstandorts.⁷⁷ Dabei ging es dem Gesetzgeber mit der Einführung der BMAG nicht um die Ermöglichung von etwas Neuartigem für den „Markt“. Denn das Geschäftsmodell einer BMAG war bereits vor ihrer Einführung durch SPACs nach Maßgabe ausländischer Rechtsformen, zum Beispiel einer holländischen N.V. oder einer Luxemburger SE, möglich.⁷⁸ Vielmehr soll das Geschäftsmodell einer SPAC in der Zukunft nach deutschem Recht ermöglicht werden, wobei der

⁶⁸ Vgl. C. IV. 1.

⁶⁹ Je nach der Anzahl entstandener Andienungsrechte.

⁷⁰ Grundsätzlich ist ernsthaft damit zu rechnen, dass entstandene Andienungsrechte auch ausgeübt werden und die BMAG in Anspruch genommen wird. Dies ist jedoch eine Einzelfallbewertung. Siehe zu den Kriterien: *Schubert*, in: Beck Bil-Komm., 13. Aufl. 2022, § 249 HGB Rn. 77 f.

⁷¹ *Störk/Kliem/Meyer* (Fn. 70), § 272 HGB Rn. 125.

⁷² So wohl *Oechsler/Dörrhöfer*, ZIP 2022, 609 (612) [zur SPAC].

⁷³ Grundsätzlich muss der Vorstand die Satzungsänderung unverzüglich anmelden, jedoch kann die Hauptversammlung diesbezüglich etwas anderes beschließen: *Ehmann* (Fn. 22), § 181 Rn. 5.

⁷⁴ BGHZ 192, 341 Rn. 15.

⁷⁵ BT-Drucks. 20/8292, S. 103.

⁷⁶ *Stein*, in: MüKo-AktG, Bd. 4, 5. Aufl. 2021, § 181 Rn. 14.

⁷⁷ BT-Drucks. 20/8292, S. 1.

⁷⁸ *Seiler/Widder*, BKR 2021, 676 (678); Daher das Regelungsbedürfnis anzweifeln *Florstedt*, NZG 2024, 139 Rn. 11 ff.

Gesetzgeber regulatorisch auf die SPACs-Praxis zugreifen wollte.⁷⁹ Dafür muss die Verwendung einer BMAG gegenüber einer SPAC über eine vergleichbare Attraktivität verfügen, damit der „Markt“ die BMAG auch verwendet, und nicht wie bisher auf eine SPAC nach ausländischem Recht zurückgreift.⁸⁰

Bei SPACs besteht keine der Unterbilanzhaftung ähnelnde Pflicht.⁸¹ Sie würde einen maßgeblichen Nachteil im internationalen Vergleich darstellen: Die BMAG-Aktionäre träge eine persönliche Haftung. Ihre Bereitschaft, eine BMAG-Aktie im Vergleich zu einer SPAC-Aktie zu zeichnen, wäre maßgeblich reduziert. Außerdem bestünde für die BMAG ein erheblicher Aufwand, die Ansprüche gegen Aktionäre durchzusetzen, was sie zusätzlich unattraktiv machen würde.

bb) Kompensation durch PIPE-Investoren

Möglicherweise wäre eine Haftung der BMAG-Aktionäre bei Anwendung der Unterbilanzhaftung jedoch aufgrund der spezifischen wirtschaftlichen Besonderheiten einer BMAG faktisch vernachlässigbar. Eine der zentralen Aufgaben des Vorstands in der bisherigen SPACs-Praxis ist es, die infolge der Erfüllung ausgeübter Andienungsrechte entstehende Kapitallücke zu schließen.⁸² Dies erfolgt typischerweise durch Privatplatzierungen der erworbenen Aktien bei PIPE-Investoren („*Private Investors in Public Equity*“).⁸³ Dabei entspricht der Ausgabepreis typischerweise dem Erwerbspreis, den die BMAG für die angedienten Aktien gezahlt hat.⁸⁴ In diesen Fällen würde die durch den Erwerb erfolgte Minderung des Gesellschaftsvermögens kompensiert.⁸⁵ Die BMAG-Aktionäre träge höchstens eine faktisch unerhebliche Unterbilanzhaftung.⁸⁶

Problematisch ist jedoch, dass die Möglichkeit der Privatplatzierung von den Marktbedingungen abhängt, und dass keine rechtliche Verpflichtung dazu besteht. So ist das durchschnittliche Volumen von PIPE-Investitionen von 2021 (\$ 316 Mio.) auf 2022 (\$ 65 Mio.) deutlich gesunken.⁸⁷ Auch der Ausgabepreis der von PIPE-Investoren erworbenen Aktien liegt vermehrt unter dem vorherigen Emissionspreis beim Börsengang,⁸⁸ und daher unter dem Erwerbspreis, den die BMAG nach § 47 Abs. 1 BörsG erbringen muss. Mithin könnten BMAG-Aktionäre nicht si-

cher davon ausgehen, dass sie aufgrund von hinzukommenden PIPE-Investoren eine, wenn überhaupt, nur unerhebliche und daher nicht nennenswerte Haftung träge. Dies würde im Vergleich zu SPACs einen erheblichen Attraktivitätsverlust bedeuten. Auch der Hinweis auf mögliche PIPE-Transaktionen kann also den durch die Geltung der Unterbilanzhaftung zu befürchtenden zweckwidrigen Attraktivitätsverlust nicht entkräften.

4. Verlagerung der Unterbilanzhaftung auf die Initiatoren

Somit stehen der Anwendung der Unterbilanzhaftung auf die wirtschaftliche Neugründung einer BMAG maßgebliche systematische und teleologische Erwägungen entgegen. Möglicherweise lassen sich jedoch diese Erwägungen und der durch die Unterbilanzhaftung bezweckte Gläubigerschutz durch eine Verlagerung der Unterbilanzhaftung auf die Initiatoren in Einklang bringen.⁸⁹

Nach § 44 Abs. 6 S. 1 BörsG sind die Initiatoren Aktionäre der BMAG, die als Gründer i.S.d. § 28 AktG anzusehen sind, sowie Vorstandsmitglieder, die Aktien oder sonstige Bezugsrechte an der BMAG innehaben. Dieser Personenkreis erhält typischerweise kurz vor dem Börsengang im Rahmen einer Privatplatzierung sog. Gründeraktien zum Nennbetrag und damit deutlich unter dem Emissionspreis der im Rahmen des Börsengangs emittierten Aktien.⁹⁰ Mit dem dinglichen Vollzug der Zieltransaktion wandeln sich diese in Publikumsaktien im Umfang von etwa 20 % der beim Börsengang ausgegebenen Aktien.⁹¹

Im Gegensatz zu den sonstigen Aktionären könnten die Initiatoren somit das aus der Unterbilanzhaftung resultierende Haftungsrisiko durch einen höheren Bezug von Aktien zum Nennbetrag einpreisen. Eine erhöhte Vergütung der Initiatoren würde bedeuten, dass diese ein größeres Aktienpaket erhalten. Durch die Wandlung von Gründeraktien in Publikumsaktien wird jedoch der Anteil der sonstigen Aktionäre verwässert.⁹² Je größer das Aktienpaket für die Initiatoren, desto höher ist die Verwässerungsquote. Mithin würde auch dieser Lösungsansatz zu einer zweckwidrigen erheblichen Verringerung der Attraktivität der BMAG für Aktionäre, die keine Initiatoren sind, im Vergleich zu SPACs führen.

⁷⁹ BT-Drucks. 20/8292, S. 100.

⁸⁰ Siehe hierzu *Seiler/Widder*, BKR 2021, 676 (678).

⁸¹ Vgl. *AFME/Latham & Watkins*, European SPACs Guide to Regulatory Obligations, 2022, S. 12 ff [SPACs nach Maßgabe europäischer Rechtsformen]; *Klausner/Ohlrogge/Ruan*, A Sober look at SPACs, ECGI Finance Working Paper N°746/2021, Januar 2022, S. 10-16 [SPACs nach Maßgabe amerikanischer Rechtsformen].

⁸² *Oechsler/Dörrhöfer*, ZIP 2022, 609 (610).

⁸³ *Swalve*, NZG 2021, 909 (912); *Seiler/Widder*, BKR 2021, 676 (680); *Oechsler/Dörrhöfer*, ZIP 2022, 609 (610 f.).

⁸⁴ Beide liegen typischerweise bei \$ 10: *Klausner/Ohlrogge/Ruan* (Fn. 81), S. 12 f.; *Barlow et al.*, De-SPAC Transaction Trends in 2023, S. 4.

⁸⁵ *Störk/Kliem/Meyer* (Fn. 70), § 272 HGB Rn. 141.

⁸⁶ Die Unterbilanzhaftung beträge dann durch § 45 BörsG höchstens 5% des materiell gebundenen Vermögens.

⁸⁷ *Barlow et al.*, De-SPAC Transaction Trends in 2023, S. 4.

⁸⁸ *Barlow et al.*, De-SPAC Transaction Trends in 2023, S. 4.

⁸⁹ In diese Richtung gehend: *Oechsler/Dörrhöfer*, ZIP 2022, 609 (612) [zur SPAC].

⁹⁰ *Hell*, BKR 2021, 26 (28); *Strohmeier*, Special Purpose Acquisition Companies, 2012, S. 46 f.

⁹¹ *Klausner/Ohlrogge/Ruan* (Fn. 81), S. 11; *Swalve*, NZG 2021, 909 (910, 913). Zur Umsetzung im deutschen Recht siehe *Strohmeier* (Fn. 90), S. 163 ff.

⁹² *Klausner/Ohlrogge/Ruan* (Fn. 81), S. 6; *Swalve*, NZG 2021, 909 (913).

Die weit besseren Gründe sprechen also dafür, dass die Unterbilanzhaftung auf die wirtschaftliche Neugründung einer BMAG keine Anwendung findet. Eine durch die Unterbilanzhaftung mögliche Wahrung des gläubigerschützenden Zwecks der Vermögensbindung scheidet hiernach aus.

II. Durch das Treuhandfordernis nach § 45 Abs. 1, Abs. 2 S. 2 BörsG

Gem. § 45 Abs. 1, Abs. 2 S. 2 BörsG werden die Kapitaleinlagen der Aktionäre bis zur Durchführung der Zieltransaktion auf einem Treuhandkonto verwahrt und sind dem Zugriff der BMAG entzogen. Dies gilt gem. § 45 Abs. 2 S. 3 BörsG nicht für Geldmittel in einer Höhe von bis zu 5 % für die laufenden Verwaltungskosten, die Erfüllung der gesetzlichen Anforderungen und die Vorbereitung der Zieltransaktion.

§ 45 BörsG soll in Anknüpfung an die SPACs-Praxis den zweckgerechten Einsatz der von den Aktionären eingezahlten Mittel sicherstellen.⁹³ Sie sollen nahezu ausschließlich zur Finanzierung der Zieltransaktion eingesetzt werden, bzw. wenn es zu keiner Zieltransaktion kommt, im Rahmen der Auflösung der Gesellschaft gem. § 47b Abs. 1 S. 1 BörsG an die Aktionäre zurückfließen.⁹⁴ Hiernach sollen sie bis zur Durchführung der Zieltransaktion keine Haftungsmasse darstellen, mit Ausnahme der 5 % nach § 45 Abs. 2 S. 3 BörsG. Daher ist nicht nur der Zugriff auf dieses Gesellschaftsvermögen verboten, sondern gerade auch das Eingehen von Verbindlichkeiten zu seinen Lasten.⁹⁵

Vor diesem Hintergrund gilt für Gläubiger der nach § 45 Abs. 2 S. 3 BörsG eingegangenen Verbindlichkeiten oder sonstigen nicht zulasten der Kapitaleinlagen gehenden Verbindlichkeiten⁹⁶ das Folgende: Für sie wird durch § 45 BörsG garantiert, dass zur Erfüllung ihrer Verbindlichkeiten 95 % der Kapitaleinlagen nicht erforderlich sind. Dieses Gesellschaftsvermögen stellt keinen Verlustpuffer dar. Sofern also die zur Erfüllung ausgeübter Andienungsrechte abfließenden Mittel aus dem von § 45 BörsG erfassten Vermögen stammen, weisen Gläubiger, deren Verbindlichkeiten während der Geltung des § 45 BörsG fällig sind, kein Erhaltungsinteresse auf. Der gläubigerschützende Zweck der Vermögensbindung würde insoweit gewahrt werden. Das setzt voraus, dass ausgeübte Andienungsrechte während der Geltung des § 45 BörsG erfüllt werden und im Zuge der Erfüllung das von § 45 BörsG erfasste Gesellschaftsvermögen verwendet wird.

⁹³ BT-Drucks. 20/8292, S. 102.

⁹⁴ BT-Drucks. 20/8292, S. 102; *Klausner/Ohlrogge/Ruan* (Fn. 81), S. 11; *Schanz*, NZG 2011, 1407 (1408); *Layne/Lenahan*, Special Purpose Acquisition Companies: An Introduction, <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/07/06/special-purpose-acquisition-companies-an-introduction/>, zuletzt abgerufen am 19.04.2024.

⁹⁵ So auch die internationale SPACs-Praxis, vgl. *Günther*, SPACs und die Ineffizienz des Kapitalsystems, S. 39 f.

⁹⁶ Also insbesondere Verbindlichkeiten zulasten freiwilliger Zuzahlungen nach § 272 Abs. 2 Nr. 4 HGB.

1. Geltungsdauer des § 45 BörsG

§ 45 BörsG gilt nach seinem Abs. 1 bis zur Durchführung der Zieltransaktion. Der Gesetzgeber hat den Begriff der Durchführung der Zieltransaktion nicht gesetzlich definiert. In der Literatur wird als maßgeblicher Zeitpunkt der Billigungsbeschluss bezüglich der Zieltransaktion oder deren dinglicher Vollzug diskutiert.⁹⁷

a) Auslegung im Hinblick auf das Kapitalerhöhungsrecht

Im aktienrechtlichen Kapitalerhöhungsrecht unterscheidet das Gesetz zwischen dem Kapitalerhöhungsbeschluss der Hauptversammlung (§ 182 AktG) und dessen Durchführung (§§ 185 ff. AktG).⁹⁸ Die Vorschriften bezüglich der BMAG weisen eine derartige Unterteilung nicht auf. Die systematische Betrachtung des Kapitalerhöhungsrechts kann daher ein Anhaltspunkt dafür sein, dass maßgeblich auf den dinglichen Vollzug der Zieltransaktion,⁹⁹ oder auf den Billigungsbeschluss der Hauptversammlung abzustellen ist.¹⁰⁰ Die Auslegung im Hinblick auf das Kapitalerhöhungsrecht kommt damit zu keinem eindeutigen Ergebnis.

b) Auslegung im Hinblick auf § 44 Abs. 3 BörsG

Der Bestand der BMAG ist nach § 44 Abs. 3 S. 1, S. 2 BörsG auf höchstens 36 Monate befristet. Ohne die Durchführung der Zieltransaktion innerhalb der Frist wird die BMAG nach §§ 47b Abs. 1 S. 1, 44 Abs. 3 BörsG i.V.m. § 262 Abs. 1 Nr. 1 AktG aufgelöst. Damit knüpfen § 44 Abs. 3 BörsG und § 45 Abs. 1 BörsG an die Durchführung der Zieltransaktion an. Im Rahmen des § 44 Abs. 3 BörsG führt eine Auslegung, nach der auf den dinglichen Vollzug der Zieltransaktion abzustellen ist, zu problematischen Ergebnissen.

Der für die Änderung des Unternehmensgegenstandes erforderliche Satzungsänderungsbeschluss erfolgt in der Hauptversammlung, in der auch der Billigungsbeschluss bezüglich der Zieltransaktion gefasst wird.¹⁰¹ Wirksam wird dieser Satzungsänderungsbeschlusses – im Gegensatz zum Billigungsbeschluss – gem. § 44 Abs. 7 S. 1 BörsG, § 181 Abs. 3 AktG erst mit der Eintragung in das Handelsregister. Dabei könnten gegen den Satzungsänderungsbeschluss erhobene Anfechtungsklagen einzelner Aktionäre zu einer faktischen Registersperre führen.¹⁰² Die Satzungsänderung würde nicht wirksam werden und die Zieltransaktion könnte nicht dinglich vollzogen werden.¹⁰³ Das Freigabeverfahren nach § 246a Abs. 1 S. 1 AktG ist nicht anwendbar.¹⁰⁴

⁹⁷ *Harnos*, AG ZuFinG-Sonderbeilage 2024, 53 (57); *Koch* (Fn. 1), § 23 Rn. 55.

⁹⁸ *Koch* (Fn. 1), § 182 Rn. 4.

⁹⁹ So wohl *Harnos*, AG ZuFinG-Sonderbeilage 2024, 53 (57).

¹⁰⁰ So wohl *Koch* (Fn. 1), § 23 AktG Rn. 55.

¹⁰¹ BT-Drucks. 20/8292, S. 103 und 105.

¹⁰² *Vatter* (Fn. 24), § 245 Rn. 76; *Koch* (Fn. 1), § 245 Rn. 23.

¹⁰³ Siehe C. IV. 1.

¹⁰⁴ Zur Erhöhung der Transaktionssicherheit wird *de lege ferenda* eine Ausweitung des § 246a I 1 AktG auf den Billigungs- und Satzungsänderungsbeschluss vorgeschlagen: *DAV*, Stellungnahme ZuFinG, Rn. 29.

Anfechtungsklagen gegen den Satzungsänderungsbeschluss könnten somit den dinglichen Vollzug der Zieltransaktion erheblich verzögern. Ein Abstellen hierauf im Rahmen des § 44 Abs. 3 BörsG brächte daher einen fundamentalen Unsicherheitsfaktor bezüglich einer zwangsweisen Auflösung der BMAG.¹⁰⁵ Das kann nur vermieden werden, wenn im Rahmen des § 44 Abs. 3 S. 1 BörsG auf die Billigung der Zieltransaktion durch die Hauptversammlung abgestellt wird.¹⁰⁶ Um ein Auseinanderfallen der Bedeutung zweier wortgleicher Begriffe im Sinne der Einheit der Rechtsordnung zu verhindern, die in Vorschriften bezüglich der BMAG verwendet werden, ist hiernach auch bezüglich des § 45 Abs. 1 BörsG der Zeitpunkt des Billigungsbeschlusses maßgeblich.

c) Auslegung im Hinblick auf den Gläubigerschutz

Ausgeübte Andienungsrechte werden zwischen dem Billigungsbeschluss und dem dinglichen Vollzug der Zieltransaktion erfüllt. Wenn im Rahmen des § 45 BörsG der Zeitpunkt des Billigungsbeschlusses maßgeblich wäre, dann stünde das von § 45 BörsG erfasste Gesellschaftsvermögen zum Billigungsbeschluss gesetzlich zur freien Verfügung der BMAG. Es könnte verwendet und durch Eingehung von Verbindlichkeiten gebunden werden. Mit dem Billigungsbeschluss würde also das von § 45 BörsG erfasste Gesellschaftsvermögen zur „herkömmlichen“ Haftungsmasse.

Unter diesem Gesichtspunkt bestünde im Erfüllungszeitraum ausgeübter Andienungsrechte kein maßgeblicher Unterschied zur Interessenlage einer „herkömmlichen“ AG. Zwar wäre die BMAG noch an ihren Unternehmensgegenstand nach § 44 Abs. 1 S. 2 BörsG gebunden, der im Gegensatz zur AG ein operatives Geschäft verbietet. Es können sich aber auch im Rahmen der Verwaltung des eigenen Vermögens Verluste ergeben, die den von der Vermögensbindung bezweckten Erhalt eines Verlustpuffers erfordern. Im Übrigen bestehen bis zum dinglichen Vollzug der Zieltransaktion auch keine Anhaltspunkte, nach denen die Schutzwürdigkeit von Gläubiger entfallen könnte. Im Hinblick auf das zur Erfüllung ausgeübter Andienungsrechte erforderliche Gesellschaftsvermögen bestünde ein schutzwürdiges Erhaltungsinteresse. Durch den Abfluss materiell gebundenen Vermögens zur Erfüllung ausgeübter Andienungsrechte wäre der gläubigerschützende Zweck der Vermögensbindung tangiert.

Demgegenüber würde ein Abstellen auf den dinglichen Vollzug der Zieltransaktion den gläubigerschützenden Zweck der Vermögensbindung wahren, sofern das von § 45 BörsG erfasste Gesellschaftsvermögen auch zur Erfüllung ausgeübter Andienungsrechte verwendet wird.¹⁰⁷

d) Auslegung im Hinblick auf den Anlegerschutz

Aufgrund der elementaren Anfechtungsproblematik im Hinblick auf den Satzungsänderungsbeschluss besteht die Gefahr, dass zwischen Billigung der Zieltransaktion und deren dinglichem Vollzug ein erheblicher Zeitraum liegen kann. Auch in der bisherigen SPACs-Praxis können zwischen beiden Zeitpunkten bis zu fünf Monate vergehen.¹⁰⁸ Bei einem Abstellen auf den Billigungsbeschluss stünde in diesem Zeitraum dem Vorstand das von § 45 BörsG erfasste Gesellschaftsvermögen zur freien Verfügung im Rahmen des Gesellschaftsgegenstandes. Es könnte nicht nur zur Finanzierung der Zieltransaktion, sondern auch zur Vorbereitung der Zieltransaktion und der Verwaltung des eigenen Vermögens verwendet werden. Dies öffnet die Gelegenheit zu „missbräuchlichen“ Verhaltensweisen, deren Vermeidung § 45 BörsG bezweckt.¹⁰⁹

Demgegenüber würde ein Abstellen auf den dinglichen Vollzug der Zieltransaktion gewährleisten, dass die Kapitaleinlagen zweckgerecht i.S.d. § 45 BörsG eingesetzt werden, also entweder zur Finanzierung der Zieltransaktion oder zur Verteilung an die Aktionäre bei einer Auflösung der BMAG.

e) Ergebnis

Vor diesem Hintergrund ist im Ergebnis der Begriff der Durchführung der Zieltransaktion i.S.d. § 45 Abs. 1 BörsG dahingehend auszulegen, dass auf den Zeitpunkt des dinglichen Vollzugs der Zieltransaktion abzustellen ist. Zwar führt diese Auslegung zu einem Auseinanderfallen der Bedeutung des Begriffs innerhalb der Vorschriften für die BMAG. Im Hinblick auf den Sinn und Zweck des § 45 Abs. 1 BörsG und dem Gläubigerschutz lässt sich ein anderes Auslegungsergebnis jedoch kaum begründen. *De lege ferenda* wäre es daher ratsam, in § 44 Abs. 3 BörsG und § 45 Abs. 1 BörsG unterschiedliche Begriffe zu verwenden.

2. Erfüllung zulasten des von § 45 BörsG erfassten Gesellschaftsvermögens

Das von § 45 BörsG erfasste Gesellschaftsvermögen kann nach dem Wortlaut der Norm nicht zur Erfüllung ausgeübter Andienungsrechte verwendet werden. § 45 Abs. 2 S. 3 BörsG erlaubt keine diesbezügliche Verwendung.¹¹⁰ § 45 BörsG bezweckt jedoch die Sicherstellung des zweckgerechten Einsatzes der aufgebrauchten Kapitaleinlagen. Dem entspricht es, § 45 BörsG dahingehend teleologisch zu reduzieren, dass der Vorstand auf das erfasste Vermögen bereits vor dem dinglichen Vollzug der Zieltransaktion im weiteren Umfang zugreifen darf, jedoch ausschließlich zur

¹⁰⁵ So wohl *Harnos*, AG ZuFinG-Sonderbeilage 2024, 53 (56 f.).

¹⁰⁶ So wohl *Harnos*, AG ZuFinG-Sonderbeilage 2024, 53 (56 f.).

¹⁰⁷ Siehe D. II.

¹⁰⁸ *Ernst & Young*, SPACs, https://www.ey.com/en_dk/strategy-transactions/spac-services, zuletzt abgerufen am 18.04.2024.

¹⁰⁹ *Strohmeier* (Fn. 90), S. 42.

¹¹⁰ Siehe D. II.

Erfüllung ausgeübter Andienungsrechte.¹¹¹ Zwar verfolgen Aktionäre mit der Zeichnung einer BMAG-Aktie den Zweck, mit ihrer Kapitaleinlage eine Zieltransaktion zu finanzieren. Mit der Andienung von Aktien nach § 47 Abs. 1 BörsG verändert sich dies jedoch. Die betroffenen Aktionäre bezwecken dann die Rückgewähr ihrer Einlagen. Dabei muss die Erfüllung von Andienungsrechten auch zulasten des von § 45 BörsG erfassten Gesellschaftsvermögens erfolgen, da das Vermögen der BMAG im Erfüllungszeitraum – abseits freiwilliger Zuzahlungen – nur aus den Kapitaleinlagen der Aktionäre besteht.¹¹²

3. Ergebnis

a) Kein Erhaltungsinteresse von Gläubigern, deren Verbindlichkeiten vor dem dinglichen Vollzug der Zieltransaktion fällig sind

Ausgeübte Andienungsrechte werden somit während der Geltung des § 45 BörsG und zulasten des hiervon erfassten Vermögens erfüllt. Damit haben Gläubiger, deren Verbindlichkeiten vor dem dinglichen Vollzug der Zieltransaktion, also während der Geltung des § 45 BörsG fällig sind, kein Erhaltungsinteresse im Hinblick auf das zur Erfüllung ausgeübter Andienungsrechte erforderliche Gesellschaftsvermögen.¹¹³ Es ist für die Erfüllung ihrer Verbindlichkeiten nicht erforderlich. Für diese Gläubigergruppe wird der gläubigerschützende Zweck der Vermögensbindung gewahrt.

b) Verbleibendes Erhaltungsinteresse für Gläubiger, deren Verbindlichkeiten ab dem dinglichen Vollzug der Zieltransaktion fällig sind

Zum dinglichen Vollzug der Zieltransaktion wird das von § 45 BörsG erfasste Gesellschaftsvermögen der BMAG freigegeben. Es steht zur freien Verfügung des Vorstands. Zugleich wird ab diesem Zeitpunkt die (zumindest mittelbare) operative Tätigkeit aufgenommen. Mit dem dinglichen Vollzug der Zieltransaktion wandelt sich also das von § 45 BörsG erfasste Vermögen zur „herkömmlichen“ Haftungsmasse. Somit haben Gläubiger ab dem Zeitpunkt des dinglichen Vollzugs der Zieltransaktion ein Interesse an dem (wertmäßigen) Erhalt des von § 45 BörsG erfassten Gesellschaftsvermögens. Denn je höher der Erhalt, desto größer ist die Haftungsmasse, desto geringer ist das Ausfallrisiko ihrer Verbindlichkeiten.

In anderen Worten ist das zur Erfüllung ausgeübter Andienungsrechte erforderliche Gesellschaftsvermögen ein Verlustpuffer für Gläubiger, deren Verbindlichkeiten ab dem dinglichen Vollzug der Zieltransaktion fällig sind. Diese Gläubigergruppe weist also zumindest ein Erhaltungsinteresse an dem zur Erfüllung ausgeübter Andienungsrechten erforderlichen Gesellschaftsvermögen auf. Der gläubigerschützende Zweck der Vermögensbindung wird somit für Gläubiger, deren Verbindlichkeiten ab dem dinglichen Vollzug der Zieltransaktion fällig sind, nicht durch das Treuhandfordernis nach § 45 BörsG gewahrt. Im Folgenden ist zu untersuchen, inwiefern für diese Gläubigergruppe ausnahmsweise keine Schutzwürdigkeit besteht.

III. Durch die Bekanntmachung der Satzungsänderung bezüglich der Firma

1. Wertung der §§ 71 Abs. 1 Nr. 6, 237 Abs. 2, 225 AktG

Der Gesetzgeber hat in § 71 Abs. 1 Nr. 6 AktG eine mit § 47 BörsG vergleichbare Konstellation geregelt. § 71 Abs. 1 Nr. 6 AktG ermöglicht den Erwerb eigener Aktien aufgrund eines Beschlusses der Hauptversammlung zur Einziehung nach den Vorschriften über die Herabsetzung des Grundkapitals. § 71 Abs. 2 S. 2 AktG findet in diesem Fall keine Anwendung. Daher kann der Erwerb eigener Aktien auch zulasten des materiell gebundenen Vermögens erfolgen. Der von der Vermögensbindung intendierte Schutz wird grundsätzlich durch §§ 237 Abs. 2 S. 1 und S. 3, 225 AktG gewährleistet.¹¹⁴

Nach § 225 Abs. 1 S. 1 AktG ist den Gläubigern, deren Forderungen begründet worden sind, bevor die Eintragung des Beschlusses über die Kapitalherabsetzung durch Einziehung bekannt gemacht worden ist, Sicherheit zu leisten, wenn sie sich binnen sechs Monaten nach der Bekanntmachung zu diesem Zweck melden. Zur Sicherstellung, dass Sicherheit geleistet werden kann, darf das Entgelt für den Erwerb der einzuziehenden Aktien nach §§ 237 Abs. 2 S. 3, 225 Abs. 2 AktG erst sechs Monate nach Bekanntmachung des Beschlusses ausgezahlt werden.¹¹⁵

Für danach hinzutretende Gläubiger wird durch den Erwerb eigener Aktien das materiell gebundene Vermögen verringert, ohne dass diese eine Kompensation durch zusätzliche gläubigerschützende Regelungen erhalten. Das Erhaltungsinteresse dieser Gläubiger wird also mit der Bekanntmachung der Kapitalherabsetzung als nicht schutzwürdig angesehen. Dem liegt die Wertung zugrunde, dass Gläubiger

¹¹¹ Das entspricht auch der SPACs-Praxis: *Klausner/Ohlrogge/Ruan* (Fn. 81), S. 11; *Curtiss*, *Market Trends 2020/21 SPACs*, S. 1; *Layne/Lenahan* (Fn. 94).

¹¹² Siehe C. IV. 2.

¹¹³ Dem liegt die Annahme zugrunde, dass sich eine BMAG ordnungsgemäß verhält, insbesondere fällige Verbindlichkeiten, sofern dies finanziell möglich ist, erfüllt und nicht entgegen § 45 BörsG unberechtigte Verbindlichkeiten eingeht. Bei Verstößen entfällt das schutzwürdige Erhal-

tungsinteresse von Gläubigern nicht nach § 45 BörsG. Die Frage, inwieweit durch sonstige Mittel der gläubigerschützende Zweck der Vermögensbindung gewahrt wird, kann im Rahmen dieses Beitrags nicht vertieft werden und bedarf der weiteren Untersuchung.

¹¹⁴ *Wieneke/Förl*, AG 2005, 189 (191 Fn. 28); *Cahn* (Fn. 24), § 71 Rn. 82; *Grigoleit/Rachlitz* (Fn. 22), § 71 Rn. 72.

¹¹⁵ *Wieneke/Förl*, AG 2005, 189 (192); *Marsch-Barner/Maul* (Fn. 24), § 237 Rn. 22; *ders.* (Fn. 24), § 225 Rn. 24.

ab der Bekanntmachung von der (bevorstehenden)¹¹⁶ Verringerung des Grundkapitals wissen müssen.¹¹⁷ Dann sind sie im Hinblick auf die hierdurch erhöhte Ausfallgefahr ihrer Verbindlichkeiten nicht schutzwürdig, weil sie dies selbst einpreisen können.¹¹⁸

2. Satzungsänderung bezüglich der Firma

Nach § 47b Abs. 1 S. 4 BörsG muss mit der Fortführung der BMAG als AG, und damit mit dem dinglichen Vollzug der Zieltransaktion,¹¹⁹ die Firma verändert werden.¹²⁰ Der nach § 44 Abs. 7 S. 1 BörsG, §§ 23 Abs. 3 Nr. 2 Hs. 1, 179 ff. AktG erforderliche Satzungsänderungsbeschluss muss nach § 181 AktG zwingend im Handelsregister eingetragen werden. Die Bekanntmachung der Satzungsänderung erfolgt nach § 10 HGB. Dabei wird mit der Satzungsänderung nicht eingetragen, inwieweit sich das materiell gebundene Vermögen zur Erfüllung ausgeübter Andienungsrechte verringert hat. Jedoch markiert die Satzungsänderung das Ende des Lebenszyklus einer BMAG. Hieraus ergibt sich, dass zuvor bis zu 25 % des materiell gebundenen Vermögens zur Erfüllung ausgeübter Andienungsrechte abgefließen sein können. Somit könnte man es für möglich halten, dass entsprechend der Wertung der §§ 71 Abs. 1 Nr. 6, 237 Abs. 2, 225 AktG Gläubiger ab der Bekanntmachung keine Schutzwürdigkeit aufweisen. Dies würde, aufgrund des Gleichlaufs von dinglichem Vollzug der Zieltransaktion und Änderung der Firma, Gläubiger betreffen, deren Verbindlichkeiten ab dem dinglichen Vollzug der Zieltransaktion entstehen.

Zweifelhaft ist jedoch, inwiefern die hierdurch bewirkte Publizität ausreicht, um die Schutzwürdigkeit des Erhaltungsinteresses von Gläubigern entfallen zu lassen. Durch die Bekanntmachung einer Kapitalherabsetzung wissen Gläubiger, inwieweit das materiell gebundene Vermögen durch Herabsetzung der Grundkapitalziffer gesenkt wird. Damit können sie ihr erhöhtes Ausfallrisiko bewerten und einpreisen. Diese Informationen erlangen sie nicht durch die Bekanntmachung der Satzungsänderung bezüglich der Firma. Zwar lässt sich aus diesem mittelbar ein Abfluss von bis zu 25 % des materiell gebundenen Vermögens ableiten. Jedoch ist der Abfluss von materiell gebundenem Vermögen lediglich möglich. Er hängt etwa von der Ausübung von Andienungsrechten sowie der Kompensation durch PIPE-Investoren ab. Potenzielle Gläubiger können daher ihr erhöhtes Ausfallrisiko durch die Bekanntmachung der Satzungsänderung bezüglich der Firma nicht bewerten und einpreisen.

3. Ergebnis

Im Ergebnis folgt daher aus der Wertung der §§ 71 Abs. 1 Nr. 6, 237 Abs. 2, 225 AktG nicht, dass die Schutzwürdigkeit des Erhaltungsinteresses von Gläubigern, deren Verbindlichkeiten ab dem dinglichen Vollzug der Zieltransaktion entstanden sind, entfällt. Auch im Übrigen sind keine Regelungen ersichtlich, nach denen die Schutzwürdigkeit dieser Gläubigergruppe entfallen könnte. Sie weist daher im Hinblick auf das zur Erfüllung ausgeübter Andienungsrechte erforderliche Gesellschaftsvermögen ein schutzwürdiges Erhaltungsinteresse auf. Durch den zur Erfüllung ausgeübter Andienungsrechte erforderlichen Abfluss materiell gebundenen Vermögens wird der gläubigerschützende Zweck der Vermögensbindung diesbezüglich tangiert.

IV. Durch das Übergangserfordernis nach § 47b Abs. 1 S. 2 BörsG

Es verbleibt eine denkbare Gläubigergruppe, für die die Frage hinsichtlich der Schutzwürdigkeit ihres Erhaltungsinteresses nach den bisherigen Ausführungen noch nicht abschließend behandelt wurde: Gläubiger, deren Verbindlichkeiten vor dem dinglichen Vollzug begründet worden sind, die jedoch erst ab dem dinglichen Vollzug der Zieltransaktion fällig sind.

Derartige Verbindlichkeiten werden während der Geltung des § 45 BörsG eingegangen. Die Erfüllungsbeträge dieser Verbindlichkeiten dürfen gem. § 45 Abs. 2 S. 3 BörsG maximal 5 % des Werts der Kapitaleinlagen betragen. Zusätzlich ist die BMAG zum Eingangszeitpunkt an die Zweckbindung nach § 45 Abs. 2 S. 3 BörsG gebunden, sodass die Verbindlichkeiten sich lediglich auf laufende Verwaltungskosten, die Erfüllung gesetzlicher Anforderungen und die Vorbereitung der Zieltransaktion beziehen dürfen. Diese Arten von Verbindlichkeiten sind typologisch kurz nach dem dinglichen Vollzug der Zieltransaktion fällig.

Insoweit kommt in Betracht, dass die Schutzwürdigkeit dieser Gläubigergruppe durch § 47b Abs. 1 S. 2 BörsG entfällt. § 47b Abs. 1 S. 2 BörsG setzt für den Übergang der BMAG zur AG voraus, dass durch den dinglichen Vollzug der Zieltransaktion Vermögenswerte im Wert von mindestens 80 % der Kapitaleinlagen der Aktionäre erworben werden.¹²¹ Mit dem dinglichen Vollzug verfügt die ehemalige BMAG (nunmehr AG) also wertmäßig mindestens über ein Vermögen von 80 % der Kapitaleinlagen. Dies garantiert zwar nicht die Bedienung der hier untersuchten Verbindlichkeiten, lässt sie jedoch als sehr wahrscheinlich erscheinen.

¹¹⁶ § 238 AktG

¹¹⁷ *Oechsler* (Fn. 76), § 225 Rn. 6.

¹¹⁸ Ebd.

¹¹⁹ Siehe C. IV. 1.

¹²⁰ *Harnos*, AG ZuFinG-Sonderbeilage 2024, 53 (64).

¹²¹ *Harnos*, AG ZuFinG-Sonderbeilage 2024, 53 (63); *Von der Linden/Schäfer*, DB 2023, 2292 (2296).

Entscheidende Frage ist, inwiefern diese hohe Wahrscheinlichkeit die Schutzwürdigkeit der betrachteten Gläubigergruppe entfallen lässt. Hierbei bietet wiederum die Wertung der §§ 71 Abs. 1 Nr. 6, 237 Abs. 2, 225 AktG Orientierung. Dabei ist umstritten, inwieweit Verbindlichkeiten wertmäßig vollständig oder nur in anteiliger Höhe der Senkung der Grundkapitalziffer zu besichern sind.¹²² Die besseren Gründe sprechen für die zweitgenannte Ansicht. Denn Gläubiger werden durch die Kapitalherabsetzung nur in dem Maße zusätzlich gefährdet, in dem das Grundkapital gemindert wird.¹²³ Folglich muss auch nur diese zusätzliche Gefährdung abgesichert werden, sonst stünden Gläubiger besser als bei einer Geltung der Vermögensbindung.¹²⁴ Somit entfällt nach dieser Wertung die Schutzwürdigkeit von Gläubigern, wenn das erhöhte Ausfallrisiko durch die Senkung bzw. den Abfluss von materiell gebundenem Vermögen durch eine anteilige Besicherung der Forderung kompensiert wird.

Im Vergleich hierzu bietet § 47b Abs. 1 S. 2 BörsG ein zumindest vergleichbares Schutzniveau. Zwar wird kein bestimmter Teil der Erfüllungsbeträge der untersuchten Verbindlichkeiten durch eine Sicherheit garantiert. Jedoch regelt die Norm das wertmäßige Vorhandensein einer Vermögensmasse, die deutlich über den Erfüllungsbetrag hinausgeht, im unmittelbaren zeitlichen Umfeld zur Fälligkeit der Verbindlichkeiten. Vor diesem Hintergrund entfällt für die untersuchte Gläubigergruppe aufgrund des § 47b Abs. 1 S. 2 BörsG die Schutzwürdigkeit ihres Erhaltungsinteresses im Hinblick auf das zur Erfüllung ausgeübter Andienungsrechte erforderliche Gesellschaftsvermögen. Der gläubigerschützende Zweck der Vermögensbindung wird also insoweit gewahrt.

E. Fazit

Die Vermögensbindung bezweckt in ihrer gläubigerschützenden Funktion den Erhalt des Eigenkapitals in einem bestimmten Umfang, indem Ausschüttungen von Gesellschaftsvermögen an Aktionäre nicht zulasten des materiell gebundenen Vermögens und lediglich im Rahmen der regulären Verteilung des Bilanzgewinns erfolgen dürfen. Dadurch soll Gläubigern ein Verlustpuffer zur Verfügung stehen. Die Vermögensbindung wird durch § 47 Abs. 2, Abs. 3 S. 1 BörsG abbedungen. Der Erwerb eigener Aktien zur Erfüllung ausgeübter Andienungsrechte erfolgt außerhalb der regulären Verteilung des Bilanzgewinns. Das materiell gebundene Vermögen der BMAG wird um bis zu 25 % verringert. Dies verletzt dann nicht die gläubigerschützende Funktion der Vermögensbindung, wenn hinsichtlich des abfließenden Vermögens kein schutzwürdiges Erhaltungsinteresse der Gläubiger besteht.

Eine Unterbilanzhaftung aufgrund der wirtschaftlichen Neugründung einer BMAG mit dem dinglichen Vollzug der Zieltransaktion könnte zwar bei einer extensiven Auslegung möglicherweise das Erhaltungsinteresse der Gläubiger entfallen lassen. Jedoch findet die Unterbilanzhaftung aufgrund der spezifischen Besonderheiten der BMAG keine Anwendung. Im Übrigen lässt sich im Ergebnis zwischen drei Gläubigergruppen unterscheiden:

Gläubiger, deren Verbindlichkeiten vor dem dinglichen Vollzug fällig sind, weisen aufgrund des Treuhandfordernisses nach § 45 BörsG kein Erhaltungsinteresse auf. Der Vermögensabfluss gefährdet nicht die Erfüllung ihrer Verbindlichkeiten. Das wäre allerdings nicht der Fall, wenn § 45 BörsG bis zum Billigungsbeschluss der Zieltransaktion und nicht – wie hier befürwortet – bis zum dinglichen Vollzug der Zieltransaktion gelten würde. Gesetzliche Klarstellungen wären an dieser Stelle dringend angezeigt.

Gläubiger, deren Verbindlichkeiten ab dem dinglichen Vollzug der Zieltransaktion begründet werden, weisen ein schutzwürdiges Erhaltungsinteresse auf. Für sie stellt das gemäß § 47 BörsG abfließende Gesellschaftsvermögen einen Verlustpuffer dar, an dessen Erhalt Gläubiger im Sinne der Vermögensbindung interessiert sind. Die Schutzwürdigkeit ihres Erhaltungsinteresses entfällt auch nicht nach der analog heranzuziehenden Wertung der §§ 71 Abs. 1 Nr. 6, 237 Abs. 2, 225 AktG mit der Bekanntmachung der Satzungsänderung bezüglich der Firma.

Anderes gilt für Gläubiger, deren Verbindlichkeiten vor dem dinglichen Vollzug der Zieltransaktion entstanden, aber nach dem dinglichen Vollzug der Zieltransaktion fällig sind. Zwar stellt auch für sie das durch § 47 BörsG abfließende Gesellschaftsvermögen einen Verlustpuffer dar, jedoch entfällt die Schutzwürdigkeit ihres Erhaltungsinteresses aufgrund des Übergangserfordernisses nach § 47b Abs. 1 S. 2 BörsG.

Im Ergebnis ist der Gesetzgeber mit der Kodifizierung des § 47 BörsG in Teilen von der gläubigerschützenden Funktion der Vermögensbindung abgerückt. Das Andienungsrecht nach § 47 BörsG ist in seiner Gänze nicht mit der gläubigerschützenden Funktion der Vermögensbindung vereinbar. Danach lässt sich aus § 47 BörsG ein Indiz für die Bereitschaft des Gesetzgebers ableiten, auf Kosten des Gläubigerschutzes neue Gesellschaftsformen zu ermöglichen.

¹²² Vollständige Besicherung: Koch (Fn. 1), § 225 Rn. 12; Rieder (Fn. 22), § 225 Rn. 17; a.A. Beuthien, GmbHR 2016, 729 (730); Oechler (Fn. 76), § 225 Rn. 21.

¹²³ Beuthien, GmbHR 2016, 729 (730).

¹²⁴ Beuthien, GmbHR 2016, 729 (730).