

Nicolas Raitzsch

---

# Die Rechtsfolgen eines unrechtmäßigen Bezugsrechtsausschlusses bei der ordentlichen Kapitalerhöhung und beim genehmigten Kapital



Berliner  
Wissenschafts-Verlag

# Vorwort

Die nachfolgende Arbeit wurde im Sommersemester 2019 von der Rechtswissenschaftlichen Fakultät der Friedrich-Schiller-Universität Jena als Dissertation angenommen. Sie entstand während meiner Zeit als wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl von Prof. Dr. *Walter Bayer*, dem zuvörderst Dank gebührt. Als Doktorvater hatte er von der Auswahl des Themas bis zur Abgabe der Arbeit ein offenes Ohr für Rückfragen und ermöglichte mir durch die Beschäftigung am Lehrstuhl, wichtige Erfahrungen zu sammeln, sowohl beruflich als auch persönlich. Ebenfalls zu Dank verpflichtet bin ich Prof. Dr. *Jochem Reichert*, der in kürzester Zeit ein umfassendes und aufschlussreiches Zweitgutachten erstellte.

Wesentlich für das Gelingen des Promotionsvorhabens war *Regina Franzl*, die beständig für Fernleihen, viel entscheidender aber für die nötige menschliche Komponente im Lehrstuhllalltag sorgte und der ich deshalb stets in Dankbarkeit verbunden sein werde. Dasselbe gilt für meine guten Freunde *Deborah Maria Löschner* und *Philipp Laue*, nicht nur weil sie die zähe Arbeit des Korrekturlesens übernommen haben, sondern vor allem dafür, dass sie in besonders frustrierenden Wochen mir in unnachahmlicher Weise Ablenkung verschafften.

Zweifellos den größten Dank aber verdienen meine beiden treuesten Weggefährten *Maximilian Grubert* und *Hank* sowie meine *Familie*. Schon der Versuch, euren Anteil innerhalb dieser wenigen Zeilen angemessen zu würdigen, erscheint illusorisch. Ich hoffe daher, dass die folgenden Worte ansatzweise ausdrücken können, wie sehr ihr mich und damit auch diese Arbeit geprägt habt.

Als die Menschen, die mir am nächsten sind, habt ihr mir nicht nur von Beginn an die nötige Motivation verschafft. Vielmehr wart ihr zu jeder Zeit ein Rückzugsort, der es mir erlaubte, jene Energie zu schöpfen, die ein solches Projekt erfordert. Gemeinsam mit *Maximilian Grubert*, dessen langjährige und kostbare Freundschaft es stets vermochte, mich aufzurichten, ist euch, *Maximilian, Jana* und *Thomas Raitzsch, Barbara* und *Johannes Schmiermund* diese Arbeit deshalb gewidmet.

Nicolas Raitzsch

Jena, 21.10.2019

# Inhaltsverzeichnis

<b>A. Einleitung</b>	<b>1</b>
I. Grundlegendes zu Kapitalmaßnahmen und zum Bezugsrecht	2
1. Ablauf	2
a) Ordentliche Kapitalerhöhung	3
b) Genehmigtes Kapital	4
c) Abgrenzung der beiden Kapitalmaßnahmen	5
2. Bezugsrecht	5
a) Beteiligungs- und Wertverlust	5
b) Umsetzung	8
3. Bezugsrechtsausschluss	9
a) Aktionärs- vs. Gesellschaftsinteressen	9
b) Voraussetzungen des Bezugsrechtsausschlusses und dessen Gestaltungsmöglichkeiten	11
aa) Ordentliche Kapitalerhöhung	11
bb) Genehmigtes Kapital	12
i. Gestaltungsmöglichkeiten	12
ii. Tatbestandliche Voraussetzungen	12
4. Dogmatisches zu den Kapitalmaßnahmen und Bezugsrechtsausschluss	13
II. Gang der Untersuchung	14
<b>B. Rechtsschutz bei der ordentlichen Kapitalerhöhung</b>	<b>17</b>
I. Isolierte Aufhebung eines Bezugsrechtsausschlusses	17
1. Wortlaut	18
2. Systematik	19
3. Telos	19
4. Verfassungskonforme Auslegung	21
II. Abwicklung der Kapitalmaßnahme nach Gesetz	23
1. Stand des Gesetzes	24

## Inhaltsverzeichnis

a)	Folgen für das Außenverhältnis	25
b)	Folgen für das Innenverhältnis	26
aa)	Organisatorische Folgen	26
bb)	Monetäre Folgen	27
i.	Nachteile für die Zeichner	27
ii.	Nachteile für die Gesellschaft	28
c)	Ergebnis Stand des Gesetzes	28
2.	Lösungsvorschlag: Lehre von der fehlerhaften Gesellschaft	29
a)	Gegen eine Übertragung	30
b)	Stellungnahme	31
aa)	Bewusste Aussparung seitens des Gesetzgebers	31
bb)	Verschiedene Mehrheiten	31
cc)	Schwere der Rechtsfolgen	32
c)	Zwischenergebnis	33
d)	Rechtsfolge	33
aa)	Im Grundsatz vorläufige Bestandskraft	33
bb)	Im Ausnahmefall endgültige Bestandskraft?	35
i.	Dingliche Zuordnung durch exakte Deklaration der jungen Aktien?	37
ii.	Schuldrechtliche Zuordnung der Abwicklungsfolgen?	39
(1)	Praktische Umsetzung	41
(2)	Konflikt mit Wertung des § 7 Abs. 2 Satz 1 DepotG	42
(3)	Konflikt mit Sinn und Zweck der Sammelverwahrung	43
iii.	Zwischenergebnis individuelle Zuordnung	43
iv.	Endgültige Bestandskraft	43
v.	Stellungnahme	45
(1)	Dingliche Zuordnung	45
(2)	Schuldrechtliche Zuordnung	45
(3)	Endgültige Bestandskraft	46
(a)	Aus § 246a AktG	46
(b)	Gestützt auf die Sammelverwahrung als solche	47
(i)	Erhalt des Beteiligungswerts	48
(ii)	Erhalt der Beteiligungsquote	49

(iii) Ergebnis endgültige Bestandskraft kraft Sammelverwahrung	51
(4) Alternativvorschlag	52
vi. Ergebnis im Ausnahmefall endgültige Bestandskraft	54
cc) Zwischenergebnis	54
e) Methodische Begründung	54
aa) Fehlerhafte rechtsgeschäftliche Grundlage	55
bb) Vollzug dieser Grundlage	56
cc) Zwischenergebnis	58
dd) Negative Voraussetzung?	58
i. Interessen der Allgemeinheit	58
(1) Gesetzes- oder sittenwidriger Bezugsrechtsausschluss?	59
(a) Grundsatz der engen Auslegung	59
(b) § 241 Nr. 3 AktG: Gesetzes- oder Wesensverstoß und § 241 Nr. 6 AktG	60
(i) Verletzung von Vorschriften im Gläubiger- oder sonst öffentlichen Interesse	61
(ii) Unvereinbarkeit mit Wesen der Aktiengesellschaft	63
(iii) Zwischenergebnis zu § 241 Nr. 3 AktG	64
(c) § 241 Nr. 4 AktG: Sittenverstoß	65
(2) Zwischenergebnis entgegenstehende Interessen der Allgemeinheit	68
ii. Interessen besonders schutzwürdiger Personen?	68
iii. Käme Ausnahme überhaupt in Betracht?	69
(1) Für eine Ausnahme	70
(a) Systemwidersprüche hinsichtlich § 241 AktG	70
(b) Systemwidersprüche hinsichtlich § 186 Abs. 1 AktG	71
(c) Zwischenergebnis Systemwidersprüche	71
(d) Stellungnahme	72
(i) Aufgegebene Abgrenzung	72
(ii) Aufgegebene Prävention	73
(iii) Kein qualifizierter Schutz	74
(iv) Einschränkung § 186 Abs. 1 AktG	76
(2) Zwischenergebnis: Käme Ausnahme überhaupt in Betracht	76

## Inhaltsverzeichnis

iv. Zwischenergebnis negative Voraussetzung Lehre vom fehlerhaften Verband	77
III. Abwicklung der Kapitalmaßnahme nach Lehre vom fehlerhaften Verband	77
1. Ausgangspunkt: Keine (Rück-) Abwicklung nach Bereicherungsrecht	78
2. Auflösungsvorschriften	79
3. Ausscheidensvorschriften	80
a) § 738 Abs. 1 Satz 2 BGB	80
b) § 237 AktG analog	80
aa) Anwendbarkeit der §§ 237 ff. AktG	81
bb) Abfindungshöhe	81
cc) Zwischenergebnis § 237 AktG analog	82
c) Buchwert-Abfindung, § 812 Abs. 1 Satz 2 Alt. 1 BGB	82
d) Zwischenergebnis Ausscheidensvorschriften	83
4. Abwehr einer Barabfindung	84
a) Abfindung in Aktien	85
aa) Für eine Ersetzungsbefugnis	85
bb) Gegen eine Ersetzungsbefugnis	85
i. Systematische Widersprüche	86
ii. Wertungsgesichtspunkte	87
iii. Ergebnis Abfindung in Aktien	90
b) Reparatur der Kapitalmaßnahme	90
aa) Möglichkeit der Reparatur	90
bb) Umsetzung der Reparatur	91
i. Wiederholung der ursprünglichen Maßnahme in identischem Umfang?	91
ii. Aufstocken der Kapitalerhöhung	93
(1) Aufgestockte Barkapitalerhöhung	94
(a) Hin- und Herzahlen	94
(b) Verdeckte Sacheinlage	95
(i) Abgrenzung § 27 Abs. 3 von § 27 Abs. 4 AktG	97
(ii) Zwischenergebnis	98
(iii) Einbringung ohne Offenlegung im Kapitalerhöhungsbeschluss	99

(c)	Zwischenergebnis aufgestockte Barkapitalerhöhung	100
(2)	Aufgestockte gemischte Bar- und Sachkapitalerhöhung	101
(a)	Beschlussfassung im Rahmen einheitlicher Entscheidung	101
(b)	Gleichbehandlungsgebot	102
(c)	Werthaltigkeitsprüfung	103
(d)	Einlage von Forderungen gegen die Gesellschaft ein Sonderfall?	105
(i)	Anknüpfungspunkt einer etwaigen Werthaltigkeitsprüfung	108
(ii)	Zwischenergebnis Anknüpfungspunkt der Werthaltigkeitsprüfung	115
(iii)	Erfordernis einer Werthaltigkeitsprüfung	115
(aa)	Elemente des Grundsatzes realer Kapitalaufbringung	116
(bb)	Zwischenergebnis: Elemente des Grundsatzes vollumfänglicher Kapitalaufbringung	123
(iv)	Zwischenergebnis Werthaltigkeitsprüfung	127
(v)	Vereinbarkeit mit dem Aktiengesetz im Übrigen	127
(aa)	Wandelschuldverschreibung	128
(bb)	Vorauszahlung auf künftige Kapitalerhöhung	130
(vi)	Ergebnis Einlage von Forderungen gegen die Gesellschaft als Sonderfall	131
(e)	Zwischenergebnis aufgestockte gemischte Bar- und Sachkapitalerhöhung	134
(f)	Limitierungen einer aufgestockten gemischten Bar- und Sachkapitalerhöhung	135
(g)	Ergebnis aufgestockte gemischte Bar- und Sachkapitalerhöhung	136
cc)	Ergebnis Reparatur	136
c)	Ergebnis Abwehr einer Barabfindungspflicht	137
IV.	Schadensersatzansprüche	137
1.	Anspruch der Aktionäre aus eigenem Recht	138

## Inhaltsverzeichnis

2.	Anspruchsgrundlagen	140
	a) Anspruchsgrundlagen gegenüber der Gesellschaft	140
	aa) § 280 Abs. 1, Abs. 3, 283, 275 Abs. 1 BGB wegen Unmöglichkeit des Bezugsanspruchs	140
	bb) §§ 280 Abs. 1, 241 Abs. 2 BGB	141
	i. Pflichtverletzung	142
	ii. Vertretenmüssen	143
	iii. Ergebnis §§ 280 Abs. 1, 241 Abs. 2 BGB	149
	cc) §§ 823 Abs. 1 BGB	150
	i. Geschütztes Rechtsgut	150
	ii. Verletzungshandlung	157
	iii. Kausalität	158
	iv. Rechtswidrigkeit	159
	v. Verschulden	160
	dd) Zwischenergebnis	160
	ee) § 823 Abs. 2 BGB iVm § 186 Abs. 1 AktG	160
	i. Schutzgesetzcharakter	161
	ii. Kausale und rechtswidrige Verletzung des Schutzgesetzes	163
	iii. Verschulden	163
	ff) Ergebnis Anspruchsgrundlagen gegenüber der Gesellschaft und Beweislast	164
	b) Anspruchsgrundlagen gegenüber den Mitgesellschaftern	169
	aa) §§ 280 Abs. 1, 241 Abs. 2 BGB	169
	i. Schuldverhältnis	169
	ii. Pflichtverletzung	172
	iii. Vertretenmüssen	175
	bb) § 823 Abs. 1 und 2 BGB iVm § 186 Abs. 1 AktG	175
	c) Anspruchsgrundlagen gegenüber der Verwaltung	176
	d) Anspruchsgrundlagen gegenüber den Erwerbern der jungen Anteile	177
	aa) § 280 Abs. 1 BGB	177
	bb) § 823 Abs. 1 und Abs. 2 BGB iVm § 186 AktG	178
	e) Ergebnis Anspruchsgrundlagen	180
3.	Rechtsfolge: Schadensersatz	181
	a) Einfluss der Anfechtungsklage	182
	b) Genereller Schutzbereich	183



aa)	Bedeutung von § 255 Abs. 2 Satz 1 AktG	184
i.	Systematik	184
ii.	Verhältnis zu § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG	185
	(1) Bezugspunkt eines angemessenen Ausgabebetrags	187
	(2) Gestatteter Abweichungsrahmen	188
	(3) Fazit	189
bb)	Zwischenergebnis	190
cc)	Ausschluss zugunsten Dritter als Sonderfall?	191
dd)	Stellungnahme	192
ee)	Zwischenergebnis	193
c)	Konkreter Schutzbereich	194
aa)	Tatsächlich bestehender versus hypothetisch bestehenden Zustand	194
bb)	Wert des Bezugsrechts per se	196
cc)	Entgangener Erlös aus einer Veräußerung des Bezugsanspruchs	197
dd)	Zwischenergebnis	197
ee)	(Mehr-)Aufwendungen für einen Deckungskauf	198
ff)	Entgangene Kurs- bzw. Ertragswertsteigerungen	200
gg)	Gewinn- und Liquidationsanteil	204
i.	Entgangener Gewinnanteil	204
ii.	Entgangene Liquidationserlöse	205
iii.	Zwischenergebnis	206
hh)	Stimmrecht	207
i.	Keine Naturalrestitution	209
ii.	Entschädigung, § 251 BGB	210
	(1) Entschädigung für die Konsequenzen konkreter Beschlüsse	211
	(2) Entschädigung für Einflussverlust als solchen	212
ii)	Ergebnis konkreter Schutzbereich	217
d)	Zwischenergebnis Rechtsfolge: Schadensersatz	219
e)	Probleme mit Blick auf die Gesellschaft als Anspruchsschuldner	219
f)	§ 254 BGB	222

**C. Rechtsschutz beim genehmigten Kapital 225**

## Inhaltsverzeichnis

I. Anknüpfungspunkt	225
1. Rechtsschutz gegen den Ermächtigungsbeschluss	225
2. Rechtfertigungsanforderungen an einen Bezugsrechtsausschluss nach <i>Siemens/Nold</i>	227
3. Rechtsschutz gegen Ausnutzungsentscheidung	230
a) Präventiver Rechtsschutz	230
aa) Kontrolle durch eine vorbeugende Unterlassungsklage	231
bb) Kontrolle durch Vorstand und Aufsichtsrat	233
cc) Kontrolle durch den Kapitalmarkt	234
dd) Zwischenergebnis präventiver Rechtsschutz	235
b) Repressiver Rechtsschutz	235
c) Alternativansatz: Abwicklung nach erfolgreicher Feststellungsklage	240
d) Zwischenergebnis	249
e) Frist	250
f) Einfluss des § 139 BGB	251
II. Schadensersatzansprüche	253
1. Anspruch der Aktionäre aus eigenem Recht	253
2. Ansprüche gegen die Gesellschaft	254
3. Ansprüche gegen die Verwaltung	258
a) § 823 Abs. 1 BGB	258
b) § 823 Abs. 2 BGB iVm § 186 Abs. 1 AktG	262
4. Ansprüche gegen die Erwerber der jungen Anteile	263
5. Zwischenergebnis	263
6. Schaden	264
<b>D. Zusammenfassung der Ergebnisse</b>	<b>267</b>
I. Ordentliche Kapitalerhöhung.	267
II. Genehmigtes Kapital.	274
<b>Literaturverzeichnis</b>	<b>277</b>

# A. Einleitung

Will eine Aktiengesellschaft frisches Vermögen generieren, eröffnen sich ihr mehrere Möglichkeiten. Eine davon ist die Kapitalerhöhung gegen Einlagen, bei der sie neue Anteile schafft und diese gegen Bar- oder Sachleistungen an interessierte Erwerber ausgibt.

Sofern jene Erwerber vollumfänglich aus dem Kreis der bisherigen Aktionäre stammen, resultieren hieraus auch keine Probleme. Konfliktpotenzial zeigt sich vielmehr erst, wenn die Kapitaltranche lediglich einen Teil der Mitglieder oder sogar ausschließlich Gesellschaftsfremde zur Zeichnung zulässt. Denn zwingende Folge hiervon ist, dass sich die bisher bestehenden Beteiligungsquoten zulasten der übergangenen Aktionäre verschieben. Zuweilen leidet deren Mitgliedschaft auch wertmäßig, dann nämlich, wenn die Gesellschaft die neugeschaffenen Anteile zu einem Betrag ausgibt, der unter dem inneren Wert der bereits existierenden liegt.

Um beiden Effekten vorzubeugen, gewährt § 186 Abs. 1 AktG ein Bezugsrecht, das es jedem Aktionär erlaubt, exakt so viel Prozent der jungen Anteile zu zeichnen, wie er auch bisher am Grundkapital beteiligt war. Zu Wert- bzw. Quotenverwässerungen sollte es demnach eigentlich nicht kommen. Dass sie sich trotzdem einstellen, liegt daran, dass Kapitalmaßnahmen zuweilen Zwecke verfolgen, die über die Akquise frischen Vermögens hinausgehen.

Will die Gesellschaft etwa ein Grundstück erwerben, das im Eigentum eines Dritten steht, ist dieser aber nur dann zur Veräußerung bereit, wenn er im Gegenzug Aktien erhält, bietet sich eine Kapitalerhöhung an. Das Bezugsrecht stellt hierbei ein Hindernis dar. Denn die Aktionäre können das gewünschte Grundstück nicht leisten und dennoch erlaubt § 186 Abs. 1 AktG ihnen, die dafür als Gegenleistung vorgesehenen Anteile zu zeichnen. Konsequenterweise garantiert der Gesetzgeber das Bezugsrecht nicht ausnahmslos, sondern gestattet, es im Einzelfall auszuschießen. Voraussetzung ist allerdings zum einen, dass die von § 186 Abs. 3 AktG vorgesehenen Mehrheitserfordernisse erfüllt sind und der Bezugsrechtsausschluss zum anderen sachlich gerechtfertigt ist. Anderenfalls verstößt er gegen das Gesetz und ist Gegenstand entsprechender Rechtsbehelfe. Welche dies konkret sind, ist Thema dieser Untersuchung.

Besonderes Augenmerk gilt dabei der Frage, wie sich erfolgreicher Rechtsschutz auf die Kapitalerhöhung im Übrigen auswirkt. Greift der Wegfall des Bezugsrechtsausschlusses nämlich über, zeigen sich erhebliche praktische Probleme.

## A. Einleitung

Diese beginnen damit, dass sämtliche Beteiligten, die im Vertrauen auf die Gültigkeit der Kapitalmaßnahme Vermögensdispositionen getroffen haben, in ihrem Vertrauen enttäuscht werden und setzen sich damit fort, dass eine Kapitalerhöhung, deren Anteile in Sammelverwahrung gegeben wurden, faktisch nicht abgewickelt werden kann. Hierfür gilt es, eine Lösung zu finden.

Ein zweiter Schwerpunkt liegt bei etwaigen Schadensersatzansprüchen zugunsten der vom Bezug ausgeschlossenen Aktionäre, wobei sich die Frage stellt, welche Anspruchsgrundlagen hierfür in Betracht kommen, worauf potentielle Forderungen gerichtet sind und wer dafür einstehen muss. Eine Antwort hierauf scheint im Kontext des genehmigten Kapitals sogar noch viel dringlicher. Seit der Rechtssache *Siemens/Nold* erachtet der Bundesgerichtshof eine einmal durchgeführte Kapitalerhöhung nämlich als endgültig bestandskräftig und behauptet, dass hiermit kein Rechtsschutzdefizit zulasten der Bezugsberechtigten verbunden sei. Soll diese Behauptung tatsächlich überzeugen, müssen Sekundäransprüche daher umso effektiver wirken. Anderenfalls gilt es, den Mechanismus der endgültigen Bestandskraft kritisch zu hinterfragen.

# I. Grundlegendes zu Kapitalmaßnahmen und zum Bezugsrecht

Bevor die Untersuchung sich diesen Fragen zuwendet, bedarf es indes zunächst eines Überblicks über das Bezugsrecht sowie den Ablauf der hier zu diskutierenden Kapitalmaßnahmen, um die relevanten Anknüpfungspunkte für die spätere Diskussion der Rechtsbehelfe zu identifizieren.

## 1. Ablauf

Sowohl die ordentliche Kapitalerhöhung als auch das genehmigte Kapital lassen sich in zwei grobe Schritte einteilen: die Sachentscheidung, das Grundkapital der Gesellschaft zu erhöhen einer-, die Durchführung jener Erhöhung andererseits<sup>1</sup>. Für den zweiten Bereich ist ausschließlich die aus Vorstand und Aufsichtsrat bestehende Verwaltung zuständig. Die Entscheidungskompetenz in der Sache differiert. Denn während der Vorstand beim genehmigten Kapital selbst darüber befindet, ob er junge Anteile schafft, setzt er bei der ordentlichen Kapitalerhöhung lediglich den bereits feststehenden Willen der Hauptversammlung um.

---

1 Für siehe nur ordentliche Kapitalerhöhung: *Schürmbrand* in MüKo, AktG § 182 Rn 4; für nur genehmigtes Kapital: *Hirte* in GroßKomm, AktG § 203 Rn 4.

**a) Ordentliche Kapitalerhöhung**

Manifestiert ist jener Wille im Kapitalerhöhungsbeschluss (§§ 182 und 183 AktG), den der Vorstand zuallererst zur Eintragung im Handelsregister (§ 184 Abs. 1 Satz 1 AktG) anmeldet. Im Anschluss bieten sich ihm zwei Optionen. Entweder er tritt direkt an die Erwerbsinteressenten heran, schließt mit ihnen entsprechende Verträge über den Erwerb der Anteile (= „Zeichnungsverträge“ § 185 Abs. 1 Satz 1 AktG)<sup>2</sup> und sammelt die geschuldete Einlage ein oder er schaltet ein Kreditinstitut als Mittler zwischen, das sämtliche jungen Aktien gegen Zahlung des gesetzlichen Mindestbetrags übernimmt (§§ 188 Abs. 2, 36a Abs. 1 AktG), diese auf eigene Rechnung an die Erwerber ausgibt und etwaige Mehrerlöse an die Gesellschaft auskehrt<sup>3</sup>.

In beiden Fällen ist die Einlage *in bar* zu leisten, selbst dann, wenn die Hauptversammlung eine Kapitalerhöhung gegen Sacheinlagen beschließt (§§ 183, 205 AktG). Ein Unterschied besteht lediglich insoweit, dass den Aktionären bei der Sachkapitalerhöhung gestattet wird, an Erfüllung statt (§ 364 BGB) die geschuldete Sache (vollständig §§ 188 Abs. 2 Satz 1, 36a Abs. 2 Satz 1 AktG) einzulegen<sup>4</sup>. Da hierfür jedoch jeder Gegenstand in Betracht kommt, der einen feststellbaren Wert hat<sup>5</sup> (§ 27 Abs. 2 Satz 1 Halbsatz 1 AktG, Sachen, Forderungen etc.<sup>6</sup>), wird die Werthaltigkeit der Sacheinlage sowohl durch den Registerrichter als auch einen Sachverständigen geprüft (§ 183 Abs. 3 Satz 1 AktG)<sup>7</sup>.

Sind dann Bar- bzw. Sachmittel geleistet, ist die Durchführung der Kapitalerhöhung vom Vorstand und dem Aufsichtsratsvorsitzenden zur Eintragung ins Handelsregister anzumelden (§ 188 Abs. 1 AktG). Erst diese Eintragung erhöht das Grundkapital (§ 189 AktG), schafft die jungen Anteile, macht die Zeichner zu Eigentümern der Gesellschaft<sup>8</sup> und erlaubt die Ausgabe der Aktienurkunden (§ 191 S. 1 AktG).

Abschließend ist in formeller Hinsicht noch das Handelsregister zu berichtigen, da die Erhöhung des Grundkapitals durch Ausgabe junger Aktien die darin eingetragene Grundkapitalziffer (§ 23 Abs. 3 Nr. 3 AktG) sowie Aktienzahl und -stückelung (§ 23 Abs. 3 Nr. 4 AktG) materiell ändern<sup>9</sup>.

---

2 Zur Eigenemission nur *Schürnbrand* in MüKo, AktG § 182 Rn 5.

3 Zur Fremdemission nur *Koch* in Hüffer/Koch, AktG § 182 Rn 5.

4 Siehe nur *Koch* in Hüffer/Koch, AktG § 183 Rn 4.

5 *Busch* in Marsch-Barner/Schäfer, Hdb. börsennotierte AG § 42 Rn 24.

6 Münch. Hdb. AG/Scholz § 57 Rn 41.

7 v. *Dryander/Niggemann* in Hölter, AktG § 183 Rn 1.

8 Münch. Hdb. AG/Scholz § 57 Rn 192.

9 *Schürnbrand* in MüKo, AktG § 188 Rn 8.

## A. Einleitung

### b) *Genehmigtes Kapital*

Das genehmigte Kapital weicht hiervon ab, zwar nicht auf Ebene der Durchführung, die vollumfänglich mit jener bei der ordentlichen Kapitalerhöhung übereinstimmt, wohl aber mit Blick auf die Sachentscheidung. Diese kommt nämlich allein dem Vorstand zu, der anstelle der Hauptversammlung<sup>10</sup> über das „Ob“ der Kapitalerhöhung entscheidet<sup>11</sup>.

Da Satzungsänderungen indes in die Kompetenz der Hauptversammlung fallen (§ 179 Abs. 1 Satz 1 AktG), bedarf der Vorstand hierzu zunächst einer Ermächtigung durch die Hauptversammlung. Diese legt deshalb den Grundstein, indem sie das genehmigte Kapital schafft (§§ 202 Abs. 1, 2, 203 Abs. 1 Satz 2 AktG).

Anders als im Rahmen der ordentlichen Kapitalerhöhung artikuliert die Hauptversammlung hierdurch jedoch nicht ihre Absicht, das Grundkapital erhöhen zu wollen. Vielmehr überlässt sie diese Entscheidung für die Maximaldauer von fünf Jahren dem alleinigen Ermessen des Vorstands<sup>12</sup>. Zu einer Kapitalerhöhung kommt es deshalb erst, wenn der Vorstand sich entscheidet, von seiner Ermächtigung Gebrauch zu machen (Ausnutzungsentscheidung), wodurch er vom nur ausführenden zum bestimmenden Organ wird<sup>13</sup>. Gebunden ist er dabei lediglich an die fakultative (Vgl. § 202 Abs. 3 Satz 2 AktG „soll“) Zustimmung des Aufsichtsrats<sup>14</sup>. Soweit noch nicht durch die Hauptversammlung geschehen, entscheidet er sogar über den Inhalt der Aktienrechte und deren Ausgabebedingungen (Ausgabebetrag, Aktiengattung etc.<sup>15</sup>), wofür er dann zwingend der Zustimmung des Aufsichtsrats bedarf (§ 204 Abs. 1 Satz 2 AktG)<sup>16</sup>.

Wann die Hauptversammlung sich entscheidet, das Grundkapital selbst zu erhöhen und wann sie diese Entscheidung an den Vorstand delegiert, hängt maßgeblich vom Zweck ab, den sie mit der Kapitalmaßnahme verfolgt.

---

10 v. *Dryander/Niggemann* in Hölters, AktG § 202 Rn 30; *Ekkenga* in KölnKomm, AktG Vor § 182 Rn 18.

11 *Marsch-Barner* in Bürgers/Körper, AktG § 202 Rn 1, § 204 Rn 2; *Bayer* in MüKo, AktG § 202 Rn 1.

12 *Lutter*, BB 1981, 861; *Koch* in Hüffer/Koch, AktG § 202 Rn 2.

13 *Lutter* in KölnKomm, AktG Vorb. § 202 Rn 2; *Rieder/Holzmann* in Grigoleit, AktG § 202 Rn 1.

14 *Hirte* in GroßKomm, AktG § 202 Rn 29.

15 Vgl. Hdb. börsennotierte AG/*Busch* § 43 Rn 30.

16 Vgl. Hdb. börsennotierte AG/*Busch* § 43 Rn 32; *Marsch-Barner* in Bürgers/Körper, AktG § 202 Rn 16.

### c) *Abgrenzung der beiden Kapitalmaßnahmen*

Soll nämlich ein tagesaktuelles Börsenhoch ausgenutzt werden<sup>17</sup>, nützt es der Gesellschaft nicht, wenn die jungen Anteile frühestens 30 Tage später verfügbar sind<sup>18</sup>. Genau diese (Einberufungs-) Frist ist jedoch mindestens einzuhalten, sollen die Aktionäre über eine Aufstockung des Grundkapitals entscheiden (§ 123 Abs. 1 Satz 1 AktG)<sup>19</sup>. Tatsächlich dauert die Organisation einer Hauptversammlung (Anmietung eines geeigneten Saals, terminliche Abstimmung mit Aktionären etc.) sogar regelmäßig noch länger. Zuweilen scheitert die Kapitalmaßnahme deshalb auch vollständig, bspw. wenn die Gesellschaft eine Verschmelzung mit einem anderen Unternehmen anstrebt und den Erwerbspreis statt in bar (teilweise) in jungen Anteilen als „Akquisitionswährung“<sup>20</sup> zahlen will<sup>21</sup>.

Eine Lösung bietet das genehmigte Kapital, bei dem nicht die schwerfällige Hauptversammlung<sup>22</sup>, sondern der flexiblere Vorstand entscheidet, ob er neue Anteile kreiert<sup>23</sup>. Dies gibt der Gesellschaft den notwendigen Freiraum, günstige Kapitalmarktsituationen zu nutzen<sup>24</sup> und das Kapital genau dann zu beschaffen, wenn es gebraucht wird<sup>25</sup>.

Nebeneffekt beider Kapitalmaßnahmen ist indes, dass sich die Gesamtzahl der Aktien erhöht, was wiederum Einfluss auf die Aktionärsinteressen hat. Dies soll anhand eines Beispiels erläutert werden.

## 2. Bezugsrecht

### a) *Beteiligungs- und Wertverlust*

Aktiengesellschaft G weist ein Grundkapital von 100.000 Euro auf, das sich auf 1.000 Stückaktien im Wert 100 Euro verteilt. 255 dieser 1.000 Aktien hält Gesellschafter A und damit 25,5 % des Grundkapitals. Beschließt die G, ihr Grundkapital um 25 % auf 125.000 Euro zu erhöhen und hierfür 250 neue Anteile auszuge-

---

17 Zu diesem Zweck des genehmigten Kapitals *Bayer* in MüKo, AktG § 202 Rn 1.

18 *Ekkenga*, AG 2001, 567, 568.

19 *Kindler*, ZGR 1998, 35, 40; *Langenbacher*, Aktien und Kapitalmarktrecht § 10 Rn 71.

20 *Bayer* in MüKo, AktG § 202 Rn 1.

21 BGHZ 83, 319, 324 f (Holzmann); 136, 133, 136 f. (Siemens/Nold); 164, 241, 246 f. (Mangusta/Commerzbank I).

22 BGHZ 83, 319, 322 (Holzmann).

23 *Cahn*, ZHR 163 (1999), 554, 555; *Ekkenga* in KölnKomm, AktG Vor § 182 Rn 18.

24 BGHZ 136, 133, 136 f., 140 (Siemens/Nold); 164, 241, 246 (Mangusta/Commerzbank I); *Bayer*, ZHR 168 (2004), 132, 159; *Hirte* in GroßKomm, AktG § 202 Rn 19.

25 *K. Schmidt*, Gesellschaftsrecht § 29 II 2 c (S. 901); *Schürnbrand* in MüKo, AktG Vor § 182 Rn 5.

## A. Einleitung

ben, steigt deren Gesamtbestand auf 1.250. Die Beteiligungsquote des A von vormals 25,5 % (255 von 1.000 Aktien) sinkt hierdurch auf 20,4 %, da er zwar weiterhin 255 Aktien hält, insgesamt aber 1.250 Aktien existieren.

Dies ist misslich für A, weil die Beteiligungsquote am Grundkapital die Einflussrechte in der Hauptversammlung als „zentralem Organ der Gesellschaft“<sup>26</sup> bestimmt (§ 134 Abs. 1 Satz 1 AktG)<sup>27</sup>. Bspw. erfordern Satzungsänderungen eine Mehrheit von mindestens 75 % (§ 179 Abs. 2 Satz 1 AktG), weshalb eine Beteiligung von über 25 % eine Sperrminorität gewährt. Stünde es der G frei, die Erwerber der Aktien auszuwählen, könnte sie den A um seine Sperrminorität bringen<sup>28</sup>. Im Wiederholungsfall könnte sie ihn schrittweise („Ausschluss auf Raten“<sup>29</sup>), sinkt er unter einen Anteil von 5 %, sogar gänzlich ausschließen (squeeze out, § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG)<sup>30</sup>.

Daneben besteht bei jeder Kapitalerhöhung die Gefahr, dass die Aktien der Altaktionäre dem Wert nach gemindert werden, namentlich dann, wenn die jungen Aktien zu einem geringeren Preis ausgegeben werden, als es ihrem Anteilswert am Unternehmensgesamtwert entspricht (= „innerer“ oder „wahrer“ Wert)<sup>31</sup>.

Bleibt man beim obigen Beispiel, liegt der Nennwert jeder der 1.000 Aktien bei 100 Euro. Hat die G allerdings gut gewirtschaftet und so ihren Börsenwert auf 1.000.000 Euro gesteigert, dann hat jede der 1.000 Aktien einen inneren Wert von 1.000 Euro. Gibt die G nun 250 junge Aktien zum Preis von nur 500 Euro aus oder fließt der Gesellschaft eine Sacheinlage zu, die lediglich halb so viel Wert ist wie die dafür ausgegebenen 250 Aktien<sup>32</sup>, erhöht sich die Aktienzahl um 25 % (250 von 1000 Aktien). Weil sie jedoch den Ausgabepreis unter dem inneren Wert festsetze, steigt der Unternehmenswert in der gleichen Zeit nur um 12,5 % (125.000 von 1.000.000 Euro)<sup>33</sup> und verteilt sich nun gleichmäßig auf 1.250 Aktien (§ 8 Abs. 3 Satz 2 AktG). Hierdurch sinkt der Wert jedes einzelnen Anteils von 1.000 (1.000 Aktien für 1.000.000 Euro Unternehmenswert) auf 800 Euro (1.250 Aktien für 1.125.000 Euro Unternehmenswert). Die Ausgabe zu ei-

---

26 BVerfGE 100, 289, 302 (DAT/Altana).

27 v. *Dryander/Niggemann* in Hölters, AktG Vorb. § 182 Rn 23.

28 Vgl. BGHZ 71, 40, 45 (Kali & Salz).

29 Zuerst *Hirte*, Bezugsrechtsausschluss und Konzernbildung S. 31; zustimmend *Schürnbrand* in MüKo, AktG § 186 Rn 2; *Bayer* in MüKo, AktG § 203 Rn 61; *Habersack*, Mitgliedschaft S. 88.

30 v. *Dryander/Niggemann* in Hölters, AktG Vorb. § 182 Rn 23; umfassend *Bayer*, ZHR 163 (1999), 505 ff.

31 Siehe nur *Schürnbrand* in MüKo, AktG § 186 Rn 2 f.

32 *Langenbacher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht § 10 Rn 39.

33 Vgl. *Hirte*, Bezugsrechtsausschluss und Konzernbildung S. 7.



## I. Grundlegendes zu Kapitalmaßnahmen und zum Bezugsrecht

nem unzureichenden Gegenwert reißt damit eine Lücke, die nur geschlossen werden kann, indem die Altaktionäre eine Wertminderung ihrer Anteile hinnehmen, um so eine „Quersubventionierung“ der Neuaktionäre zu finanzieren<sup>34</sup>.

Vor diesem Phänomen einer nachteiligen Umverteilung von Vermögen bzw. Einfluss schützt das Bezugsrecht bei der ordentlichen Kapitalerhöhung (§ 186 Abs. 1 Satz 1 AktG) und beim genehmigten Kapital (§§ 203 Abs. 1 Satz 1, 186 Abs. 1 Satz 1 AktG) gleichermaßen<sup>35</sup>, indem es den Aktionären ein (Vor-) Recht gewährt<sup>36</sup>, so viel Prozent der jungen Aktien zu beziehen, wie sie auch bisher prozentual am Grundkapital beteiligt waren<sup>37</sup>.

Besteht nämlich im selben Beispiel ein Bezugsrecht des A, hat dieser Anspruch auf Zuteilung von 25,5 % der 250 jungen Aktien (seinem bisherigen Anteil entsprechend)<sup>38</sup>, was es ihm erlaubt, seine Beteiligung bei 25,5 % und damit seine Einflussrechte (§ 134 AktG) insb. seine Sperrminorität zu sichern.

Doch nicht nur eine nachteilige Veränderung des Stimmgewichts, auch ein Vermögensverlust durch eine verbilligte Aktienaussgabe wird durch das Bezugsrecht verhindert. Zahlt nämlich auch A für die jungen Anteile anstatt 63.750 Euro (1.000 Euro pro Anteil) lediglich 31.875 Euro (500 Euro pro Anteil), steigt zwar das Grundkapital der Gesellschaft ebenso nur auf 112.500, der Unternehmenswert auf 1.125.000 Euro, während der Wert jeder Aktie auf 800 Euro pro Stück sinkt. Da A jedoch für dieselbe Aktienzahl weniger zahlen musste, bleibt sein individueller Vermögensbestand unverändert<sup>39</sup>.

---

34 *Bayer*, ZHR 163 (1999), 505, 515, 532 ff; *ders.* in FS-Ulmer S. 21, 25; *Schürnbrand* in MüKo, AktG § 186 Rn 3.

35 *Lutter*, JZ 1998, 50; *Groß/Fischer T.* in Heidel, AktG § 203 Rn 9.

36 *v. Dryander/Niggemann* in Hölters, AktG Vorb § 182 Rn 44, § 186 Rn 2; *Bernicken*, Das Bezugsrecht S. 13.

37 *Veil* in K. Schmidt/Lutter, AktG § 186 Rn 1; *Wiedemann* in GroßKomm, AktG § 186 Rn 13.

38 Vgl. *Koch* in Hüffer/Koch, AktG § 186 Rn 5.

39 Vgl. *Bezenberger*, ZIP 2002, 1917, 1918; *Hirte*, Bezugsrechtsausschluss und Konzernbildung S. 8.

## A. Einleitung

Das Bezugsrecht sichert damit sowohl Entscheidungs- als auch Vermögensteilhabe<sup>40</sup> im Sinne einer „doppelten Besitzstandgarantie“<sup>41</sup>. Seine verfassungsrechtliche Grundlage findet es als Teil der Mitgliedschaft<sup>42</sup> genauso wie das Anteilseigentum selbst<sup>43</sup> in Art. 14 GG<sup>44</sup>. Diese Bedeutung des Bezugsrechts wird vom Gesetzgeber, der es als eines der „wirtschaftlich wichtigsten Mitgliedschaftsrechte“<sup>45</sup> und der Literatur, die es als „mitgliedschaftliches Grundrecht“ bezeichnet<sup>46</sup>, unterstrichen. Wie es in concreto durchgesetzt wird, soll im Folgenden erläutert werden.

### b) *Umsetzung*

Den Ausgangspunkt bildet dabei die überwiegend getroffene Unterscheidung des „Bezugsstammrechts“ als untrennbarem Bestandteil des Anteilseigentums vom konkreten Bezugsanspruch<sup>47</sup>. Während ersteres den Aktionären unabhängig von einer Kapitalerhöhung zusteht und als solches weder klagbare Ansprüche gewährt noch sonst ausgeübt werden kann<sup>48</sup>, entsteht der konkrete Bezugsanspruch erst, wenn die Gesellschaft eine Erhöhung ihres Grundkapitals beschließt<sup>49</sup>, ist dafür aber abtretbar<sup>50</sup>, vererblich<sup>51</sup> etc.

Dieser Bezugsanspruch richtet sich gegen die Gesellschaft, wählt sie den Weg der Fremdemission, gegen das emittierende Kreditinstitut (Vgl. § 186 Abs. 5 AktG)<sup>52</sup>. Seinen Entstehungszeitpunkt markiert bei der ordentlichen Kapitalerhöhung die

---

40 *Lutter*, AG 1994, 429, 441; *Zöllner*, AG 1994, 336, 341.

41 *Bayer*, ZHR 168 (2004), 132, 139; *ders.* in MüKo, AktG § 203 Rn 48.

42 *Wiedemann* in GroßKomm, AktG § 186 Rn 56.

43 Für den Schutz des Anteilseigentums durch Art. 14 GG: BVerfGE 100, 289, 301 (DAT/Altana).

44 Ausdrücklich BVerfGE 100, 289, 302 (DAT/Altana); *Schürnbrand* in MüKo, AktG § 186 Rn 1.

45 BegrRegE § 203 bei Kropff S. 305; *Bayer* in MüKo, AktG § 203 Rn 49.

46 *Bayer*, ZHR 163 (1999), 505, 508; *Zöllner*, AG 2002, 585.

47 *Schürnbrand* in MüKo, AktG § 186 Rn 25; *Koch* in Hüffer/Koch, AktG § 186 Rn 6; *Bernicken*, Das Bezugsrecht S. 9; *Habersack*, Mitgliedschaft S. 87; *Hirte*, Bezugsrechtsabschluss und Konzernbildung S. 8; kritisch *Cahn*, ZHR 164 (2000), 113, 124.

48 *Schürnbrand* in MüKo, AktG § 186 Rn 25; *Bernicken*, Das Bezugsrecht S. 21.

49 *Meilicke*, BB 1961, 1281; v. *Dryander/Niggemann* in Hölters, AktG § 186 Rn 14.

50 *Koch* in Hüffer/Koch, AktG § 186 Rn 7.

51 *Schürnbrand* in MüKo, AktG § 186 Rn 26.

52 BGHZ 118, 83, 97.

## I. Grundlegendes zu Kapitalmaßnahmen und zum Bezugsrecht

Fassung des Kapitalerhöhungsbeschlusses<sup>53</sup>, beim genehmigten Kapital die Ausnutzungsentscheidung des Vorstands bzw., sofern erforderlich, die Zustimmung des Aufsichtsrats (§ 204 Abs. 1 Satz 2 AktG)<sup>54</sup>.

Zwar sind die Aktionäre nicht verpflichtet, die jungen Aktien zu zeichnen<sup>55</sup>. Stattdessen können sie sich entscheiden, einen Einflussverlust hinzunehmen und im Gegenzug das Vorrecht auf Aktienzuteilung, welches ihnen das Bezugsrecht gewährt, veräußern, um wenigstens ein finanzielles Surrogat für die Einflusseinbuße zu erlangen<sup>56</sup>. Leistet der Aktionär hingegen die Einlage, stehen ihm die jungen Aktien zu.

Hieraus ergibt sich für die Gesellschaft zuweilen ein Problem.

Denn zeichnen sämtliche Aktionäre, bleiben keinerlei Anteile für Dritte übrig. Es gibt jedoch Situationen, in denen die Gesellschaft nicht lediglich Kapital beschaffen, sondern einen bestimmten Investor als Aktionär gewinnen will<sup>57</sup>. Das Paradebeispiel hierfür liefert die Sachkapitalerhöhung, um ein spezielles Grundstück zu erwerben, das einem Gesellschaftsfremden gehört<sup>58</sup>. Die Aktionäre können das Grundstück nicht leisten<sup>59</sup> und dennoch steht ihnen ein Recht darauf zu, die dafür gedachten Aktien zu erwerben, um ihre Beteiligung zu erhalten<sup>60</sup>. Ergebnis ist ein Konflikt mit dem Finanzierungsinteresse der Gesellschaft<sup>61</sup>.

### 3. Bezugsrechtsausschluss

#### a) *Aktionärs- vs. Gesellschaftsinteressen*

Dabei stellt vor allem die den Aktionären zwingend einzuräumende Bezugsfrist ein Hindernis dar (§ 186 Abs. 1 Satz 2 AktG). Diese sorgt nicht nur dafür, dass die Gesellschaft das frische Kapital später erhält, als sie es von Dritterwerbenden erlangen könnte. Sie beschert ihr regelmäßig auch monetäre Verluste. Ist die Gesellschaft nämlich börsennotiert, sind interessierte Erwerber nicht auf die Ausgabe neuer Aktien angewiesen, sondern können sich alternativ am Markt zum aktuellen

---

53 *Koch* in Hüffer/Koch, AktG § 186 Rn 8; *Servatius* in Spindler/Stilz, AktG § 186 Rn 7; *Bernicken*, Das Bezugsrecht S. 37; teilweise auch Zeitpunkt der Eintragung des Beschlusses nach § 184 AktG befürwortet v. *Dryander/Niggemann* in Hölters, AktG § 186 Rn 21.

54 *Hirte* in GroßKomm, AktG § 203 Rn 17.

55 *K. Schmidt*, Gesellschaftsrecht § 29 III 2 d (S. 901 f.); *Grunewald*, Gesellschaftsrecht § 10 Rn 174.

56 *Bayer* in MüKo, AktG § 203 Rn 50; *Hirte* in GroßKomm, AktG § 202 Rn 98; *ders.*, Bezugsrechtsausschluss und Konzernbildung S. 8.

57 *Koch* in Hüffer/Koch, AktG § 186 Rn 20.

58 Bsp. von *Koch*, Gesellschaftsrecht § 32 Rn 16; ebenso bei *Lutter*, JZ 1998, 50.

59 Vgl. BGHZ 71, 40, 46 (Kali & Salz); *Lutter* in KölnKomm, AktG (Vorauf.) § 186 Rn 78.

60 Für die Europarechtswidrigkeit eines Bezugsrechts bei Sachkapitalerhöhungen *Kindler*, ZGR 1998, 35, 42 ff.; dagegen EUGH WM 1996, 2200, 2201.

61 *Bayer* in MüKo, AktG § 203 Rn 52; *Rieder/Holzmann* in Grigoleit, AktG § 186 Rn 44.

## A. Einleitung

Börsenpreis eindecken. Das Problem ist, dass dieser Schwankungen unterliegt. Fällt er unter den Ausgabepreis der jungen Anteile, den bzw. dessen Berechnungsgrundlagen die Gesellschaft bereits bindend zu Beginn der zweiwöchigen Bezugsfrist festlegen muss (§ 186 Abs. 2 Satz 1 AktG), werden die jungen Anteile unverkäuflich<sup>62</sup>, weshalb frisches Kapital nicht akquiriert wird und etwaig geplante Projekte scheitern.

Um dieses Szenario zu vermeiden, muss die Gesellschaft mögliche Kursverluste während der zweiwöchigen Bezugsfrist einplanen, die laut der Literatur zwischen 10 % und 30 % des Börsenkurses liegen<sup>63</sup> und sich auch nicht über eine Fremdemission vermeiden lassen. Denn auch die Kreditinstitute kennen das Platzierungsrisiko<sup>64</sup> und übernehmen es entweder von vornherein nicht oder verlangen im Gegenzug eine Provision<sup>65</sup> bzw. einen Kursabschlag auf die jungen Anteile. Das Bezugsrecht stellt sich daher als „teure Sperre“ für die Gesellschaft dar<sup>66</sup>.

Dies gilt umso mehr, als sich in der Vergangenheit „räuberische Aktionäre“<sup>67</sup> (missbräuchlicher) Anfechtungsklagen bedienten, um Kapitalmaßnahmen vorläufig zu verhindern<sup>68</sup>. Wollte die Gesellschaft das endgültige Scheitern der Maßnahme, das mit einer vorläufigen Hemmung oft verbunden ist<sup>69</sup>, vermeiden, musste sie diesen Aktionären ihre Klage und damit ihren „Lästigkeitswert“ „abkaufen“<sup>70</sup>.

Auch wenn allein das Interesse an Gewinnmaximierung nicht dazu gehört, gibt es deshalb Gesellschaftsinteressen, denen das Bezugsrecht nachsteht<sup>71</sup>. Solche sind bspw. die Gewinnung neuer Aktionäre, um sich in einem ausländischen Markt zu etablieren<sup>72</sup> oder der Wunsch ein anderes Unternehmen mit jungen Anteilen als

---

62 *Kübler/Mendelson/Mundheim*, AG 1990, 461, 471; Vgl. auch *Zöllner*, AG 2002, 585, 590.

63 *Martens*, ZIP 1992, 1677, 1687; *Schumann*, Bezugsrecht und Bezugsrechtsausschluss S. 24; *Korthals*, Kapitalerhöhung S. 109; 25 % *Bayer*, ZHR 168 (2004), 132, 144; 15 % bis 20 % errechnet *Bezenberger*, ZIP 2002, 1917, 1921 Fn 24.

64 *Schürnbrand* in MüKo, AktG § 182 Rn 6; *Ekkenga* in KölnKomm, AktG Vor § 182 Rn 47.

65 *Zöllner*, AG 2002, 585, 589; *Ekkenga* in KölnKomm, AktG Vor § 182 Rn 49.

66 *Martens*, FS Steindorff S. 151, 152.

67 *Lutter*, WP 1988, 292; *Bayer*, ZHR 168 (2004), 132, 159.

68 *Ekkenga*, AG 2001, 567, 568.

69 *Volhard*, AG 1998, 397, 398.

70 *Bayer*, ZHR 168 (2004), 132, 159; Vgl. BGHZ 164, 241, 247 (Mangusta/Commerzbank I).

71 *Bayer*, ZHR 168 (2004), 132, 139; *Schürnbrand* in MüKo, AktG § 186 Rn 73; *Wiedemann* in GroßKomm, AktG § 186 Rn 14.

72 BGHZ 125, 239 Leitsätze a) und b) (Deutsche Bank); *Martens*, FS Steindorff S. 151, 158.

## I. Grundlegendes zu Kapitalmaßnahmen und zum Bezugsrecht

Akquisitionswährung zu erwerben<sup>73</sup>. Das Aktiengesetz ermöglicht der Gesellschaft deshalb sowohl bei der ordentlichen Kapitalerhöhung (§§ 186 Abs. 3 AktG) als auch beim genehmigten Kapital (§§ 203 Abs. 1 Satz 1, 186 Abs. 3 AktG) das Bezugsrecht auszuschließen.

### **b) Voraussetzungen des Bezugsrechtsausschlusses und dessen Gestaltungsmöglichkeiten**

Da der Wegfall des Bezugsrechts jedoch einen schweren Eingriff in die mitglied-schaftlichen Interessen bedeutet<sup>74</sup>, ist er nur unter einschränkenden Voraussetzungen zulässig. Das Gesetz (§ 186 Abs. 3, 4 AktG) statuiert hierfür ausschließlich solche formeller Art<sup>75</sup>, während materielle Anforderungen durch Rechtsfortbildung geschaffen wurden und daher ungeschrieben sind<sup>76</sup>.

#### *aa) Ordentliche Kapitalerhöhung*

Formell kann das Bezugsrecht bei der ordentlichen Kapitalerhöhung mit entsprechenden Mehrheiten „nur im Beschluss über die Erhöhung des Grundkapitals“ ausgeschlossen werden (§ 186 Abs. 3 Satz 1 AktG). Daraus ergibt sich einerseits, dass weder Gründer noch Verwaltung über den Bezugsrechtsausschluss befinden können<sup>77</sup>, andererseits ein Übergehen der Aktionäre nur für die konkrete Kapitalmaßnahme möglich ist<sup>78</sup>.

Ferner muss der Vorstand der Hauptversammlung einen Bericht vorlegen, der den Grund des Bezugsrechtsausschlusses darlegt (§ 186 Abs. 4 Satz 2 AktG). Hierdurch wird den Aktionären zum einen ermöglicht, die Gründe für den Bezugsrechtsausschluss nachzuvollziehen, um eine sachgerechte Abwägungsentscheidung zwischen den Aktionärs- und Gesellschaftsinteressen treffen zu können<sup>79</sup>. Zum anderen ist der Bericht Prozessstoff für eine nachträgliche gerichtliche Kontrolle<sup>80</sup>.

---

73 *Hirte* in GroßKomm, AktG § 203 Rn 91; *Schumann*, Bezugsrecht und Bezugsrechtsaus-schluss S. 23.

74 BGHZ 71, 40, 44 (Kali & Salz); *Bayer*, ZHR 168 (2004), 132, 142; *Wamser* in Spindler/Stilz, AktG § 202 Rn 75; *Lutter* in KölnKomm, AktG (Vorauf.) § 186 Rn 50, der sogar vom „schwersten Eingriff“ direkt nach dem vollständigen Ausschluss eines Aktionärs spricht.

75 *Koch* in Hüffer/Koch, AktG § 186 Rn 20.

76 BGHZ 70, 40, 46 (Kali & Salz); *Volhard*, AG 1998, 397.

77 *Servatius* in Spindler/Stilz, AktG § 186 Rn 37; *Rebmann* in Heidel, AktG § 186 Rn 31.

78 *Hirte* in GroßKomm, AktG § 186 Rn 108.

79 BGHZ 71, 40, 46 (Kali & Salz); 83, 319, 326 (Holzmann); *Schürmbrand* in MüKo, AktG § 186 Rn 80; *Servatius* in Spindler/Stilz, AktG § 186 Rn 25.

80 BGHZ 83, 319, 326 (Holzmann); *Lutter*, BB 1981, 861, 863; *Schürmbrand* in MüKo, AktG § 186 Rn 80; *Rebmann* in Heidel, AktG § 186 Rn 36; *Rieder/Holzmann* in Gri-goleit, AktG § 186 Rn 48.

## A. Einleitung

Materiell muss der Bezugsrechtsausschluss zudem über den Wortlaut von § 186 Abs. 3 AktG hinaus einem Zweck dienen, der im Interesse der Gesellschaft liegt und mit Blick auf die Einbußen, die er für die Belange der übergangenen Aktionäre bedeutet, erforderlich und angemessen sein<sup>81</sup>.

### *bb) Genehmigtes Kapital*

Nur „sinngemäß“ sind diese Voraussetzungen auch beim genehmigten Kapital anzuwenden (§§ 203 Abs. 1 Satz 1, Abs. 2 Satz 2 AktG). Was dies bedeutet, soll erläutert werden, nachdem dargestellt wurde, auf welche Weise das Bezugsrecht ausgeschlossen werden kann.

#### i. Gestaltungsmöglichkeiten

Hierbei bieten sich der Hauptversammlung zwei Optionen.

Entweder sie gibt das Schicksal des Bezugsrechts bindend vor, indem sie es selbst im Ermächtigungsbeschluss ausschließt (Direktausschluss, §§ 203 Abs. 1 Satz 1, 186 Abs. 3 Satz 1 AktG<sup>82</sup>), oder sie delegiert neben der Entscheidung über das „Ob“ der Kapitalmaßnahme ausdrücklich<sup>83</sup> auch jene über das Bezugsrecht auf den Vorstand (Ausschlussermächtigung, § 203 Abs. 2 Satz 1 AktG)<sup>84</sup>.

#### ii. Tatbestandliche Voraussetzungen

Welchen Weg die Hauptversammlung auch wählt, in beiden Fällen ist auf die Besonderheiten des genehmigten Kapitals Rücksicht zu nehmen<sup>85</sup>, was sich im Gesetz darin niederschlägt, dass die Vorschriften der ordentlichen Kapitalerhöhung (§§ 186 Abs. 3, 4 AktG) nur „sinngemäß“ Anwendung finden (§§ 203 Abs. 1 Satz 1 und Abs. 2 Satz 2 AktG)<sup>86</sup>.

Grund dieser Einschränkung ist die Tatsache, dass das genehmigte Kapital zwar durch den Ermächtigungsbeschluss geschaffen, hingegen mitunter erst Jahre später ausgenutzt wird. Die Umstände der konkreten Maßnahme sind daher anders als

---

81 BGHZ 70, 40, 46 (Kali & Salz); 83, 319, 320 f. (Holzmann); Koch in Hüffer/Koch, AktG § 186 Rn 25; Happ in Happ, AktG § 12.02 Rn 3.

82 Bayer in MüKo, AktG § 202 Rn 12; v. Dryander/Niggemann in Hölters, AktG § 203 Rn 13, 38.

83 Lutter in KölnKomm, AktG (Voraufll.) § 203 Rn 17.

84 v. Dryander/Niggemann in Hölters, AktG § 203 Rn 13, 38; Bayer in MüKo, AktG § 203 Rn 84.

85 Rieder/Holzmann in Grigoleit, AktG § 203 Rn 19; Vgl. BGHZ 136, 133, 137 (Siemens/Nold).

86 Bayer in MüKo, AktG § 203 Rn 86; Rieder/Holzmann in Grigoleit, AktG § 203 Rn 19.

## I. Grundlegendes zu Kapitalmaßnahmen und zum Bezugsrecht

bei der ordentlichen Kapitalerhöhung zum Zeitpunkt des Hauptversammlungsbeschlusses in aller Regel unbekannt<sup>87</sup>, weshalb die tatbestandlichen Anforderungen sich teilweise verlagern, mitunter nur modifiziert, teilweise sogar überhaupt nicht angewendet werden können<sup>88</sup>.

Ein Beispiel hierfür bietet die Berichtspflicht (§ 203 Abs. 1 Satz 1 iVm § 186 Abs. 4 Satz 2 bzw. § 203 Abs. 2 Satz 2 AktG). Hat der Vorstand nämlich zum Zeitpunkt der Ermächtigung noch kein konkretes Vorhaben im Blick, ist es ihm auch nicht möglich, über dessen Umstände im Detail zu berichten. Entsprechend genügt es, wenn er die Gründe, die für einen Direktausschluss bzw. eine Ausschlussermächtigung sprechen, allgemein und abstrakt darlegt<sup>89</sup>. Ins Detail gehen muss er erst auf der nächsten ordentlichen Hauptversammlung nach der Ausnutzungsentscheidung<sup>90</sup>.

### 4. Dogmatisches zu den Kapitalmaßnahmen und Bezugsrechtsausschluss

Beim genehmigten Kapital fällt dabei eine Divergenz auf.

Da Grundkapitalziffer (§ 23 Abs. 3 Nr. 3 AktG) und Aktienstückelung (§ 23 Abs. 3 Nr. 4 AktG) zwingende Bestandteile der Satzung sind und diese Parameter durch Schaffung neuer Anteile geändert werden, stellen sowohl der Kapitalerhöhungsbeschluss als auch die Ausnutzungsentscheidung materiell Satzungsänderungen dar, für die grundsätzlich die Hauptversammlung zuständig ist (§§ 119 Abs. 1 Nr. 6, 179 Abs. 1 Satz 1 AktG)<sup>91</sup>. Beim genehmigten Kapital entscheidet in der Sache jedoch der Vorstand<sup>92</sup>. Formal wird die Entscheidung über das „Ob“ der Erhöhung damit zu einer Maßnahme der Geschäftsführung<sup>93</sup>, was unter anderem zur Folge hat, dass die Anfechtungsklage als Rechtsbehelf ausscheidet, denn diese setzt einen Hauptversammlungsbeschluss voraus (§ 243 Abs. 1 AktG).

---

87 BGHZ 136, 133, 137, 138, 139 (Siemens/Nold); *Marsch-Barner*, AG 1981, 211, 212 f.; *Lutter*, BB 1981, 861; *ders.*, JZ 1998, 50, 51; *Schwark* in FS-Claussen S. 357, 362; *Waclawik*, ZIP 2006, 397, 399.

88 Münch. Hdb. AG/Scholz § 59 Rn 31.

89 BGHZ 136, 133, 139, 140 (Siemens/Nold); *Lutter*, JZ 1998, 50, 51; *Langenbacher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht § 10 Rn 80.

90 Anknüpfend BGHZ 136, 133, 140 (Siemens/Nold); ausdrücklich in BGHZ 164, 241, 242 (Mangusta/Commerzbank I) LS; *Bungert*, BB 2005, 2757; aA statt vieler: *Lutter*, BB 1981, 861, 863 für eine Information vorab in den Gesellschaftsblättern; *Bayer* in MüKo, AktG § 203 Rn 146, 151 unter Ausklammerung geheimhaltungsbedürftiger Informationen; näher zur Berichterstattung beim genehmigten Kapital unter C. I. 2. (S. 235).

91 *Hirte* in GroßKomm, AktG § 202 Rn 97; *Bayer* in MüKo, AktG § 202 Rn 29, 31; *Groß/Fischer T.* in Heidel, AktG § 202 Rn 4.

92 *Bayer* in MüKo, AktG § 202 Rn 88; *Marsch-Barner* in Bürgers/Körper, AktG § 202 Rn 3.

93 *Hirte* in GroßKomm, AktG § 202 Rn 21; *ders.*, Bezugsrechtsausschluss und Konzernbildung S. 105; *Maslo*, Interessenwahrung S. 25.

Ebenso verhält es sich mit der Entscheidung über das Bezugsrecht der Aktionäre. Bei der ordentlichen Kapitalerhöhung kann das Bezugsrecht nur im Kapitalerhöhungsbeschluss (§ 186 Abs. 3 Satz 1 AktG) und daher nur durch die Hauptversammlung ausgeschlossen werden, weshalb dieser Beschluss der Anfechtung unterliegt. Dies gilt zwar auch für den Ermächtigungsbeschluss im Rahmen des genehmigten Kapitals. Da aber die Berichtserfordernisse extrem niedrig sind<sup>94</sup>, ist die Wirksamkeit der Kontrolle fraglich. Alternativ könnte daher an die Ausnutzungsentscheidung anzuknüpfen sein.

## II. Gang der Untersuchung

Mit Blick auf den Gang der Untersuchung ist Augenmerk auf das vorliegend behandelte Thema zu richten. Es sollen lediglich die Rechtsfolgen eines *unrechtmäßigen* Bezugsrechtsausschlusses untersucht werden. Nicht Gegenstand ist daher § 255 AktG. Denn dieser gibt dem Aktionär zwar ein spezielles Recht zur Anfechtung des Kapitalerhöhungsbeschlusses (§ 255 Abs. 1 AktG), wenn der Ausgabepreis unangemessen niedrig war (§ 255 Abs. 2 Satz 1 AktG). Denknottwendig muss einer solchen Anfechtungsklage jedoch ein *rechtmäßiger* Bezugsrechtsausschluss vorausgehen<sup>95</sup>. War nämlich bereits der Bezugsrechtsausschluss rechtswidrig, unterliegt er schon deshalb der Anfechtung, weshalb es auf den Ausgabepreis nicht mehr ankommt<sup>96</sup>.

Beginnen wird die Untersuchung mit der ordentlichen Kapitalerhöhung und den Konsequenzen erfolgreichen Rechtsschutzes gegen einen rechtswidrigen Bezugsrechtsausschluss. Insbesondere stellt sich die Frage, ob dessen Aufhebung stets auch die Kapitalmaßnahme erfasst<sup>97</sup>, welche Auswirkungen eine Abwicklung zeitigt<sup>98</sup> und wie diese abgemildert oder sogar verhindert werden können<sup>99</sup>. Ebenfalls zu beleuchten gilt, ob den übergangenen Aktionären Schadensersatzansprüche zustehen<sup>100</sup>, woraus diese resultieren<sup>101</sup> und worauf sie gerichtet sind<sup>102</sup>.

---

94 BGHZ 136, 133, 139, 140 (Siemens/Nold); *Lutter*, JZ 1998, 50, 51.

95 Im Detail unten B. IV. 3. b. aa) (S. 190).

96 *Bayer*, ZHR 163 (1999), 505, 530; *ders.*, ZHR 168 (2004), 132, 140; *K. Schmidt* in Großkomm, AktG § 255 Rn 1; *Koch* in Hüffer/Koch, AktG § 255 Rn 9; aA *Mülbert*, Aktiengesellschaft S. 326 f.

97 Unten unter B. I. (S. 17).

98 Unten unter B. II. (S. 23).

99 Unten unter B. III. (S. 80).

100 Näher unter B. IV. 1. (S. 143).

101 Näher unter B. IV. 2. (S. 145).

102 Näher unter B. IV. 3. (S. 187).



## II. Gang der Untersuchung

Der zweite Teil beschäftigt sich schließlich eingehend mit den Rechtsschutzmöglichkeiten beim genehmigten Kapital und stellt dazu die ganz herrschende Meinung, die seit der Rechtssache *Siemens/Nold*<sup>103</sup> besteht, auf den Prüfstand<sup>104</sup>. Im Übrigen werden mit Blick auf Schadensersatzansprüche die im Rahmen der ordentlichen Kapitalerhöhung gefundenen Ergebnisse übertragen und etwaige Besonderheiten herausgearbeitet<sup>105</sup>.

---

103 BGHZ 136, 133 ff. (Siemens/Nold).

104 Näher unter C. I. 3. (S. 238).

105 Näher unter C. II. (S. 264).