

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen  
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

---

Band 273

# Das Bezugsverhältnis bei der Kapitalerhöhung der AG

Rechtliche und abwicklungstechnische  
Implikationen von Bezugsrechten  
auf Bruchteile von Aktien

Von

Niklas Johannes Joser



Duncker & Humblot · Berlin

NIKLAS JOHANNES JOSER

Das Bezugsverhältnis bei der Kapitalerhöhung der AG

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen  
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Professor Dr. Holger Fleischer, LL.M., Hamburg

Professor Dr. Jens Koch, Köln

Professor Dr. Hanno Merkt, LL.M., Freiburg

Professor Dr. Gerald Spindler †

Band 273

# Das Bezugsverhältnis bei der Kapitalerhöhung der AG

Rechtliche und abwicklungstechnische  
Implikationen von Bezugsrechten  
auf Bruchteile von Aktien

Von

Niklas Johannes Joser



Duncker & Humblot · Berlin

Die Rechtswissenschaftliche Fakultät der Albert-Ludwigs-Universität Freiburg  
hat diese Arbeit im Jahr 2024 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in  
der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten  
sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Alle Rechte vorbehalten  
© 2025 Duncker & Humblot GmbH, Berlin  
Satz: L101 Mediengestaltung, Fürstenwalde  
Druck: CPI books GmbH, Leck  
Printed in Germany

ISSN 1614-7626  
ISBN 978-3-428-19480-3 (Print)  
ISBN 978-3-428-59480-1 (E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier  
entsprechend ISO 9706 ☺

Verlagsanschrift: Duncker & Humblot GmbH, Carl-Heinrich-Becker-Weg 9,  
12165 Berlin, Germany | E-Mail: [info@duncker-humblot.de](mailto:info@duncker-humblot.de)  
Internet: <https://www.duncker-humblot.de>

*Meinen Eltern*



## **Vorwort**

Die vorliegende Arbeit wurde von der Rechtswissenschaftlichen Fakultät der Albert-Ludwigs-Universität Freiburg im Wintersemester 2024/2025 als Dissertation angenommen. Gesetzgebung, Rechtsprechung und Literatur konnten bis September 2024 berücksichtigt werden.

Mein besonderer Dank gilt meinem Doktorvater, Herrn Professor Dr. Jan Lieder, LL.M. (Harvard), für die hervorragende Balance zwischen steter Unterstützung und der Gewährung notwendiger Freiheit bei der Themenfindung und -umsetzung. Ferner danke ich Herrn Professor Dr. Hanno Merkt, LL.M. (Chicago), vielmals für die zeitnahe Erstellung des Zweitgutachtens. Ihm und den weiteren Mitherausgebern, den Herren Professor Dr. Dr. h. c. Dr. h. c. Holger Fleischer, LL.M. (Univ. of Michigan), Dipl.-Kfm. und Professor Dr. Jens Koch, bin ich für die Aufnahme der Arbeit in die Schriftenreihe „Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht“ verbunden.

Dr. Martin Bengtzen, LL.M (Harvard), danke ich für die ungemein hilfreiche Betreuung während der Erstellung des rechtsvergleichenden Kapitels und die eindrückliche Zeit als Visiting Researcher an der Dickson Poon School of Law des King's College London. Herzlich danken möchte ich zudem Dr. Achim Herfs, LL.M. (Cornell), für das Zutragen eines gleichermaßen dogmatisch profunden wie praxisrelevanten Dissertationsthemas sowie seine fortwährende Unterstützung, insbesondere die wertvolle Vermittlung an Sachkundige auf Emissionsbankenseite. Bei Hendrik Melchior und der Clearstream Banking AG bedanke ich mich für die mir gewährten essentiellen Einblicke in den „Maschinenraum“ des deutschen Zentralverwahrers. Nicht zuletzt sei dem Promotionsstipendienprogramm der Pinsent Masons Rechtsanwälte Steuerberater Solicitors Partnerschaft mbB für die Förderung der Publikation dieser Arbeit mit einem großzügigen Druckkostenzuschuss gedankt.

Ohne meine Eltern wäre auf dem Weg meiner juristischen Ausbildung vieles schwerer und manches unmöglich gewesen. Für all die Jahre voll bedingungsloser Unterstützung und geschenktem Grundvertrauen gebührt ihnen die Widmung dieser Arbeit in Liebe und Dankbarkeit.

Frankfurt a. M. im Januar 2025

*Niklas Johannes Joser*



# **Inhaltsübersicht**

<b>Einleitung</b>	31
<b>Gang der Darstellung</b>	34
<i>1. Teil</i>	
<b>Die Kapitalerhöhung – Geschichte der Moderation eines Gerechtigkeitskonflikts</b>	35
A. Der innergesellschaftliche Konflikt .....	36
I. Gesellschaftsperspektive .....	36
II. Aktionärsoperspektive .....	36
B. Das Regelungsinstrument der Entscheidungskompetenz .....	42
I. Historische Entwicklung .....	42
II. Ausnahmeregelungen .....	46
C. Das Regelungsinstrument des gesetzlichen Bezugsrechts .....	54
I. Historische Entwicklung .....	54
II. Ausnahmeregelungen .....	56
D. Das Regelungsinstrument der Mehrheitserfordernisse .....	69
I. Historische Entwicklung .....	69
II. Ausnahmeregelungen .....	70
E. Schlussfolgerungen .....	75
<i>2. Teil</i>	
<b>Das Bezugsverhältnis</b>	78
A. Konfliktfortsetzung trotz Idealfall .....	78
I. Vervielfachung des Grundkapitals .....	79
II. Zwei zentrale Problemfelder .....	80
III. Ausgangslage .....	86
B. Terminologie der beiden Problemfelder .....	87
I. „Spitze“ .....	88
II. Teilrecht .....	105
III. Zusammenfassung .....	109

*3. Teil***Das Bruchteilsbezugsverhältnis** 110

A. Regelungsgehalt des § 186 Abs. 1 Satz 1 AktG .....	111
I. Historische Entwicklung des Meinungsstands .....	111
II. Heutiges Meinungsspektrum .....	115
III. Stellungnahme .....	116
IV. Umfang des Verwässerungsschutzes bei übrigbleibenden Bruchteilsrechten .....	125
V. Ergebnis .....	127
B. Inhaltliche Kontrolle .....	128
I. Entwicklung des gesetzlichen Bezugsrechts erfordert Neubewertung der Problematik .....	128
II. Bezugsrechtsausschluss als Ausgangsfall des Sachkontrollerfordernisses .....	129
III. Treuepflichtbasiertes System der inhaltlichen Kontrolle .....	151

*4. Teil***Das glatte Bezugsverhältnis** 169

A. Definition .....	170
I. Ausgangspunkt der Praktikabilität .....	171
II. Mathematische Grundsätze der Praktikabilität .....	171
III. Potentielle Praktikabilität .....	173
IV. Relative Praktikabilität .....	173
V. Ergebnis .....	174
B. Die Nachteile des krummen Bezugsverhältnisses .....	174
I. Perspektive des (Minderheits-)Aktionärs .....	174
II. Perspektive der Gesellschaft .....	183
C. Pflicht zur Festsetzung eines glatten Bezugsverhältnisses .....	185
I. Rechtlich bedingte Pflicht .....	186
II. Technisch bedingter Zwang .....	228
III. Ergebnis: Pflicht zur Bildung eines glatten Bezugsverhältnisses nur in extremen Ausnahmesituationen .....	236

*5. Teil***Das geglättete Bezugsverhältnis** 237

A. Grundlagen .....	237
B. Unterbezugsglättung .....	238
I. Erforderlichkeit des Spitzenausschlusses .....	238

Inhaltsübersicht	11
II. Legitimität des Spitzenausschlusses .....	245
III. Zusammenfassung .....	266
C. Kollisionsbezugsglättung .....	268
I. Korrelation von Unterbezugsglättung und Kollisionsbezugsglättung .....	269
II. Legitimität der Kollisionsbezugsglättung .....	270
III. Absicherung durch rechtsgeschäftlichen Verzicht eines Aktionärs .....	273
IV. Zusammenfassung .....	274
D. Alternative Maßnahmen .....	275
I. Senken der Altaktienanzahl .....	275
II. Erhöhung der Altaktienzahl: Kapitalerhöhung .....	276
III. Modellierung der bezugsberechtigten Altaktienanzahl durch Erwerb/ Veräußerung eigener Aktien (§ 71 AktG) .....	276
 <i>6. Teil</i>	
<b>Rechtsschutz</b>	282
A. Konkrete Festsetzung im Kapitalerhöhungsbeschluss .....	282
B. Abstrakte Festlegung im Kapitalerhöhungsbeschluss .....	283
I. Konkrete Festsetzung zu Beginn der Bezugsfrist (§ 186 Abs. 1 Satz 1, Abs. 2 Satz 1 AktG) .....	283
II. Abstrakte Festlegung .....	284
III. Stellungnahme .....	284
C. Fazit .....	288
 <i>7. Teil</i>	
<b>Das Bezugsverhältnis im Vereinigten Königreich</b>	290
A. Ziel und Gegenstand des Rechtsvergleichs .....	290
I. Intransparenz der deutschen Regelung aufgrund seit 1900 nahezu unver- ändertem Wortlaut .....	290
II. Vorbild der moderneren britischen Regelung? .....	291
B. Länderbericht Vereinigtes Königreich .....	292
I. Companies Act 2006 und FCA Listing Rules .....	292
II. Companies Act 2006 .....	293
III. Listing Rules .....	299
IV. Von opt-out structure zu opt-in structure infolge des Brexits? .....	303
C. Tertium comparationis .....	304
I. Anwendungsbereich des gesetzlichen Bezugsrechts .....	304
II. Verwässerungsschutz bei Bezugsrechtskapitalerhöhung unter Companies Act 2006 .....	309

III. Verwässerungsschutz bei Bezugsrechtskapitalerhöhung unter Listing Rules .....	312
D. Ergebnis .....	316
I. Regelung zu übrigbleibenden Bruchteilen dysfunktionaler als in Deutschland .....	316
II. De lege ferenda Erhöhung der Regelungsdichte .....	317
<b>Zusammenfassende Thesen</b>	<b>318</b>
<b>Literaturverzeichnis</b> .....	<b>322</b>
<b>Stichwortverzeichnis</b> .....	<b>342</b>

# Inhaltsverzeichnis

<b>Einleitung</b>	31
<b>Gang der Darstellung</b>	34
<i>1. Teil</i>	
<b>Die Kapitalerhöhung – Geschichte der Moderation eines Gerechtigkeitskonflikts</b>	35
A. Der innergesellschaftliche Konflikt .....	36
I. Gesellschaftsperspektive .....	36
II. Aktionärsperspektive .....	36
1. Beeinflussung der Beteiligungsquote .....	36
2. Beeinflussung des Anteilswerts .....	39
3. Terminologie „Verwässerung(-seffekt)“ .....	40
4. Fazit: Doppelcharakter der Kapitalerhöhung ist Ursache des Gerechtigkeitskonflikts .....	41
B. Das Regelungsinstrument der Entscheidungskompetenz .....	42
I. Historische Entwicklung .....	42
1. Aktienrechtsnovelle 1870 .....	42
2. Gesetz betreffend die Kommanditgesellschaften auf Aktien und die Aktiengesellschaften von 1884 .....	42
3. Neue Kapitalerhöhungsvarianten im AktG 1937 .....	43
a) Bedingtes Kapital .....	44
b) Genehmigtes Kapital .....	44
c) Keine Ausnahmeregelungen im engeren Sinne .....	45
4. Grundsatz: Entscheidungskompetenz der Aktionäre .....	46
II. Ausnahmeregelungen .....	46
1. § 3 Abs. 1 FMStBG a.F. .....	47
2. Art. 84 Abs. 3 RL 2017/1332/EU – § 56 Abs. 1 SAG .....	49
3. WStBG – keine Ausnahmeregelung .....	50
4. § 225a Abs. 2 i. V. m. § 245 Abs. 1 InSO .....	50
5. Art. 84 Abs. 4 RL 2017/1332/EU – § 7 Abs. 4 Satz 3 StaRUG i. V. m. §§ 26 ff. StaRUG .....	52
6. Einordnung der Ausnahmeregelungen .....	53
C. Das Regelungsinstrument des gesetzlichen Bezugsrechts .....	54

I.	Historische Entwicklung .....	54
II.	Ausnahmeregelungen .....	56
1.	Ausschluss(-ermächtigung) durch Hauptversammlungsbeschluss .....	56
a)	Entwicklung der ungeschriebenen Wirksamkeitsvoraussetzung .....	56
aa)	Kapitalerhöhung gegen Einlagen .....	56
(1)	Hibernia .....	57
(2)	Victoria .....	58
(3)	Minimax .....	59
(4)	Kali & Salz .....	59
bb)	Genehmigtes Kapital .....	59
(1)	Holzmann .....	59
(2)	Siemens/Nold .....	60
cc)	Vereinfachter Bezugsrechtsausschluss (§ 186 Abs. 3 Satz 4 AktG) .....	61
b)	Angemessener Ausgabepreis im Falle des Bezugsrechtsausschlusses .....	62
2.	Erhöhung des Grundkapitals ohne gesetzlich vorgesehenes Bezugsrecht .....	64
a)	Bedingtes Kapital .....	64
b)	Verschmelzung beziehungsweise Spaltung mit Kapitalerhöhung .....	65
3.	Gesetzlich vorgegebene Modifikationen des Bezugsrechtsausschlusses zugunsten Gläubiger/Dritter .....	67
a)	§ 56 Abs. 1 SAG .....	67
b)	§ 7 Abs. 3 Satz 4 WStBG .....	68
c)	§ 225a Abs. 2 i. V. m. 245 § Abs. 1 InsO .....	68
d)	Art. 84 Abs. 4 RL 2017/1332/EU – § 7 Abs. 4 StaRUG i. V. m. §§ 26 ff. StaRUG .....	68
D.	Das Regelungsinstrument der Mehrheitserfordernisse .....	69
I.	Historische Entwicklung .....	69
1.	ADHGB 1884 .....	69
2.	HGB 1897 .....	69
3.	AktG 1937 .....	69
4.	AktG .....	70
5.	Fazit .....	70
II.	Ausnahmeregelungen .....	70
1.	Abweichung im Mehrheitserfordernis aufgrund Kapitalerhöhungsvarianten .....	70
a)	Reguläre Kapitalerhöhung unter Ausschluss des Bezugsrechts – Dreiviertelmehrheit aufgrund des Verwässerungsschutzes .....	70
b)	Genehmigtes Kapital – Dreiviertelmehrheit aufgrund Machtverlagerung .....	72
2.	Abweichung im Mehrheitserfordernis aufgrund besonderer Kapitalerhöhungszwecke .....	73

a) Bedingtes Kapital – Dreiviertelmehrheit aufgrund Verwässerungsschutz .....	73
b) Verschmelzung/Spaltung – Dreiviertelmehrheit aufgrund Verwässerungsschutz .....	74
c) WStBG .....	74
3. Einordnung der Ausnahmeregelungen .....	74
E. Schlussfolgerungen .....	75

## 2. Teil

### Das Bezugsverhältnis

A. Konfliktfortsetzung trotz Idealfall .....	78
I. Vervielfachung des Grundkapitals .....	79
II. Zwei zentrale Problemfelder .....	80
1. Bruchteilsbezugsverhältnis .....	80
2. Bruchteilsbezugsverhältnis, das sich nicht auf geringe natürliche Zahlen kürzen lässt .....	82
a) Unterbezugsglättung .....	84
b) Kollisionsbezugsglättung .....	86
III. Ausgangslage .....	86
B. Terminologie der beiden Problemfelder .....	87
I. „Spitze“ .....	88
1. Beispiele für die doppelte Verwendung des Terminus .....	88
a) Beschreibung der ersten Problematik: Bezugsrecht auf Bruchteile von Aktien .....	88
b) Beschreibung der zweiten Problematik: Nicht zuteilbare Aktien infolge einer Glättung des Bezugsverhältnisses .....	89
2. Bedürfnis nach eindeutiger Verwendung des Terminus „Spitze“ .....	90
a) Drohender Irrtum über Erforderlichkeit und Legitimation eines partiellen Bezugsrechtsausschlusses .....	90
b) Intransparenz bzgl. des Verwässerungseffekts .....	92
c) Missbrauchspotential durch räuberische Aktionäre .....	93
d) Bedürfnis an sprachlicher Klarheit aufgrund enger Verknüpfung der beiden Problematiken .....	94
e) Fazit .....	94
3. Ursprung der doppelten Bedeutung .....	94
4. Terminologie von Rechtsprechung und Gesetz im Rahmen von Kapitalmaßnahmen .....	96
a) Umwandlungsrecht .....	96
aa) Abfindung in Aktien im Rahmen der Verschmelzung oder Spaltung .....	96
bb) Rechtlicher Umgang mit den mit der Kapitalerhöhung vergleichbaren Problematiken .....	96

cc) Einordnung der Terminologie .....	97	
b) Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag, Eingliederung ..	97	
aa) §§ 305 Abs. 3 Satz 1, 320b Abs. 1 Satz 4 AktG .....	97	
bb) Rechtlicher Umgang mit den mit der Kapitalerhöhung vergleichbaren Problematiken .....	98	
cc) Einordnung der Terminologie .....	98	
c) Kapitalherabsetzung .....	99	
aa) Sachsenmilch-Entscheidung .....	99	
bb) Einordnung der Terminologie .....	100	
d) Kapitalschnitt .....	100	
aa) Hilgers-Entscheidung .....	100	
bb) Einordnung der Terminologie .....	101	
e) Kapitalerhöhung .....	101	
aa) Holzmann-Entscheidung .....	101	
bb) Einordnung der Terminologie .....	102	
5. Stellungnahme .....	102	
a) „Spitze(-nbetrag)“ als übrigbleibender Betrag im Referenzverhältnis und somit Überbegriff der ersten und zweiten Problematik ..	103	
b) „Spitze(-nbetrag)“ als übrigbleibende beziehungsweise überschüssige Aktien, die nach dem Referenzverhältnis nicht zugeordnet werden können .....	104	
II. Teilrecht .....	105	
1. „Bezugsrecht“ .....	106	
2. Konflikt mit § 213 AktG .....	107	
3. Stellungnahme .....	108	
III. Zusammenfassung .....	109	
 <i>3. Teil</i>		
<b>Das Bruchteilsbezugsverhältnis</b> .....		110
A. Regelungsgehalt des § 186 Abs. 1 Satz 1 AktG .....	111	
I. Historische Entwicklung des Meinungsstands .....	111	
1. HGB 1897 .....	111	
a) Erste Ansicht: Gewährung von Aktien in Rechtsgemeinschaft bei gemeinschaftlicher Geltendmachung .....	112	
b) Zweite Ansicht: Zuteilungspflicht zu Rechtsgemeinschaft an Aktien bei isolierter Geltendmachung .....	112	
c) Gründe für fehlende Auseinandersetzung der Positionen .....	112	
2. AktG 1937 .....	113	
3. AktG .....	114	
II. Heutiges Meinungsspektrum .....	115	
1. Nichtausgabe der auf die übrigbleibenden Bruchteilsrechte anfallenden Aktien .....	115	

2. Zukauf- beziehungsweise Verkaufsmöglichkeit sowie gemeinschaftliche Geltendmachung nach Maßgabe des § 69 AktG .....	115
3. Lediglich Zukauf- und Verkaufsmöglichkeit .....	116
III. Stellungnahme .....	116
1. Erster Ansatz: Kapitalerhöhung nur bei Vervielfachung der bezugsberechtigten Altaktienzahl ohne partiellen Bezugsrechtsausschluss möglich .....	117
a) Wortlaut .....	117
b) Systematik: Voraussetzungen zum genehmigten Kapital legen Ansatz nicht nahe .....	117
c) Telos: Eingeschränkter Finanzierungsspielraum der Gesellschaft .....	118
2. Zweiter Ansatz: Individueller Bezugsrechtsanspruch umfasst stets nur nächstniedrige natürliche Zahl an Aktien .....	119
3. Dritter Ansatz: Nichtausgabe der auf die Bruchteile anfallenden Aktien .....	119
a) Praktisch nicht umsetzbares Pflichtenprogramm .....	120
b) Wortlaut, Telos und Systematik widersprechen dem Auslegungsansatz .....	120
c) Zwischenergebnis .....	120
4. Zur Funktion des übrigbleibenden Bruchteilsrechts zur Schaffung einer Bruchteilsgemeinschaft an Aktien .....	121
a) Keine Zuteilungspflicht zu Rechtsgemeinschaft an Aktien bei isolierter Geltendmachung .....	121
aa) Verwässerungsschutz nach herrschender Ansicht .....	121
bb) Verwässerungsschutz nach historischer Auffassung .....	122
cc) Komplexes Pflichtenprogramm der Gesellschaft unter historischer Mindermeinung .....	122
dd) Drohender provisorischer Bezugsrechtsausschluss .....	123
ee) Zwischenfazit .....	123
b) Gemeinschaftliche Ausübung der übrigbleibenden Bruchteilsrechte möglich .....	124
IV. Umfang des Verwässerungsschutzes bei übrigbleibenden Bruchteilsrechten .....	125
V. Ergebnis .....	127
B. Inhaltliche Kontrolle .....	128
I. Entwicklung des gesetzlichen Bezugsrechts erfordert Neubewertung der Problematik .....	128
II. Bezugsrechtsausschluss als Ausgangsfall des Sachkontrollerfordernisses	129
1. Sachkontrolle als unmittelbare Folge der Gesetzessystematik? .....	131
a) Stütze des Regel-Ausnahme-Verhältnisses und Umkehrschluss aus vereinfachtem Bezugsrechtsausschluss .....	132
b) Rechtliche Grundlage erstreckt sich nicht auf Kapitalerhöhung mit Bruchteilsbezugsverhältnis .....	133
c) Keine eigenständige Herleitung .....	133

2. Lehre vom Eingriff in die Mitgliedschaft .....	134
a) Eingriff in die bestehende Mitgliedschaft .....	134
b) Eingriff in die dynamische Komponente der Mitgliedschaft .....	135
c) Rechtliche Grundlage erstreckt sich nicht auf Kapitalerhöhung mit Bruchteilsbezugsverhältnis .....	136
3. Lehre von der gesellschaftlichen Treuepflicht .....	137
a) Meinungsstand .....	137
b) Rechtliche Grundlage erstreckt sich grundsätzlich auf Kapitalerhöhungen mit Bruchteilsbezugsverhältnis .....	138
4. Neutralität der Kali & Salz-Entscheidung .....	138
5. Zum Terminus der „ungeschriebenen sachlichen Wirksamkeitsvoraussetzung“ .....	139
6. Diskrepanz zwischen Adressat der Treuepflicht und Adressat der Sachkontrolle .....	140
7. Wirkungsbezogene vs. inhaltsbezogene Treuepflicht .....	141
a) Stellungnahme .....	143
b) Zwischenergebnis .....	144
8. Mängel der verfassungsrechtlichen Herleitung der Lehre vom Eingriff in die Mitgliedschaft .....	144
a) Konfliktpotential auf europäischer Ebene aufgrund Wertungswiderspruch .....	144
aa) Umfassende Sachkontrolle überwiegend deutsches Phänomen .....	144
bb) Auflösung des Konfliktpotentials durch gesteigerte Bedeutung des Prinzips von Rechtsmacht und Verantwortung? ..	145
b) Dogmatische Mängel .....	146
aa) Verstoß gegen das Prinzip richterlicher Zurückhaltung .....	146
bb) Vorrang des einfachen Rechts .....	147
cc) Isolierter Eingriffsbegriff lässt Kapitalverwässerung unberücksichtigt .....	147
9. Kein anderweitiger dogmatischer Boden für die Lehre vom Eingriff in die Mitgliedschaft .....	148
a) Liebert .....	148
b) Natterer .....	149
c) Ansätze gehen in der Geltungsgrundlage der gesellschaftlichen Treuepflicht auf .....	149
10. Zusammenfassung .....	150
III. Treuepflichtbasiertes System der inhaltslichen Kontrolle .....	151
1. Ältere Meinungsströmungen .....	152
a) Sachkontrolle bei jeder mehrheitlichen Beschlussfassung .....	152
b) Sachkontrolle bei Analogie zum Bezugsrechtsausschluss .....	153
c) Sachkontrolle bei Eingriff in Herrschaftsverhältnisse und Alternativmaßnahme .....	154
d) Sachkontrolle bei Abhängigkeitsbegründung oder -intensivierung	155

2. Sperre der Sachkontrolle bei vorweggenommener Freistellung durch Gesetz .....	155
a) Lutter .....	155
b) Boese .....	157
3. Zwischenfazit .....	158
4. Parallelwertung anhand grundrechtlicher Eingriffsschutzmethodik ..	160
a) Eingriff in Schutzbereich = Eingriff in mitgliedschaftliche Interessen .....	160
b) Rechtfertigung des Eingriffs = Eingriffskompensation .....	160
c) Explizite Schrankenklausel = Beschlussgegenstand .....	160
d) Verfassungsmäßigkeit der Schranke = Regelmäßige Kompensation durch Kautelen des Beschlussgegenstands .....	161
e) Verfassungsmäßigkeit des Einzelfalles = Kompensation durch konkreten Beschluss .....	161
5. Allgemeine Schlussfolgerungen .....	161
a) Vorweggenommene Freistellung durch Gesetz als regelmäßige Kompensation .....	161
b) Allgemeine Missbrauchskontrolle ist Ergebniskontrolle nach Maßstab der Verhältnismäßigkeitsprüfung .....	162
c) Beweislastfragen .....	163
d) Grundlage der Sachkontrolle grds. nicht auf Beschlüsse im Gesellschaftsinteresse beschränkt .....	164
e) Zwischenfazit: Restriktiver Anwendungsbereich der Sachkontrolle als „institutionell verfestigte Ausprägung der gesellschaftlichen Treuepflicht“ .....	165
6. Inhaltliche Kontrolle auf treuepflichtbasierte Missbrauchskontrolle beschränkt .....	167
 <i>4. Teil</i>	
<b>Das glatte Bezugsverhältnis</b>	169
A. Definition .....	170
I. Ausgangspunkt der Praktikabilität .....	171
II. Mathematische Grundsätze der Praktikabilität .....	171
1. Zahl der Aktionäre mit übrigbleibenden Bruchteilsrechten .....	171
2. Übrigbleibendes Bruchteilsrecht als überschüssiger Bezugsrechtsbestand .....	172
3. Nur erster mathematischer Grundsatz soll für Definition Berücksichtigung finden .....	172
III. Potentielle Praktikabilität .....	173
IV. Relative Praktikabilität .....	173
V. Ergebnis .....	174
B. Die Nachteile des krummen Bezugsverhältnisses .....	174

I.	Perspektive des (Minderheits-)Aktionärs .....	174
1.	Mehr Aktionäre mit übrigbleibenden Bruchteilsrechten .....	175
2.	Geschwächte Verwässerungsschutzhilfe aufgrund überschüssigem Bezugsrechtsbestand? .....	175
a)	Überschüssiger Bezugsrechtsbestand und Überschussbezug .....	175
b)	Geschwächte Beteiligungsverwässerungsschutzhilfe? .....	176
aa)	Höhere Wahrscheinlichkeit für nicht kompatibles Bruchteilsrecht auf dem Markt? .....	176
bb)	Beteiligungsverwässerungsschutzhilfe teurer? .....	177
c)	Geschwächte Kapitalverwässerungsschutzhilfe? .....	177
d)	Auflösung der potentiellen Nachteile auf den Verwässerungsschutz durch Teilabtretung .....	178
aa)	Börsennotierte Gesellschaft (Girosammelverwahrung) .....	178
bb)	Nicht-börsennotierte Gesellschaft .....	180
(1)	Namensaktien .....	180
(2)	Inhaberaktien .....	181
cc)	Zusammenfassung und Fazit .....	182
3.	Verständlichkeit der Bezugsbedingungen .....	183
4.	Fazit .....	183
II.	Perspektive der Gesellschaft .....	183
1.	Übrigbleibende Bruchteilsrechte fördern Nichtgeltendmachung des Bezugsrechts .....	184
2.	Überschüssiger Bezugsrechtsbestand fördert Verfall des Bezugsrechts .....	184
3.	Verständlichkeit der Bezugsbedingungen .....	184
4.	Fazit .....	185
C.	Pflicht zur Festsetzung eines glatten Bezugsverhältnisses .....	185
I.	Rechtlich bedingte Pflicht .....	186
1.	Historische Entwicklung des Meinungsstands .....	186
2.	Faktischer Bezugsrechtsausschluss .....	187
a)	Meinungsstand bezüglich der Fallgruppe Bezugsverhältnis .....	188
aa)	Erhöhter Nennwert .....	189
bb)	Mindestbezug .....	189
cc)	Geringes Kapitalerhöhungsvolumen .....	190
dd)	Krummes (nicht praktikables/ungünstiges) Bezugsverhältnis .....	190
b)	Dogmatische Grundlegung und Anwendungsbereich .....	191
aa)	Meinungsstand .....	191
(1)	Umgehungstatbestand führt zu analoger Anwendung des § 186 AktG .....	191
(2)	Ausmaß der erschweren Bezugsbedingungen .....	192
(3)	Vermehrte Kritik am unklaren Anwendungsbereich des faktischen Bezugsrechtsausschlusses .....	193

bb) Stellungnahme: Historisch bedingter überreizter Anwendungsbereich des faktischen Bezugsausschlusses . . . . .	194
(1) Rechtspolitisch bedingter weiter Anwendungsbereich bei dogmatischen Mängeln . . . . .	194
(2) Weiter Anwendungsbereich erst mit Evolution des Bezugsrechts teleologisch gravierend . . . . .	195
(3) Dogmatisch wie teleologisch gebotener restriktiver Anwendungsbereich . . . . .	195
(4) Mehrschichtige Kontrolle widriger Bezugsbedingungen	196
(5) Grundsätzliche Prognose zur Determinierung des funktionalen Äquivalents . . . . .	197
c) Stellungnahme bezüglich der Fallgruppe Bezugsverhältnis . . . . .	198
aa) Regelungsfunktion des Bezugsrechts – Einordnung der Unterfallgruppen . . . . .	198
bb) Untergrabene Beteiligungsverwässerungsschutzgarantie? . . . . .	199
(1) Beispieldfälle zu Bewertung der Sonderkonstellationen . . . . .	199
(a) Geringes Kapitalerhöhungsvolumen . . . . .	200
(b) Erhöhter Nennwert . . . . .	200
(c) Mindestbezug . . . . .	200
(2) Entscheidendes Kriterium für die vergleichbare Interessenlage: Verlust der Beteiligungsverwässerungsschutzgarantie über gesetzliche Regelung hinaus . . . . .	200
(a) Geringes Kapitalerhöhungsvolumen . . . . .	200
(b) Erhöhter Nennwert . . . . .	201
(c) Mindestbezug . . . . .	202
cc) Krummes Bezugsverhältnis begründet keinen faktischen Bezugsrechtsausschluss . . . . .	202
(1) Beteiligungsverwässerungsschutzgarantie . . . . .	203
(2) Kapitalverwässerungsschutzhilfe . . . . .	203
(3) Beteiligungsverwässerungsschutzhilfe . . . . .	204
(a) Bloßer Regelungsreflex? . . . . .	204
(b) Keine der Regelung zu entnehmende Pflicht zur möglichst günstigen Verwässerungsschutzhilfe . . . . .	205
(4) Ästhetik/Verständlichkeit des Bezugsverhältnisses allenfalls (marginale) tatsächliche Beschränkung . . . . .	206
(5) Ergebnis . . . . .	206
d) Zusammenfassung . . . . .	206
3. Ungleichbehandlung (§ 53a AktG)? . . . . .	207
4. Missbrauchskontrolle . . . . .	208
a) Grundlagen der treuepflichtbasierten Missbrauchskontrolle . . . . .	209
b) Eingriffsintensität . . . . .	210
aa) Kein durch das visualisierte Bezugsverhältnis vorgegebener Mindestbezug . . . . .	210
(1) Überschussbezug als legitime Teilausübung . . . . .	212

(2) Überschussbezug auch bei börsennotierten Gesellschaften technisch möglich .....	213
(3) Zusammenfassung .....	214
bb) Überschüssiger Bezugsrechtsbestand .....	214
(1) Treuepflichtverstoß, sofern Teilübertragung technisch unterbunden wird (MSU = 1) .....	215
(2) Unvermeidlicher minimaler Überschussbezug unbedeutend .....	215
(3) Geringere Zahl an kompatiblen Bezugsrechtsbeständen unbedeutend .....	216
cc) Schlechtere Verständlichkeit der Bezugsbedingungen unterschreitet die Eingriffsschwelle .....	217
dd) Zahl der Aktionäre mit übrigbleibenden Bruchteilsrechten steigt potentiell mit krummem Bezugsverhältnis .....	218
ee) Zwischenergebnis: Eingriffsintensität gering .....	218
c) Anzahl der übrigbleibenden Bruchteilsrechte steigt mit krummem Bezugsverhältnis zunächst schnell, dann marginal .....	219
d) Zumutbare Änderung der dem krummen Bezugsverhältnis zugrundeliegenden Parameter .....	221
aa) Unbedeutende Beeinträchtigung des Finanzierungsinteresses der Gesellschaft .....	222
(1) Bezugspreis .....	223
(2) Emissionsvolumen .....	224
(3) Altaktienzahl .....	224
bb) Geringer Aufwand der Modellierung für die Gesellschaft ..	224
cc) Prozentualer Anteil der Altaktienbestände .....	225
dd) Anderweitiges Auffangen der Schwächung des Beteiligungswässerungsschutzes .....	225
e) Fazit: Treuepflichtwidriges krummes Bezugsverhältnis nur in Ausnahmefällen bei nicht-börsennotierter Gesellschaft .....	225
f) Einordnung im Rahmen der Verhältnismäßigkeitsprüfung .....	226
aa) Legitimer Zweck (Krummes Bezugsverhältnis schwaches Indiz für fehlendes generelles Finanzierungsinteresse) .....	226
bb) Erforderlichkeit (Krummes Bezugsverhältnis schwaches Indiz für fehlendes konkretes Finanzierungsinteresse) .....	227
cc) Angemessenheit .....	228
II. Technisch bedingter Zwang .....	228
1. Keine Probleme bei Zentralverwahrer/Depotbanken, Bezugsrechte bei krummen Bezugsverhältnissen einzubuchen .....	229
a) Trennverhältnis 1:1 kann jedes Bezugsverhältnis umsetzen .....	229
b) <i>Rump shares</i> .....	230
2. Technisch bedingte Mindestbezugsprämisse würde in rechtlicher Pflicht zur Bildung eines glatten Bezugsverhältnisses münden .....	231

a) Zuordnung der Bezugsrechte auf Basis des Mindestbezugserfordernisses .....	231
b) Zuordnung der Neuaktien auf Basis des Mindestbezugserfordernisses .....	231
c) Korrelation mit Pflicht zur Bildung eines glatten Bezugsverhältnisses .....	232
3. Kein faktischer Bezugsrechtsausschluss angesichts technisch bedingter Komplikation zur gemeinschaftlichen Geltendmachung übrigbleibender Bruchteilsrechte (§ 69 AktG) .....	232
a) Technisch bedingte Pflicht zur Bildung eines glatten Bezugsverhältnisses unter historischer Mindermeinung .....	232
b) „Glattes Bezugsverhältnis“ als nötiger Bezugsrechtsausschluss für übrigbleibende Bruchteilsrechte .....	233
aa) Historischer Schulfall vor Entmaterialisierung der Aktie ..	233
bb) Komplexerer Vorgang nach heutiger Abwicklungspraxis ..	234
(1) Erwerb von Bruchteilseigentum bei Sammelverwahrung möglich .....	234
(2) Technisch bedingte, enge Nutzungsmöglichkeit der gemeinschaftlichen Geltendmachung stellt weder faktischen Bezugsrechtsausschluss noch Missbrauch dar ..	234
(3) Fazit .....	235
III. Ergebnis: Pflicht zur Bildung eines glatten Bezugsverhältnisses nur in extremen Ausnahmesituationen .....	236

### 5. Teil

#### Das geglättete Bezugsverhältnis

A. Grundlagen .....	237
B. Unterbezugsglättung .....	238
I. Erforderlichkeit des Spitzenausschlusses .....	238
1. Technischer Hintergrund .....	238
a) Rechenmethode der Praxis .....	239
b) Rechenmethode schafft regelmäßig Neuaktiendezimalzahl ..	240
2. Meinungsstand .....	241
3. Stellungnahme .....	242
a) Minimale Glättung stellt Verstoß gegen Wortlaut des § 186 Abs. 1 Satz 1 AktG dar .....	242
b) Teleologische Reduktion möglich, wenn Glättung keinen Verwässerungseffekt birgt .....	242
aa) Kein Kapitalverwässerungseffekt .....	243
bb) Kein Beteiligungsverwässerungseffekt .....	243
4. Fazit .....	243
II. Legitimität des Spitzenausschlusses .....	245

1. Spitzenausschluss ohne Unterbezugsglättung . . . . .	246
a) Praktische Relevanz . . . . .	246
b) „Spitzenausschluss“ für übrigbleibende Bruchteilsrechte . . . . .	246
c) „Spitzenausschluss“ aufgrund Mindestbezugserfordernis . . . . .	247
d) Fazit . . . . .	248
2. Spitzenausschluss bei Unterbezugsglättung . . . . .	248
a) Meinungsstand . . . . .	248
aa) Beispiele zum Spitzenvolumen . . . . .	249
bb) Zweckrichtungen des Spitzenausschlusses – technisch zwingende und willkürliche Spizie . . . . .	250
(1) Technisch bedingte Spizie . . . . .	250
(2) Gewillkürte Spizie . . . . .	251
cc) Grundsätze . . . . .	252
b) Stellungnahme . . . . .	252
aa) Gewillkürte Spizie und Mindestbezugsprämisse . . . . .	253
bb) Technisch bedingte Spizie und Mindestbezugsprämisse . . . . .	254
cc) Zwischenfazit: Legitimer Zweck des Spitzenausschlusses nicht mehr gültig . . . . .	255
dd) Neue Ansätze zum legitimen Zweck . . . . .	256
(1) Keine analoge Anwendung des § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG . . . . .	256
(2) Keine treuepflichtbedingte Pflicht zum Bezugsrechtsausschluss . . . . .	258
(3) Neue Zweckrichtungen der Praktikabilität . . . . .	259
(a) <i>Bookbuilding</i> . . . . .	259
(b) Emissionsbank . . . . .	260
(c) Verständlichkeit der Bezugsbedingungen . . . . .	260
ee) Legitimes Spitzenvolumen unter Verständlichkeitsmotiv . . . . .	261
(1) Börsennotierte Gesellschaft . . . . .	262
(a) Zwei Glättungsgrundsätze . . . . .	262
(b) Umfang der Spizie am Kapitalerhöhungsvolumen . . . . .	262
(c) Ausmaß des Beteiligungsverwässerungseffekts . . . . .	263
(d) Fazit . . . . .	264
(2) Nicht-börsennotierte Gesellschaft . . . . .	265
c) Keine Entbehrlichkeit des Berichts nach § 186 Abs. 4 Satz 2 wegen Offensichtlichkeit der Gründe . . . . .	265
III. Zusammenfassung . . . . .	266
C. Kollisionsbezugsglättung . . . . .	268
I. Korrelation von Unterbezugsglättung und Kollisionsbezugsglättung . . . . .	269
II. Legitimität der Kollisionsbezugsglättung . . . . .	270
1. Meinungsstand . . . . .	270
2. Stellungnahme . . . . .	270

a) Faktischer Bezugsrechtsausschluss .....	271
b) Missbrauchskontrolle .....	272
c) Gleichbehandlungsgrundsatz .....	273
d) Ergebnis .....	273
III. Absicherung durch rechtsgeschäftlichen Verzicht eines Aktionärs .....	273
IV. Zusammenfassung .....	274
D. Alternative Maßnahmen .....	275
I. Senken der Altaktienanzahl .....	275
1. Kapitalherabsetzung .....	275
2. Kapitalherabsetzung durch Einziehung (§ 237 Abs. 3 Nr. 1, Abs. 4 AktG) .....	275
II. Erhöhung der Altaktienzahl: Kapitalerhöhung .....	276
III. Modellierung der bezugsberechtigten Altaktienanzahl durch Erwerb/Veräußerung eigener Aktien (§ 71 AktG) .....	276
1. Meinungsstand .....	276
a) Eigene Aktien haben direkten Einfluss auf Bezugsverhältnis (Anrechnungslösung) .....	276
b) Eigene Aktien haben keinen direkten Einfluss auf Bezugsverhältnis (Anrechnungsoption) .....	277
2. Stellungnahme .....	278
a) „Anrechnung“ ergibt sich aus Regelung des § 186 Abs. 1 Satz 1 AktG .....	279
b) Ansonsten „Anrechnungspflicht“ als Umkehrschluss der Missbrauchskontrolle .....	280
3. Ergebnis .....	281
<i>6. Teil</i>	
<b>Rechtsschutz</b> .....	282
A. Konkrete Festsetzung im Kapitalerhöhungsbeschluss .....	282
B. Abstrakte Festlegung im Kapitalerhöhungsbeschluss .....	283
I. Konkrete Festsetzung zu Beginn der Bezugsfrist (§ 186 Abs. 1 Satz 1, Abs. 2 Satz 1 AktG) .....	283
II. Abstrakte Festlegung .....	284
III. Stellungnahme .....	284
1. Kapitalerhöhungsbeschluss für Entstehung des konkreten Bezugsrechtsanspruchs und Bestimmung der bezugsberechtigten Altaktienzahl maßgeblich .....	285
2. Volumenkapitalerhöhung zulässige Maßnahme – Konkrete Festsetzung des Bezugsverhältnisses nach Kapitalerhöhungsbeschluss möglich .....	287
C. Fazit .....	288

## 7. Teil

<b>Das Bezugsverhältnis im Vereinigten Königreich</b>	290
A. Ziel und Gegenstand des Rechtsvergleichs .....	290
I. Intransparenz der deutschen Regelung aufgrund seit 1900 nahezu unverändertem Wortlaut .....	290
II. Vorbild der moderneren britischen Regelung? .....	291
B. Länderbericht Vereinigtes Königreich .....	292
I. Companies Act 2006 und FCA Listing Rules .....	292
II. Companies Act 2006 .....	293
1. Anwendungsbereich .....	293
a) <i>Equity securities</i> .....	293
b) Ausnahmeregelungen .....	294
aa) <i>Bonus shares</i> (Sec. 564 Companies Act 2006) .....	294
bb) Reine Barkapitalerhöhungen (Sec. 565 Companies Act 2006) .....	294
cc) Mitarbeiteraktien (Sec. 566 Companies Act 2006) .....	294
dd) Keine Anwendung bei finanziellen Schwierigkeiten (Sec. 566a Companies Act 2006) .....	295
2. <i>Opt-out structure</i> .....	295
a) <i>Exclusion</i> (Genereller Ausschluss durch Satzung) .....	295
b) <i>Disapplication</i> (Ausschluss des Bezugsrechts im Einzelfall) .....	296
3. Regelungsgehalt von Sec. 561 Companies Act 2006: .....	297
a) Bezugsrecht nicht veräußerbar .....	297
b) Bezugsrechte im Umfang, der in etwa der bisherigen Beteiligungsquote entspricht .....	297
c) Eigene Aktien (Sec. 561(4) Companies Act 2006) .....	299
III. Listing Rules .....	299
1. <i>Rights issue</i> .....	300
a) Verbriefungspflicht .....	300
b) Bezugsfrist von zehn Werktagen .....	301
c) <i>Fractions</i> von Bezugsangebot an den Aktionär ausgenommen, jedoch Erlösauskehr .....	301
d) Ausschlussmöglichkeit bei ausländischen Aktionären .....	301
2. <i>Open offer</i> (Listing Rules 9.5.7–6.5.8) .....	302
a) Fristenüberlagerung möglich .....	302
b) Bezugspreisbindung .....	302
IV. Von <i>opt-out structure</i> zu <i>opt-in structure</i> infolge des Brexits? .....	303
C. Tertium comparationis .....	304
I. Anwendungsbereich des gesetzlichen Bezugsrechts .....	304
1. Divergierende Systematik hinsichtlich des Anwendungsbereichs ...	304
2. Fälle des weiteren Anwendungsbereichs gegenüber deutschem Recht	305

a) Kein bedingtes Kapital – aber kein markanter Unterschied im Verwässerungsschutz .....	305
b) Bezugsrechte für <i>private companies</i> .....	306
3. Unklare Fälle hinsichtlich eines divergierenden Anwendungsbereichs	306
a) Bezugsrechte bei Veräußerung eigener Aktien .....	306
b) Flexibilität hinsichtlich eines Gattungs- beziehungsweise Mischbezugsrechts .....	307
c) Eigene Aktien von Bezugsrecht und Bezugsverhältnis ausgenommen .....	307
4. Bedeutender Unterschied: Bezugsrecht nur bei reinen Barkapitalerhöhungen .....	308
5. Fazit: Höhere Regelungsdichte der britischen Regelung bei bedeuternder Lücke im Verwässerungsschutzsystem .....	309
II. Verwässerungsschutz bei Bezugsrechtskapitalerhöhung unter Companies Act 2006 .....	309
1. Verständnis eines nicht übertragbaren Vorkaufsrechts .....	309
2. Practicable equal und der Umgang mit der Bruchteilsproblematik ..	310
a) Abrundung des Bruchteils .....	311
b) Aufrundung des Bruchteils .....	312
3. Fazit: Britische Regelung dysfunktionaler als deutsche Regelung...	312
III. Verwässerungsschutz bei Bezugsrechtskapitalerhöhung unter Listing Rules .....	312
1. Trennverhältnis von n:n anstatt Trennverhältnis von 1:1 .....	312
2. Right issue: Keine Beteiligungsverwässerungsschutzhilfe .....	314
3. Open offer: Keine Beteiligungsverwässerungsschutzhilfe, Kapitalverwässerungsschutzhilfe auf fractions beschränkt .....	315
4. Glättung des Bezugsverhältnisses dennoch rege Praxis .....	316
D. Ergebnis .....	316
I. Regelung zu übrigbleibenden Bruchteilen dysfunktionaler als in Deutschland .....	316
II. <i>De lege ferenda</i> Erhöhung der Regelungsdichte .....	317
<b>Zusammenfassende Thesen</b>	<b>318</b>
<b>Literaturverzeichnis</b> .....	<b>322</b>
<b>Stichwortverzeichnis</b> .....	<b>342</b>

## **Abkürzungsverzeichnis**

a. A.	andere Ansicht
a. F.	alte Fassung
a. M.	am Main
Abs.	Absatz
AcP	Archiv für die civilistische Praxis (Zeitschrift)
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
AG	Aktiengesellschaft
AG	Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)
AktG	Aktiengesetz
Art.	Artikel
ARUG	Gesetz zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie
ARUG II	Gesetz zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie
Aufl.	Auflage
BB	Betriebs-Berater
Bd.	Band
BeckOGK	beck.online.Großkommentar
BeckOK	beck.online.Kommentar
Beschl.	Beschluss
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BörsG	Börsengesetz
bspw.	beispielsweise
BT-Drs.	Drucksachen des Deutschen Bundestages
bzw.	beziehungsweise
CFL	Corporate Finance Law
d. h.	das heißt
DAX	Deutscher Aktienindex
DB	Der Betrieb
Diss.	Dissertation
D-Mark	Deutsche Mark

DStR	Deutsches Steuerrecht
Einl.	Einleitung
EU	Europäische Union
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
FG	Festgabe
FMStErgG	Gesetz zur weiteren Stabilisierung des Finanzmarktes (Finanzmarktstabilisierungsgänzungsgesetz)
FMStG	Gesetz zur Umsetzung eines Maßnahmenpakets zur Stabilisierung des Finanzmarktes (Finanzmarktstabilisierungsgesetz)
Fn.	Fußnote
FS	Festschrift
gem.	gemäß
ggf.	gegebenenfalls
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
GmbHR	GmbHRundschau (Zeitschrift)
grds.	grundsätzlich
Großkomm.	Großkommentar
GWR	Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht (Zeitschrift)
Habil.	Habilitation
Hdb.	Handbuch
HGB	Handelsgesetzbuch
Hrsg.	Herausgeber
hrsg.	herausgegeben
i. S. d.	im Sinne des
i. S. v.	im Sinne von
i. V. m.	in Verbindung mit
JuS	Juristische Schulung (Zeitschrift)
JW	Juristische Wochenschrift
JZ	Juristenzeitung
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
KölnKomm	Kölner Kommentar
KonTraG	Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich
lit.	Buchstabe
Mio.	Million(en)
MittBayNot	Mitteilungen des Bayerischen Notarvereins, der Notarkasse und der Landesnotarkammer Bayern (Zeitschrift)
MSU	Minimum Settlement Unit/kleinste übertragbare Einheit

MüKo	Münchener Kommentar
MünchHdbG	Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts
NJW	Neue Juristische Wochenzeitschrift
No.	Number
Nr.	Nummer
NZA	Neue Zeitschrift für Arbeitsrecht
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
OLG	Oberlandesgericht
RefE	Referentenentwurf
RegE	Regierungsentwurf
Rn.	Randnummer
S.	Seite
s.	siehe
SAG	Sanierungs- und Abwicklungsgesetz
SE	Societas Europaea
sog.	sogenannte, sogenannter, sogenanntes
SPAC	Special Purpose Acquisition Company
StaRUG	Gesetz über den Stabilisierungs- und Restrukturierungsrahmen für Unternehmen (Unternehmensstabilisierungs- und -restrukturierungsgesetz)
StudZR	Studentische Zeitschrift für Rechtswissenschaft
u. a.	unter anderem
UmwG	Umwandlungsgesetz
Urt.	Urteil
US	United States
v.	versus
v.	vom
v.	von
WM	Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht
WuB	Entscheidungsanmerkungen zum Wirtschafts- und Bankrecht (Zeitschrift)
z. B.	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaftsrecht
ZfPW	Zeitschrift für die gesamte Privatrechtswissenschaft
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
zit.	zitiert
ZuFinG	Zukunftsfinanzierungsgesetz
zugl.	zugleich

## Einleitung

Bei einer Kapitalerhöhung muss gem. § 186 Abs. 1 Satz 1 AktG jedem Aktionär auf sein Verlangen ein seinem Anteil an dem bisherigen Grundkapital entsprechender Teil der neuen Aktien zugeteilt werden. Jener Zuteilungsumfang bemisst sich anhand des sog. Bezugsverhältnisses, welches die neu auszugebenden Aktien in Relation zu den Altaktien setzt. Wird die Zahl der Neuaktien durch die Zahl der Altaktien geteilt und sodann mit dem Aktienbestand des jeweiligen Aktionärs multipliziert, ergibt sich dessen gesetzlich vorgesehener, persönlicher Zuteilungsumfang. Dieser simple Grundsatz wirft schwierige Detailfragen auf<sup>1</sup>, was ein Blick in die Praxis zeigt: In knapp der Hälfte der im Jahr 2022 im Bundesanzeiger<sup>2</sup> veröffentlichten Bezugsangebote wird ein Bezugsverhältnis festgesetzt, das nicht mit dem Verhältnis von Altaktienzahl zu Neuaktienzahl übereinstimmt. Warum sieht sich die Gesellschaft gezwungen, vom einfachen Zuteilungsgrundsatz des Gesetzes abzuweichen?

Ausgangsproblematik ist der Umstand, dass sich die Neuaktienzahl regelmäßig nicht durch die Altaktienzahl teilen lässt. Eine Teilbarkeit läge lediglich bei einer Vervielfachung der Altaktienzahl vor. Der Anteil derartiger großvolumiger Bezugsrechtskapitalerhöhungen lag im Jahr 2022 bei unter 10%.<sup>3</sup> In allen anderen Fällen entstehen Bezugsverhältnisse, die bei bestimmten individuellen Aktienbeständen einen Zuteilungsumfang von Bruchteilen von neuen Aktien ergeben. Dies kollidiert mit dem Grundsatz der Unteilbarkeit von Aktien, § 8 Abs. 5 AktG. Der Wortlaut des § 186 Abs. 1 Satz 1 AktG verhält sich hinsichtlich dieser Problematik uneindeutig und bietet Raum für diverse Lösungsansätze. Denkbar wäre zunächst eine Unvereinbarkeit der Regelung mit Bezugsverhältnissen, die in der Bruchteilsproblematik münden. Sofern man eine grundsätzliche Vereinbarkeit annimmt, ist fraglich, ob die auf Bezugsrechte auf Bruchteile von Aktien anfallenden neuen Aktien nicht ausgegeben werden dürfen, ob ein Anspruch auf Zuteilung zu einer Rechtsgemeinschaft an Aktien (§ 69 AktG) besteht oder ob es der Aktionär hinzunehmen hat, dass sein Bezugsrecht auf den Bruchteil einer Aktie nur durch Verkauf oder Zukauf eines kompatiblen Bezugsrechts verwertet werden kann.

---

<sup>1</sup> Habersack/Mülbert/Schlitt/Herfs, § 5 Rn. 37.

<sup>2</sup> Einsehbar unter [www.bundesanzeiger.de](http://www.bundesanzeiger.de).

<sup>3</sup> Einsehbar unter [www.bundesanzeiger.de](http://www.bundesanzeiger.de) im Rahmen der jeweiligen Bezugsangebote.

Alle Lösungsansätze auf Basis der grundsätzlichen Vereinbarkeit der Bruchteilsproblematik mit der gesetzlichen Regelung haben zur Folge, dass der Zuteilungsumfang keine Aufrechterhaltung der Stimmrechtsquote garantiert. Aus Perspektive des betroffenen Aktionärs ist das Entstehen von Bezugsrechten auf Bruchteile von Aktien somit in jedem Fall nachteilhafter als ein Bezugsrecht auf eine natürliche Zahl an Aktien. Dies zieht die Frage nach sich, ob und in welchem Maße die Gesellschaft über die gesetzliche Regelung hinaus verpflichtet ist, ein Bezugsverhältnis zu wählen, das möglichst wenig Aktionäre mit der Bruchteilsproblematik konfrontiert. Eine derartige Pflicht ist unter den Aspekten der Inhaltskontrolle von in die mitgliedschaftlichen Interessen eingreifenden Mehrheitsbeschlüssen und des noch immer weitgehend ungeklärten<sup>4</sup> faktischen Bezugsrechtsausschlusses zu erörtern. Die Lösungsansätze sind jedoch auch mit Nachteilen für die Gesellschaft verbunden. So würde ein Verbot der Ausgabe der auf Bezugsrechte auf Bruchteile von Aktien anfallenden neuen Aktien mit dem idealen Emissionsvolumen der Gesellschaft kollidieren. Zudem ist fraglich, ob eine Zuteilung von Aktien im Wege einer Rechtsgemeinschaft an Aktien immer möglich ist. Stimmen in Wissenschaft<sup>5</sup> und Praxis<sup>6</sup> merken außerdem an, dass der technische Vorgang der Bezugsrechtsemission börsennotierter Gesellschaften die Gewährung von Bezugsrechten auf Bruchteile von Aktien nicht oder nur bei bestimmten Bezugsverhältnissen zulasse.

In der Praxis scheint man sich diesen rechtlichen und technischen Unklarheiten mit partiellen Bezugsrechtsausschlüssen entziehen zu wollen. Diese werden als Bezugsrechtsausschlüsse für sog. Spalten bezeichnet. Als Spalte wird jedoch zum einen ein Bezugsrechtausschluss zur Umgehung eines nachteiligen Pflichtenprogramms der jeweils skizzierten Lösungsansätze zur Bruchteilsproblematik verstanden. Zum anderen wird unter Spalte der Teil der neuen Aktien verstanden, der infolge einer Divergenz des festgesetzten Bezugsverhältnisses vom rechnerischen Bezugsverhältnis von vornherein nicht durch die Aktionäre über das Bezugsrecht bezogen werden kann. Damit unterscheiden sich die Bezugsrechtsausschlüsse für Spalten erheblich in Zweckrichtung und Eingriffsintensität. Sofern der Bruchteilsproblematik ein unzutreffender Lösungsansatz zugrunde gelegt wird oder ein falsches Verständnis des technischen Abwicklungsvorgangs herrscht, besteht das Risiko eines überflüssigen oder gar anfechtbaren Bezugsrechtsausschlusses. Dieses Risiko wird durch die „nahezu babylonische Sprachverwirrung“<sup>7</sup> über das Verständ-

---

<sup>4</sup> MüKoGmbHG/Lieder, § 55 Rn. 118.

<sup>5</sup> MünchHdbG AktG/Scholz, § 57 Rn. 103; Marsch-Barner/F. Schäfer/T. Busch/D. Busch, Rn. 44.81 Fn. 332.

<sup>6</sup> Mündliche Angaben von Mitarbeitern aus Wirtschaftskanzleien.

<sup>7</sup> J. Vetter, AG 1997, 6 zum Begriff „Spaltenbeträge“.

nis einer Spitze gar noch erhöht. „Die hierfür maßgeblichen Details bleiben meist im Dunkeln“<sup>8</sup> und „werden in der Literatur kaum diskutiert“<sup>9</sup>.

Zentrales Ziel der Arbeit ist die Beseitigung von Rechtsunsicherheit zur Gewährleistung einer schnellen und reibungslosen Eigenkapitalfinanzierung.<sup>10</sup> Dies erfordert im Gegenzug eine exakte Kalibrierung von „Aufrechterhaltung des mitgliedschaftlichen und wirtschaftlichen *status quo*“<sup>11</sup> und dem gesetzlich gewährten Verwässerungsschutz bei Bruchteilsthemen. Bestehende Forschungslücken liegen im Regelungsgehalt des § 186 AktG sowie im Einfluss der gesellschaftlichen Treuepflicht und der Figur des faktischen Bezugsrechtsausschlusses. Diesem rechtlichen Maßstab sind die heutigen, automatisierten Abwicklungsstandards von Bezugsrechtskapitalerhöhungen zugrunde zu legen.

---

<sup>8</sup> W. Groß, AG 2021, 103 (104); Marsch-Barner/F. Schäfer/T. Busch/D. Busch, Rn. 42.83 zum Umgang mit Spitzen.

<sup>9</sup> Herfs/Goj, AG 2021, 289 (291).

<sup>10</sup> Zum wachsenden Bedürfnis an schneller Eigenkapitalfinanzierung s. RegE, Zukunftsfinanzierungsgesetz 2023, S. 1, 67, 77, 132 f.

<sup>11</sup> Heinsius, FS Kellermann, 115 (117); Habersack/Mülbert/Schlitt/Herfs, § 5 Rn. 40.