

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
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), vielfmals 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

Einleitung	31
Gang der Darstellung	34
<i>1. Teil</i>	
Die Kapitalerhöhung – Geschichte der Moderation eines Gerechtigkeitskonflikts	35
A. Der innergesellschaftliche Konflikt	36
I. Gesellschaftsperspektive	36
II. Aktionärsperspektive	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>	
Das Bezugsverhältnis	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 Bruchteils-	
rechten	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

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

6. Teil

Rechtsschutz

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

7. Teil

Das Bezugsverhältnis im Vereinigten Königreich

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
 Zusammenfassende Thesen	 318
 Literaturverzeichnis	 322
Stichwortverzeichnis	342

Inhaltsverzeichnis

Einleitung	31
Gang der Darstellung	34
<i>1. Teil</i>	
Die Kapitalerhöhung – Geschichte der Moderation eines Gerechtigkeitskonflikts	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

Inhaltsverzeichnis	15
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	78
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

3. Teil

Das Bruchteilsbezugsverhältnis	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 berechneten 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 inhaltlichen 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 Schrankenklausele = 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

4. Teil

Das glatte Bezugsverhältnis 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 erschwerten 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 weiterer 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)	Beispielfälle 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 Beteiligungsverwässerungsschutzes	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 237

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 zwin-	
gende und willkürliche Spitze	250
(1) Technisch bedingte Spitze	250
(2) Gewillkürte Spitze	251
cc) Grundsätze	252
b) Stellungnahme	252
aa) Gewillkürte Spitze und Mindestbezugsprämisse	253
bb) Technisch bedingte Spitze 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 Bezugsrechtsaus-	
schluss	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 Spitze 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

6. Teil

Rechtsschutz

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

Das Bezugsverhältnis im Vereinigten Königreich	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 bedeutender 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
 Zusammenfassende Thesen	 318
 Literaturverzeichnis	 322
Stichwortverzeichnis	342

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 (Finanzmarktstabilisierungsergänzungsgesetz)
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 auf¹, was ein Blick in die Praxis zeigt: In knapp der Hälfte der im Jahr 2022 im Bundesanzeiger² 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?

Ausgangssproblematik 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%.³ 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.

¹ Habersack/Mülbner/Schlitt/Herfs, § 5 Rn. 37.

² Einsehbar unter www.bundesanzeiger.de.

³ Einsehbar unter 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 ungeklärten⁴ 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 Wissenschaft⁵ und Praxis⁶ 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. Spitzen bezeichnet. Als Spitze wird jedoch zum einen ein Bezugsrechtsausschluss zur Umgehung eines nachteiligen Pflichtenprogramms der jeweils skizzierten Lösungsansätze zur Bruchteilsproblematik verstanden. Zum anderen wird unter Spitze 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 Spitzen 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“⁷ über das Verständ-

⁴ MüKoGmbHG/Lieder, § 55 Rn. 118.

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

⁶ Mündliche Angaben von Mitarbeitern aus Wirtschaftskanzleien.

⁷ J. Vetter, AG 1997, 6 zum Begriff „Spitzenbeträge“.

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

Zentrales Ziel der Arbeit ist die Beseitigung von Rechtsunsicherheit zur Gewährleistung einer schnellen und reibungslosen Eigenkapitalfinanzierung.¹⁰ Dies erfordert im Gegenzug eine exakte Kalibrierung von „Aufrechterhaltung des mitgliedschaftlichen und wirtschaftlichen *status quo*“¹¹ und dem gesetzlich gewährten Verwässerungsschutz bei Bruchteilsthematiken. 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.

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

⁹ *Herfs/Goj*, AG 2021, 289 (291).

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

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